

今日关注

- 外储真实收益率 1.25% 对外负债成本高于投资收益

财经要闻

- 央行今日发行 30 亿 1 年央票
- 吴晓灵：政策不会放松 7.5 万亿应是信贷底线
- 发改委：国内成品油比价偏低 炼化利润降 16.2%
- 15 省市商业和工业用电价格将上调 居民电价不涨

东吴动态

- 小基金公司投研团队样本：东吴 6 人组王炯是核心

理财花絮

- 震荡寻底 基金投资宜以静制动

热点聚焦

- 6 月 A 股谨防“暗箭”

机构观点

- 广发证券：6 月可能是筑底酝酿机会的过程

旗下基金净值表

2011-05-30

基金名称	最新	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.7844	2.5044	-0.42%
东吴动力	1.2064	1.7864	0.22%
东吴轮动	1.0229	1.1029	-1.12%
东吴优信 A	0.9935	1.0055	-0.22%
东吴优信 C	0.9861	0.9981	-0.23%
东吴策略	1.0518	1.0518	-1.59%
东吴新经济	1.0250	1.0250	0.00%
东吴新创业	0.9880	1.0480	-0.10%
东吴中证新兴	0.8630	0.8630	-1.37%

基金名称	每万份收益	7 日年化收益
东吴货币 A	0.9124	3.3010%
东吴货币 B	0.9807	3.5560%

主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证指数	2706.36	-0.13%
深证成指	11478.21	-0.13%
沪深 300	2954.51	-0.30%
香港恒生指数	23184.30	0.29%
标普 500 指数	--	--
道琼斯指数	--	--
纳斯达克指数	--	--

今日关注

外储真实收益率 1.25% 对外负债成本高于投资收益

一面是逐年增长的对外金融资产，一面是对外负债的回报率远高于对外资产的收益率。5月30日，国家外汇管理局公布的2010年国际投资头寸表再次印证了这一看似悖逆的图景。

外管局统计显示，2010年末，我国对外金融资产41260亿美元，较上年末增长19%；对外金融负债23354亿美元，较上年末增长20%；对外金融净资产17907亿美元，较上年末增长19%。

值得注意的是，41260亿美元对外金融资产中，有29142亿美元是储备资产，占比70.6%；储备资产中主要是外汇储备，2010年末规模为28473亿美元，在对外金融资产中占比为69%。相比之下，23354亿美元的对外金融负债中，外国来华直接投资为14764亿美元，占比63.2%。

“我国对外负债的回报率，也就是负债成本，远高于对外资产的收益率，是最突出的问题。有学者和机构调查发现，外商在华投资年平均收益率在20%左右。但2002-2009年间中国外储投资的平均名义收益率5.72%，如果考虑到美元贬值和通货膨胀的影响，外汇储备投资的收益率将进一步大幅缩水。”社科院经济与政治研究所国际金融研究中心研究员张斌说。

穷人送饭富人吃

2010年数据表明我国对外资产负债结构依然严重扭曲，通过对外负债所形成的外汇储备占比高达39.45%。FDI是把资产给外商，把美元变成外汇储备。

外管局数据显示，在2010年末的对外金融资产中，对外直接投资3108亿美元，证券投资2571亿美元，其他投资6439亿美元，储备资产29142亿美元，分别占对外金融资产的7%、6%、16%和71%；在对外金融负债中，外国来华直接投资14764亿美元，证券投资2216亿美元，其他投资6373亿美元，分别占对外金融负债的63%、10%和27%。

“证券投资和其他投资两个项目的资产、负债存量大体相当，主要差在直接投资方面。2010年数据表明我国对外资产负债结构依然严重扭曲。FDI实际上是把资产给外商，把美元变成外汇储备。”对外经贸大学金融学院院长丁志杰指出，28473亿美元的外汇储备中仅有60.55%是我国的净债权，其它部分是通过对外负债所形成。

具体而言，由于外国来华直接投资、证券投资和其他投资三项负债之和与我国对外直接投资、证券投资和其它投资三项之和的差额为11235亿美元，而这一差额在我国现行的制度下都将转化成我国的外汇储备，因此通过对外负债所形成的外汇储备占比达到39.45%。

外管局去年开始在统计中将外商直接投资收益再投资计入外商直接投资，进一步放大上述差额。外管局30日还公布了2009年国际投资头寸表修订数据，主要是外国来华直接投资从此前公布的9974亿美元上调到13148亿美元，上调幅度接近32%。

丁志杰指出，今年4月1日公布的国际收支平衡表调整了2005-2009年外商直接投资数据，计入利润

再投资的话，各年分别增加 381、460、217、273 和 360 亿美元，由此累积负债增加 1691 亿美元，占此次 2009 年外商直接投资负债上调 3174 亿美元的一半，“大体没有统计上的明显瑕疵”。

除了 FDI 等带来的“负债性”外汇储备外，张斌指出，庞大的对外净资产主要来源是经常项目顺差。“对于中国这样人均资本存量低、人均收入不足 4000 美元的中低收入国家，保持庞大的经常项目顺差并积累对外净资产，好比是穷人送饭给富人吃。这是中美双方经济资源配置扭曲的结果，也是中国福利的重大损失。”张斌直言。

丁志杰还指出，2010 年中国“其他投资”项下负债 6373 亿美元，比 2009 年增加 1957 亿美元，增幅高达 44.3%。“为什么在外汇储备高达 3 万亿美元的国度里，机构和企业还要到外面借美元？这是不合理的，需要改变。”

外储“斯蒂格利茨怪圈”

高额的负债成本和低廉的投资收益形成了强烈的反差，中国因此蒙受巨大损失。

与我国对外资产和负债结构失衡相关的是，对外资产的低回报和对外负债的高收益率。

建设银行研究部高级经理赵庆明估计，我国储备资产的收益约为 3%-5%，外国直接投资在我国的收益即使保守估计也在 20%，“按此估算，2.9 万亿美元的储备资产年收益约 870 亿美元，1.47 万亿美元的外国直接投资的年收益为 2940 亿美元，差距大矣。”

张斌则通过研究发现，2002-2009 年期间，以进口商品和服务篮子衡量的中国外汇储备投资的平均真实收益率只有 1.25%，“高额的负债成本和低廉的投资收益形成了强烈的反差，中国因此蒙受巨大损失。”

以此观之，有分析人士指出，中国债权国地位是防御性的“官方债权国”（对外投资以储备资产为主要形式），而不是主动性的“私人债权国”（对外投资以直接投资为主体），中国因此陷入“斯蒂格利茨怪圈”，即新兴市场国家将贸易盈余转化为官方外汇储备，通过购买收益率很低的美国国债回流美国资本市场，美国再将资金投资在新兴市场获取高额回报。

实际上，我国近年来亦在加大直接投资力度。2010 年末，我国对外直接投资达 3108 亿美元，同比增长 26%，但与 14764 亿美元的外国来华直接投资相比仍然相差甚远。

中国高负债成本 与低投资收益失衡困局

“要解决对外资产回报远低于对外负债收益率的问题，一方面还是要加大中国对外直接投资。因为国际经验表明直接投资虽然风险更大，但长期而言收益率远高于固定收益证券投资，另一方面要对外商在华投资实行国民化待遇，对原来的一些税收方面等优惠政策要取消，促进外资企业和中资企业的公平竞争。”张斌表示。

但他认为，不管是对外资产和负债的总量还是结构问题，最根本的解决之道仍然是人民币汇率形成机制改革，“一是减少经常项目顺差和对外新增资产，尤其是减少外汇储备资产增长，进而减少对外净资产的快速增长；二是减少基于人民币单边升值预期的短期资本流入；三是放松人民币单边升值预期对私人部门海外投资的制约，扩大私人部门的海外投资。”

财 经 要 闻**央行今日发行 30 亿 1 年央票**

市场人士表示，尽管在央行连续两周的投放操作下，短期资金面出现了一定的好转，但考虑到银行月末考核与端午假期资金备付因素，央行本周可能继续维持资金净投放。本期 1 年期央票维持少量发行，基本符合这一判断。发行利率方面，由于发行量较低，一二级利率倒挂并不严重，预计 1 年期央票发行利率主动上行的可能性不大。（中国证券报）

吴晓灵：政策不会放松 7.5 万亿应是信贷底线

5 月 28 日，全国人大财经委员会副主任吴晓灵在出席“2011 中国金融理财师年会”时表示，考虑到经济只是出现了一定程度的放缓、通胀上升压力依然严峻，央行将不会放松货币政策。因此，不超过 7.5 万亿的信贷规模应该是底线。

吴晓灵认为，今年不超过 7.5 万亿元的信贷规模应该是底线，而 16% 的广义货币（M2）增长目标，相对于 4% 的通胀和 8% 的经济增速目标来说应该算是宽松而非紧缩。不过，由于要保证前两年开工项目的后续资金，而信贷投放规模又有所控制，一些生产企业特别是中小企业的资金显得额外紧张。在有限的资金当中，要在在建项目和企业生产，在大企业和中小企业的资金分布方面作适度调整。而为了转变经济增长方式，高耗能、高污染的企业需要下马。在这样的情况下，经济增速放缓是必然的结果。（每日经济新闻）

发改委：国内成品油比价偏低 炼化利润降 16.2%

国家发展和改革委员会再次对中国的炼油行业表示关切。5 月 30 日，国家发改委公布了《1-4 月份炼油行业运行情况》的报告。该报告称，今年一季度，炼油行业的亏损企业数量增加了 11%，亏损企业的亏损额约为 60 亿元，是去年同期的 4.4 倍。该报告同时预警到，“预计二季度国内油品供应形势仍不容乐观。”（国际金融报）

15 省市商业和工业用电价格将上调 居民电价不涨

据中央电视台新闻联播报道，6 月 1 日起，15 个省市的销售电价平均将上调 1 分 6 厘 7，此次调价仅限于商业和工业用电，不涉及居民用电。

上调电价的十五个省市分别是湖南、贵州、重庆、山东、山西、河北、陕西、甘肃、青海、河南、湖北、四川、江西、安徽、海南。6 月 1 日起，销售电价平均上调 1 分 6 厘 7，上网电价平均上调 2 分钱。据了解，此次调价只限于商业和工业供电，居民用电除外。

有关人士表示，此次调价是为了抑制不合理需求，同时减少电力企业大面积亏损，提高供电积极性。据了解，最近一段时间，因火电长期亏损，重庆、湖南、安徽等地出现拉闸限电，浙江、贵州、广东、湖南、江西等地实行错峰用电。从青海、湖北、湖南等传统缺煤省份，到山西、陕西、河南等产煤大省，都出现缺煤停机现象。（中国新闻网）

东吴动态

小基金公司投研团队样本：东吴 6 人组王炯是核心

2011 年 05 月 30 日 理财周报

成立于 2004 年的东吴基金，的确有点“晚熟”。错过的 2007 和 2009 年，对东吴基金不能说没有影响。假设，业绩很好的 2007 年能配合一两只新产品，或者 2008 年业绩继续上升时市场环境不是那么震荡下行，2009 年东吴基金能迅速转身，咬住业绩，东吴的成长步伐应该会再快些。直到 2010 年，东吴基金终于迎来了业绩和规模的双双绝地反击。

然后到了 2011 年，前半年的大蓝筹行情，又继续让东吴有点难受。今年的行情还剩一大半，面对空前复杂多变的市场特点，这匹黑马究竟会不会变成真正的白马呢？

更深入的问题，如今的环境下，中小型基金公司可以走得通的商业模式应该是怎样的？东吴给出了一个方案。

一切的重心，在于其投资团队。理财周报记者对整个团队的 6 位核心人物逐个进行了访问，他们是王炯、任壮、唐祝益、王少成、吴圣涛、朱昆鹏。

投研核心王炯

作为投资总监，王炯是东吴投研团队中毫无争议的核心。亦是东吴基金最为人所知的明星基金经理。她自东吴基金成立起便在东吴，当初第一只基金发行时，东吴全体员工总动员，就连如今的投资总监王炯，当初也曾亲自上阵喝酒。可以说，王炯见证了东吴基金的不断成熟。

投资出身的总裁徐建平发掘了王炯的潜力，在徐建平看来，王炯很早就体现出思考问题深入，看问题有自己的见解等特点。于是王炯在东吴以研究员作为起点，到基金经理助理、基金经理、部门副总、投资副总监，2008 年成为投资总监。四年时间，从研究员到业内明星基金经理，成为东吴的投资总监。

如今，王炯在大消费领域已经形成了自己的特色。用王少成的话来说，王炯在消费、成长股的选择上比较有经验，包括行业的周期判断，都是比较独到的。如果她看好一个消费股，基本上东吴其他基金经理都会比较重视，虽然不一定能认同。

如今成为业内明星，业内人士认可其能力的同时，不少同行亦质疑“现在王炯是东吴的支柱，要是王炯走了怎么办？业内人才短缺，不少公司在找投资总监，挖角的肯定不少。”

“投资总监不过是比较资深的基金经理而已，对我而言，不算什么。既然选择了东吴，就希望能通过自己的努力促进公司的长远发展。现在，我希望自己能做好基金经理的有力的支持后盾。”王炯对记者强调说，她并没有什么控制欲，市场面前人人平等，没有权威，只有市场能验证对错，时间能验证判断。

从去年开始，王炯已经有意识地淡化个人影响，更加鼓励投资团队百花齐放，作为投资总监，她更多的工作在于为团队争取政策、资源，负责人才引进，组织团队交流，为投资搭好平台。

这也是 2009 年的错失带来的反思之一。如今谈及 2009 年整体业绩不佳，王炯坦言是由于在流动性推

动的行情下，自己谨慎的风格相对保守，有些拘泥于从企业基本面出发。而且当时不论是基金产品，还是基金经理，相对都比较少，因此整个团队受她个人风格的影响较大。

再加上大浪淘沙，2009 年东吴旗下的基金经理一度曾只剩下王炯和任壮，痛定思痛，王炯决心再造投研团队，如今东吴的投资团队，便是成型于 2009 年。

和她一起从困难时期一路走到现在的，便是如今东吴基金投资二号人物任壮。作为东吴投资团队的老成员，无论是徐建平或是王炯，都对任壮非常地器重。

业绩、规模双管齐下的任壮

任壮 2007 年加入东吴基金。加入东吴之前，他曾在银行工作数十年，不甘于接受一眼能看到十年后的生活，跳槽到卖方做研究员，主要研究银行及地产。和王炯一样，任壮的投资生涯也是从东吴开始的。

所以当记者问他是否会跳槽的时候，他回答：“你没发现我每次工作经历都是在一个地方待很长时间吗？”

任壮直言一开始是被徐建平吸引而来。“平心而论，我工作经历比较丰富，也接触过很多不同风格的领导，当时我选择来东吴，主要是十分认可东吴的管理风格和投研氛围，投资是很专业很特殊的行业，特别需要包容性。”任壮，正是一个快言快语的个性之人。

这位豪爽的东北汉子始终坚守在东吴。坚守的原因是他相信两个人，一个还是徐建平，另外一个就是王炯。

“这两个人在公司，能够对投研团队有比较好的支持，又能给整个团队一个宽松的范围。这是我最看重的。我以前给王炯当过助理。她是完全从业务、研究、投资的角度来看问题的，她不会因为你的观点和她不一致而鄙视你，所以说他们两个都是比较包容别人，比较认同你有不同的研究观点和风格，我就有自己的生存环境。”

任壮的风格在东吴也算异类，由于在银行有丰富的工作经验，在卖方又研究过银行、地产行业，所以他在周期股方面颇具心得。用徐建平的话说：“任壮涨得时候涨得快，市场普遍下跌时也会跌得稍微多一点，但是他能抓住每个上涨大周期，能为投资者赚到钱。”

如今他是东吴基金旗下最受个人投资者欢迎的基金经理，其管理的基金产品东吴行业规模从 2009 年年初的 9 亿左右，到如今最高的时候接近 40 个亿。

这不是运气也不是偶然，这和他一直习惯比别人想多一点有关。

“两只基金，一只涨的时候涨得多，但跌的时候也多，一只跌的时候跌得少，涨的时候也涨得少，你选哪只买？”这是他提出的问题。

投资者买基金不是为了亏的少，而是为了赚的多。这是他最终得出的结论。而与之相关的心得，还包括：市场下跌的时候，跌得快，投资者不会赎回，只要他了解你，知道你涨起来涨得快，他反而会去抄底，但是如果市场涨的时候你涨得比别人慢，那么你最终的结果只有被赎回。

“从去年开始到现在，整个基金行业面临着净赎回的市场环境。这种情况下能做到净申购的公司并不

多，我认为基本上分为两类，一类是如华夏、嘉实等具有整体的实力、业绩及品牌的，另外一类就是尽管规模不大，但产品风格相对比较鲜明的。”

2009 年的纠结与转身，团队成形

2009 年，对王炯来说，既是最困难的时候，也是最关键的时候。说困难，是因为这一年里要重建团队，需要耗费大量的精力，还要带领团队成员之间互相磨合、适应；说关键，是因为尽管重建工作不容易，好在心血没有白费。

如今的东吴投研团队，基本上成形于王炯 2008 年担任投资总监之后。“要像选股一样去选人”，是王炯组建团队时候的思路，她从知识结构、行业经验、性格品德、风险控制能力等各个方面进行考察，终于挑选培养成了今天的东吴投研团队。

2008 年 11 月，朱昆鹏由国金证券专户跳槽至东吴。朱昆鹏与王炯在 2005 年调研时相识，两个人在投资方面比较有共同语言，由此经常交流。但是挖朱昆鹏来东吴，两人整整谈了一年有余。那时的朱昆鹏，已经颇有名气，曾担任云南国际信托资产管理部副总经理，其管理的中国龙进取在 2007 年曾取得 184.72% 的回报，这一业绩和同期的公募基金相比，仅次于华夏大盘、中邮核心优选和易方达深证 100。因此，当时对朱昆鹏来说，跳槽到东吴基金这家小型基金公司，的确有比较大的机会成本，收入会减少，更不用说各种将来的不确定性。

但凭着对王炯投资理念与为人风格的了解和认可，朱昆鹏最终来到了东吴基金。虽然投资大逻辑上朱昆鹏和王炯共识比较多，但是在具体操作上，朱昆鹏会比王炯更加灵活一点，会跟随市场去调整，而王炯，一旦看好便非常坚定。

2009 年，吴圣涛离开华富基金并加入东吴，王少成由信诚基金加入东吴。当时，吴圣涛已经有七年的投资经验，王少成也有着六年的投资经验。

吴圣涛的投资理念在老东家华富基金的平台上面临了一些挑战，他更希望自己的投资理念能和产品有比较高的契合度，发挥自己选股方面的特色，在和徐建平、王炯聊过之后，双方一拍即合。

吴圣涛换手率是东吴基金最低的，相对于王炯、朱昆鹏更加侧重医疗、消费行业不同，吴圣涛在行业配置方面更加均衡。但是在各行业内，他仍然坚持公司创造价值，注重长期投资。去年以来，吴圣涛的业绩波动率在东吴基金也是最低的。

王少成亦和王炯早在 2003、2004 年间就已熟识，可以说他从一开始做投资就与王炯相识，并在共同沟通探讨中一路走来。之所以到东吴来，主要是在投资的思路想法互相已经非常认可，东吴投资文化比较宽松、自由，内部环境相对简单。而且只要做出成绩，上升路径比较明确。

唐祝益在来东吴基金之前在海通工作了六年，做过策略研究，后来到海通资产管理部做投资，管过专户也管过集合资产管理计划。寻找成长性带来的超额收益是唐祝益一直坚持的投资方向，这一点与团队不谋而合，而宽松自由的投研环境，也是天秤座的唐祝益所向往的。

多数基金公司普遍面临着人才流动较频繁的现状，然而自 2009 年团队重建之后东吴投资团队却一直很

稳定。

支撑其团队稳定性的，除了每个基金经理都对东吴宽容的投资文化的认可外，吴圣涛的一席话也非常客观地给出了稳定的理由：“基金经理看重的不仅是收入，更多地是希望能有一个好的平台，去管理实现一只在相对长时期内具有良好业绩的产品，去实践自己的投资理念和人生价值，获得市场对自己长期水平的认可和包容。”

或者如任壮所说的，如今东吴基金正在上升通道上，对此，大家抱有憧憬。

立足于可复制的成长股模式

2009年，团队重建初步成型，观其基金经理投资风格，除任壮外管理的东吴行业轮动外，选择成长股，基本上是东吴投资团队的核心策略。

这两者结合起来，东吴基金在2010年收获颇丰。尽管今年以来市场走出的是大蓝筹行情，公司业绩不算突出，对此，王炯认为，中国未来的经济发展和转型如何演绎，市场的确很难达到一致的预期，所以市场难以出现持续的强劲上升行情，而是呈现震荡和结构性特征。“对于市场和业绩的短期调整，我们并不畏惧”，王炯对此的看法平和而坚定。

同时她补充道，未来市场可能是成长股和价值股交替上升，不可能什么机会都把握住，能够抓住成长股的机会的话，收益肯定也是很好的。

更重要的是，在王炯看来，成长股投资是一个可复制的商业模式。

“任何一种行为都有一个商业模式，投资也是一样，所以我们在意的是成功模式可不可以复制，在成长股的投资里面，我认为成长股的投资模式是可以复制的。股价上涨背后的逻辑是随着上市公司业绩，企业价值的增长，你的资产也随之增长，从而分享到所投资公司业绩高速增长带来的财富增值。所以我们比较立足于对行业内超预期公司的把握。而对系统风险的判断，可能在某段时间是对的，但是很难每次都对。”

中长期来看，还是看好消费类和新兴产业的发展。经济结构调整的大方向应该不会改变，回调只是暂时的波折。成长股的成功模式可复制性比较强，是延续基金取得超额收益的重要来源，这是她一直坚持的。

客观来讲，这也是基于东吴现有规模和平台最适合的商业模式。

理 财 花 絮

震荡寻底 基金投资宜以静制动

上周 A 股市场再次大跌，机构普遍观点认为市场在短期内仍难于乐观，并且通胀形势堪忧。而就近期基金投资策略而言，专家认为投资者宜在保持组合风格相对均衡的情况下，以静制动。

短期市场难以乐观

受资金面、经济下滑担忧以及南方旱灾进而引发的通胀高企的担忧等多重利空消息的影响下，上周 A 股市场出现较大下跌。德圣基金研究中心认为，致使本轮市场下跌是由于多重利空因素的叠加的结果。资金面上，流动性持续紧缩，7 日债券回购利率连续两周超预期快速上涨直冲 5%，显示资金面紧张态势。基本面来看，经济增速放缓。继 4 月份 PMI 出现“反季节”回落之后，汇丰 5 月 23 日公布的数据显示，中国制造业 PMI 预览指数在 5 月份降至 51.1%，为去年 7 月份以来的最低水平，这也基本上再次确认了当前经济增速放缓的格局；而且南方旱灾以及近期的电荒直接影响国内通胀预期，而且输入性通胀加大了政策面的不确定性。目前市场正处于政策从紧和经济增速回落的叠加期，预计市场在短期内仍难于乐观。

通胀调控形势堪忧

建信基金表示，今年下半年 CPI 能否得到控制，主要取决于两方面的因素。其一是在新的时间点政策面上是否能够延续之前的状态；其二是大宗商品的价格是否还将在高位徘徊，或者说未来是否还有一个跳跃式的上升。如果调控政策后期的力度不会加大，那么下一阶段的经济增长可能会继续保持平缓的状态，通胀压力也有望如预期在三季度达到某一高点后下落。政策调控大幅超预期的可能性较低，经济也处于平稳发展之中，这为 A 股市场提供了一个“底”。

大摩华鑫认为，当前市场受多重因素压制表现不佳，但下半年行情或比上半年乐观。政策面上，目前通胀压力依旧，政府的调控方向并未有变化，市场担心紧缩会过度，导致经济增速持续下滑。资金面上，在紧缩政策下，流动性缩减，新股发行、上市公司再融资等，都使资金面承受了一定压力。基本面上，4 月份 PMI 数据已经开始调头，原材料、资金成本、人力成本上升正在侵蚀企业的盈利，市场担心会出现“戴维斯双杀”。不过，下半年行情或比上半年乐观。一旦这些影响市场的负面因素有所减少，风险得到释放，股市可能会迎来一个新的向上的周期。而且，从更长时间来看，伴随着城镇化进程和经济向内需主导转型，中国经济的发展前景是比较乐观的。诺安基金认为 A 股市场投资者对通胀预期不应过度悲观。A 股市场进一步调整，投资机会也逐渐来临。2011 年通胀压力牵动 A 股市场投资者的神经。由于通胀压力挥之不去，A 股市场自 4 月中旬以来持续调整。但无论是干旱还是电荒，均属于供给冲击导致的通胀预期。供给冲击导致的通胀会有短期效应，不构成中长期趋势。应对此类型的通胀，收紧货币政策于事无补，只能扩大供给来缓解通胀压力。从国内宏观形势来看，经济增长和货币供应均开始回落，通胀同比高峰值会在第二季度出现。2011 年下半年通胀同比增速将逐渐回落。目前市场的通胀预期由供给冲击导致，不改变中长期趋势。因此对通胀预期不应过度悲观。A 股市场进一步调整，投资机会也逐渐来临。

热点聚焦

6月A股谨防“暗箭”

涨价有新苗头

在猪肉价格上涨、南方大旱、电荒传闻等因素影响下，市场对于通胀的忧虑再度被推升。此前，市场对6月份CPI见顶有了比较一致的预期，然而这些“新情况”却让分析师的观点产生了分歧。

国金证券财富管理中心分析师冯灏认为，目前通胀处于高位，并且出现新涨价因素：近期食用农产品价格小幅上涨。其中，粮食涨幅略微扩大，肉类上涨幅度较大，并且蛋类与水产品止跌转升，蔬菜跌幅缩小。

“从近几周的数据走势与4月对比来看，4月指数逐周下降，而5月开始反弹。”冯灏预计，“5月非食品的价格比历史平均略高，至0.1%—0.2%。CPI增幅有可能上升至5.3%—5.4%。”

然而，光大证券[14.18 0.85% 股吧]分析师李燕飞则坚定认为，近期CPI的高点会出现在6月份。李燕飞表示：“猪价同比涨幅的高点很可能出现在6月份。另一方面，根据中国气象局的监测，旱情在最近两周已有缓解。因此，目前还不担心旱情会对整体通胀形势造成重大影响。”

业内人士指出，5月的CPI数据非常关键，这意味着货币政策是否会“加码”或者“减码”，对市场的表现也是至关重要的。但最近出现的涨价“新苗头”却令市场预期并不乐观。

流动性难转向

考虑到通胀问题有了新的不确定因素，政策短期内出现转向的愿望就更难实现了。

就政策趋向而言，冯灏认为，央行目前仍维持年初制定的政策基调，控制物价是首要目标。“政策难以大幅松动，最有可能的情形是微调，体现在节奏性放松、结构性放松，包括密集的紧缩出现节奏放缓，以保障房为代表的政府投资加大推进力度。”考虑到7—8月份高层会到各地进行调研摸底，制定下半年的政策基调，因此市场谨慎观望情绪可能更加浓重。

国联证券分析师张鹏表示，经过连续的上调存准率等措施，银行间市场利率再度上行，显示流动性紧张情况再度抬头。不同于去年11月的表现，上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）并不完全是在月末账期或存准率缴款日出现脉冲式变化，而是呈现一个不断提高底部的攀升过程。

“考虑到6月可能开始的存贷指标每日监测，流动性紧张状况可能将更趋严厉。”张鹏表示，“如果2010年11月出现的资金紧张更多带有心理冲击效应，随之缓解而能形成较大级别反弹的话，那么目前表现出来的资金态势意味着反弹的力度将大不如前。”

明日，A股市场即将告别“悲催”的5月，进入第二季度最后一个月份。尽管此前不少市场人士预计，打压股指表现的CPI数据将于6月份见顶，但指数的弱势格局却难言结束。随着一些新因素的产生，6月的市场又是另一番暗流汹涌，投资者须警惕来自通胀、政策、流动性等多方面的“暗箭”

维持弱势格局

鉴于目前宏观经济的不确定性仍然较多，市场人士认为，A 股的震荡寻底可能将延续至第三季度前期。在“承上启下”的 6 月，指数将更多表现为弱市格局。

“目前的经济环境和流动性条件既不支持市场反转，也不支持较大级别的反弹。”张鹏认为，“受到经济基本面和流动性的双重制约，第二季度至第三季度前期，A 股市场将会延续震荡寻底、反弹动能不断消耗的过程。在出现显著见底和反转信号前，市场反弹的力度将不断趋弱。”

冯灏认为，宏观经济放缓的大背景下，企业盈利将下滑，决定了指数向下寻底的格局。总体判断，6 月份指数有望寻底，整体下跌空间有限，并维持弱势格局，但制造业和中上游资源品面临结构性风险。国金证券认为，市场在 2600 点—2700 点之间估值将处于底部区域，有望给市场提供支撑。

而国联证券认为，6 月初市场在继续小幅探底后有望走出小级别的反弹行情，但反弹尚不能改变大盘的弱势调整，反弹力度和空间较为有限，因此建议投资者在反弹过程中控制仓位。

机构观点

广发证券：6 月可能是筑底酝酿机会的过程

6 月份可能是基本面的艰难时期：（1）汇丰 PMI 创下 10 个月来新低，由于官方 PMI 具有较明显的季节性，5、6 月份继续下滑的可能性较大；（2）干旱进一步扩大，虽然我们认为干旱和通胀没有必然联系，但短期中很可能推高通胀预期；商务部农产品各类价格指数环比大部分仍然继续上涨，肉类涨幅明显；猪肉价格通过基数效应将对 CPI 产生显著贡献。（3）对经济下滑的担忧可能导致经济增速下调（如高盛已下调），并进一步导致业绩增速的下调。（4）流动性方面，近期数据美强欧弱，欧债危机和美国量化宽松逐步推出背景下，美元继续走强可能性较大，外部流动性趋弱；日均贷存比考核压力，信贷和 M2 增速以稳定为主，难有大幅好转；银行间流动性在调控累积效应下已较为紧张，如果再度上调准备金率或利率引起资金价格大幅上升；市场流动性，国际版推出分流担忧较强。

投资策略

但我们对 6 月份的市场并没有那么悲观，反而可能是筑底酝酿机会的过程。市场估值已接近底部，具备中长期的投资价值。建议延续低估值的配置思路，配置金融、地产；交通运输；食品饮料、家电（白电龙头）和商业贸易。激进的投资者，可关注煤炭。

(本页无正文)

免责声明：本报告中的信息均来自公开资料，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告及这些信息所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本报告中的观点亦仅为参考不必然代表东吴基金管理有限公司或者其他关联机构的正式观点。

基金有风险，投资需谨慎。所有基金绩效之信息，均为过去绩效，不代表对未来的绩效预测。

欢迎访问东吴基金公司网站：www.scfund.com.cn，客服热线：400-821-0588（免长途话费）021-50509666。