

### 今日关注

- 五月 CPI 料创新高 市场预期本周末加息可能性大

### 财经要闻

- 旱区及时雨纾缓物价上涨压力
- 节前一周资金净流出仅 13 亿 银行板块净流出 11.6 亿元
- 今年 82 只新基金募资近 1500 亿
- 美失业率攀升试探股市底部 标普指数守住支撑位

### 东吴动态

- 东吴中证基金：新兴产业板块或现机会

### 理财花絮

- 持有可转债 攻守合一

### 热点聚焦

- 端午后 A 股静待变盘

### 机构观点

- 申银万国：底部特征凸显，可以更积极

### 旗下基金净值表

2011-06-03

基金名称	最新	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.8057	2.5257	1.77%
东吴动力	1.2379	1.8179	1.32%
东吴轮动	1.0532	1.1332	0.84%
东吴优信 A	0.9959	1.0079	0.14%
东吴优信 C	0.9885	1.0005	0.13%
东吴策略	1.0829	1.0829	1.44%
东吴新经济	1.0490	1.0490	1.55%
东吴新创业	1.0160	1.0760	1.20%
东吴中证新兴	0.8930	0.8930	1.48%

基金名称	每万份收益	7 日年化收益
东吴货币 A	0.9599	3.4230%
东吴货币 B	1.0268	3.6730%

### 主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证指数	2728.02	0.84%
深证成指	11642.40	1.18%
沪深 300	2986.35	1.04%
香港恒生指数	22949.60	-1.31%
标普 500 指数	1286.17	-1.08%
道琼斯指数	12090.00	-0.50%
纳斯达克指数	2702.56	-1.11%

## 今日关注

## 五月 CPI 料创新高 市场预期本周末加息可能性大

6月14日，国家统计局将公布5月份经济数据，届时包括CPI、投资和消费等在内的重要经济数据将被披露。在此前的6月10日，海关总署将发布5月份进出口数据。按照惯例，在每月的12日前后，央行也将公布上一月的金融数据。

尽管已公布的5月份PMI数据显示，各分项指数均有所回落预示通胀压力减轻，但机构对5月份的CPI数据仍较为恐惧，WIND统计的25家机构的预测均值达5.4%，更有不少机构预期CPI有望达到5.5%，刷新34个月以来新高。分析师预期，本周末央行或将加息25个基点，在下周数据公布后将提高存款准备金率50个基点。

经济学家认为，由于下半年公开市场到期资金量锐减，此前每月一次的准备金率调整节奏将明显放缓。但对于利率工具的强度，机构之间存在一定分歧。有机构认为，在6、7月份加息1次以后，后续的政策取向将更灵活。但也有机构预期，6月份CPI将超过6%，在6月份加息25个基点后，3季度还将加息一次。

## 数据

## CPI 或创新高 加息压力增大

“受长江中下游地区干旱影响，5月份食用农产品价格开始结束小幅回落的过程，重回小幅上涨。同时非食品价格仍维持高位，我们初步判断5月份CPI同比涨幅将可能达到5.5%，创出年内新高。”交行金研中心高级宏观分析师唐建伟接受《经济参考报》记者采访时表示。

银河证券预测，5月份的翘尾因素为5.4左右，经测算5月份新涨价因素维持稳定，因此，5月份CPI同比增长5.4个百分点左右。考虑到非食品新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，以及考虑到统计局与其他部门统计数据可能存在的误差，预计新增因素影响范围为-0.1至0.1个百分点，从而CPI的同比波动区间值为5.3%至5.5%。

银河证券首席经济学家潘向东表示，由于政策的累积效应和食品价格季节性因素的影响，CPI的环比已经开始出现回落，预计二季度，经济增长环比和物价环比均将处于回落之中。可是由于翘尾因素的影响，GDP增长的同比和CPI同比的变化并不会显现。预计二季度全季度的CPI同比仍将维持在5.0至5.5之间。

银行证券判断，物价运行在全年将呈现“前高后不低”的态势。在政策持续不变的条件下，随着二季度环比增速的下降，那么三季度的翘尾因素对CPI同比的影响将会显现，从而使CPI同比增速在第三季度缓慢下降，预计三季度全季CPI同比增速将下降到4.5至5.0左右。在四季度，尽管翘尾的影响会延续三季度的弱趋势，但由于新涨价因素的回升，同时，由于季节性因素在下半年会推高真实CPI运行效果，第四季度CPI同比将依然在高位运行。

## 增长

## 经济增速回落 主动调整所致

上周(6月1日)公布的PMI指数为52%，环比下降0.9个百分点，好于市场预期。此前以中小企业为样本的汇丰PMI指数为51.6%，环比继续下降。从各分项指标看，购进价格指数、现有订货、原材料库存和新订单指数降幅较大，其中购进价格指数下降5.9个百分点。

“5月份PMI小幅走低，但仍处于扩张区间。5月份PMI较4月下降0.9个百分点至52.0%，延续了4月份开始的下降趋势，并开启了5至7月该指数季节性持续走低的进程。然而，5月份PMI不但高于市场之前所预期的51.6%，且其下降幅度明显小于历史平均值，说明总需求继续着宏观调控政策目标回落，但经济基本面依然良好，制造业仍维持扩张态势。”中金公司首席经济学家彭文生判断，PMI未来两月跌破50的可能性不大。如果PMI在未来两个月维持过去6年的平均下降速率，则6月为50.9，7月为49.7；但由于原材料购进价格回落能够有效抑制内需决定的新订单的过快下跌，未来两月PMI回落可能延续5月份降幅收窄的态势，则跌破50的可能性虽然存在，但并不显著。

但也有经济学家认为，5月份PMI回落幅度加大，显示企业去库存调整可能处于加速态势，要关注“紧缩加时赛”延时带来的“政策超调”风险。

华创证券分析师高利表示，5月新订单指数为52.1%，比上月回落1.7个百分点，降至2010年8月以来的最低值。与此同时积压订单指数持续回落至47.7%。新订单指数持续降低，显示紧缩政策对实体经济的影响将由供给端切换至需求端，这将使得4月“终端需求看似繁荣，生产实则出现回落”的背离趋势逐步弥合，即伴随生产的回落，需求可能随之逐步回落。

华创证券认为，考虑到本月购进价格指数大幅回落5.9个百分点，为十个月以来的单月最大降幅，这预示着PPI的环比回落态势将加速，因此随着PPI见顶回落趋势的强化，企业去库存的速度将同步加快，这将导致企业生产活动的进一步趋缓。

而且，5月份，PMI从业人员指数下降0.9个百分点，回落至50.9%。自年初以来，PMI从业人员指数出现大幅波动，显示摩擦性失业的问题可能加剧。持续性的紧缩性政策加剧了小企业的生存压力，于此同时大中型企业运行相对平稳。因此一系列宏观政策导致了企业整合的加速。从业人员面临从小企业向大中型企业的结构性转移过程。

## 预测

### 紧缩政策起效 短期内不紧不松

虽然经济增速已经显露回落势头，但经济学家认为，目前的经济减速，正是2010年以来政策持续紧缩逐渐显效所带来的，符合政策调控预期和需要。短期内，政策固然没有必要继续大力抽紧，但却也不需要放松，更需要的是“继续保持中性，巩固调控效果”。

兴业银行资深经济学家鲁政委对《经济参考报》记者说，当前经济可能正进入到一种不温不火的“平台期”。这种变化意味着，前期的紧缩政策正在收到成效，未来经济可能温和减速，这将为未来1至2个季度内通胀的回落奠定基础，中国经济由此将可避免“滞胀”。他认为，未来政策也仍需要继续保持中性，如果这样，就不会出现“硬着陆”。预计在6月份仍然存在继续上调1次准备金率的可能；在6月或7月，

仍然可能继续加息。

政策紧缩的成效也显示在年初来信贷的平稳增长上，鲁政委表示，今年各家银行对信贷额度的管控更为严格，因此，信贷额度成为决定新增信贷量的最重要因素。从 1 至 4 月的新增信贷情况来看，今年各月新增信贷额度低于去年同期实际新增量的可能性更大。另外，从 4 月开始，票据融资市场出现反转迹象，这可能有利于信贷规模的扩张。预计 5 月信贷投放可能在 5500 亿至 7000 亿，中值 6250 亿；信贷增速回落至 17.0%至 17.4%的区间内，中值 17.2%。

记者查阅的机构研究报告显示，机构普遍预期 5 月份信贷同比将回落，最高的预测值为 7000 亿元，中金公司的预期最低，仅有 4500 亿元，预期 M 2 同比增速回落至 15%以下。

申银万国判断，在通胀明显回落之前，储备经济出现硬着陆迹象，宏观政策将继续保持偏紧基点。虽然该机构新近将全年 CPI 预期上调 0.4 个百分点至 4.95，但申银万国认为，未来有 1 次加息，存款基准利率将上调至 3.5%，时间窗在 6、7 月。

高利认为，“稳健”与“灵活”之间转换的时点将主要参考 CPI 见顶回落的时点。站在决策者的角度思考，虽然 PMI 已持续回落，中小企业面临的资金压力等结构性风险正在累积，防超调的难度不断加大，然而如果 CPI 在 6、7 月份 CPI 达到峰值，那么在此之前，通胀仍将是第一要务，政策仍将强调稳健和审慎多一点，此后，则会强调积极和灵活多一点。

但是，也有机构判断，宏观政策短期内不会面临放松压力。中金公司认为，由于食品和非食品价格近期均面临的反季节上涨压力，6 月份 CPI 有可能创出本轮通胀新高，三季度 CPI 也将维持在 5%左右的较高水平。货币政策短期内非但不存在放松的基础，反而面临进一步紧缩的可能性。中金维持 6 月份将加息一次的判断，并认为三季度将再加息一次，央行会继续使用包括存款准备金率在内的数量型工具控制货币和信贷增速，人民币升值的幅度也将逐渐增加，从紧的货币政策至少将持续到三季度末。

## 财经要闻

### 旱区及时雨纾缓物价上涨压力

近一个时期以来，全国多个省区持续干旱，数千万亩耕地受旱，水产养殖遭受损失，一些地方出现人畜饮水困难。持续干旱，导致市场对夏粮减产并最终推高粮价的担忧强烈，专家预计消费者价格指数(CPI)涨幅可能再创新高。而 6 月 3 日以来，长江中下游地区遭遇一场持续的强降雨，不仅缓解了旱情，也在一定程度上缓解了 CPI 上涨的压力。有专家预期，今年 5 月 CPI 涨幅或超过 3 月份的 5.4%再创年内新高，而全年 CPI 将无明显回落态势，CPI 上涨超 5%将成为大概率事件。海通证券预测，5 月份和 6 月份的 CPI 涨幅分别将达 5.5%、5.9%，中金公司甚至预计 6 月 CPI 有可能“破六”。在通胀预期增强的情况下，央行加息也似箭在弦上。（证券时报）

## 节前一周资金净流出仅 13 亿 银行板块净流出 11.6 亿元

上周股指低位震荡，在端午假期之前，市场选择谨慎对待，可以看到的是主力资金对于后市看法仍旧不一，2700 点关口争夺较为激烈。大智慧(601519,股吧)超赢数据显示，上周大盘资金净流出 13 亿元，做空动力明显减弱，其中周三、周五资金呈现净流入态势，分别净流入 20 亿元和 25 亿元。由于 6 月 1 日银行放贷窗口重新开启，上周市场资金再度呈现充裕局面。外加央行上周仅发行 410 亿元央票，加上到期释放的 1220 亿元，上周顺利实现货币净投放 810 亿元，短期的资金流动性充裕，再度带给市场活力，尤其是部分小市值个股，终得资金抢反弹关照。(上海证券报)

## 今年 82 只新基金募资近 1500 亿

据 Wind 资讯统计显示，截至 6 月 3 日，今年共有 82 只新基金成立(A\B 类型合并计算)，首发募集资金 1468.06 亿元，平均单只新基金首发募资规模为 17.9 亿元。而去年同期仅有 36 只新基金成立，首发募资规模 773.75 亿元，平均单只新基金首发募资规模为 21.49 亿元。与去年相比，今年新基金发行数量激增，但单只新基金首发募资规模却有所下滑。(证券时报)

## 美失业率攀升试探股市底部 标普指数守住支撑位

最新公布的美国非农就业数据表现欠佳，美股再度下跌毫无悬念，然后市场显示出一些跌不下去的迹象：标准普尔 500 指数 3 日收在 1300 点上方，超越 4 月份 1295 点的低点，构成近期强劲的支撑位。有部分分析师认为，美三大股指将在近期企稳，因为股市现在对“坏消息”已经逐渐消化。(上海证券报)

## 东吴动态

### 东吴中证基金：新兴产业板块或现机会

2011 年 05 月 31 日 上海证券报

东吴中证新兴指数基金经理王少成日前在分析后市机会时表示，A 股市场的风格转换已进入中后段，在国内中期宏观层面的风险性因素释放完毕后，市场有望逐步聚焦经济结构调整相关行业中长期投资机会，新兴产业相关行业板块有望出现系统性的上升机会。

对于目前市场上普遍关心的经济增长问题，王少成则表示无近忧，有远虑。“在这样的背景下，前期市场一致性看好的银行等周期性板块，预计难以持续形成向上的合力，周期板块投资驱动力在消退，成长股投资驱动力在增加。”

对于新兴产业和大消费前期的回调，王少成认为这仅仅是长期上升趋势中的短期调整阶段。年初以来的市场风格转换，一方面是货币政策从针对地产的结构性收紧转向全面收紧的背景下，板块间估值修复的一种表现；另一方面也受到板块盈利增速的相对变化的驱动，主要是周期类板块盈利增速较高。王少成认为，一季度以来的风格转换目前已经进入中后段，在宏观层面的风险性因素释放完毕后，市场有望逐步聚焦经济结构调整相关行业中长期投资机会，新兴产业相关的行业板块有望出现系统性的上升机会。

## 理财花絮

## 持有可转债 攻守合一

第二次世界大战中的敦刻尔克撤退堪称历史上最大规模的军事撤退行动。34 万盟军撤离，为日后的反攻保存了大量的有生力量。

一时的失利退却并不可怕，关键是你能否保全实力在防守中等待机会。投资亦如置身没有硝烟的战场，唯能攻善守者才能成为长久的胜利者。可转债正是投资战场上攻守兼备、攻守合一的佼佼者。

债性和股性兼具使得可转债无论在股市、债市的牛市或者熊市都能从容自如。可转债可看作债券和看涨期权的集合体，在股市低迷的时候，可转换债券的债券属性更明显，防守严密；而一旦股市大幅上涨，可转债的收益甚至可与普通股票相媲美，进攻有力。

可转债投资最大的特点就是上不封顶、下有保底，也就是进可攻退可守。2006、2007 年股票市场大幅上涨，转债指数也跟随其上涨 315%，体现了可转债当仁不让的“进可攻”之特性。而 2008 年股票跌到 2500 点以下时，可转债由于有保底价值，转债的价格基本企稳。在这个阶段，投资者可以获得本金保护和利息收入，此时转债的价值主要以债券价值为主，相对股票市场来说会有一个相对收益，其“退可守”的特性显露无遗。

可转债能在熊市的溃败中实现敦刻尔克撤退，保存实力，也能让投资者在牛市来临时实现诺曼底登陆的痛快大反攻。在当前通胀形势悬而未决、宏观政策持续收紧的背景下，今年以来股市、债市都未能出现明显的趋势性行情。进退两难之中，“下跌有界、涨不封顶”的可转债是不错的投资选择。

## 热点聚焦

## 端午后 A 股静待变盘

今日是端午小长假后的第一个交易日，在加息传闻的影响下，市场此前已经出现了较大幅度的回调，因此，业内人士认为，本周 A 股超跌反弹的概率较大，但中长线看，政策的走向决定市场能否延续反弹变盘窗口打开？

从近年来端午节后的 A 股市场表现来看，端午节几乎成为了 A 股酝酿盘变的重要时间窗口。2008 年端午节后，A 股展开了一轮暴跌，6 月 10 日更是创下当年熊市中单日最大跌幅。2009 年端午节后，上证综指跳空高开，掀起牛市第二轮上涨行情。2010 年端午节后，A 股在成交量萎缩的情况下一路探底，随着农行 IPO 价格区间的确定，A 股再度破位。

今年端午节全国上下都在为高企的通胀所烦恼，此时，管理层的调控政策便成为决定市场走向的最关键因素。

“端午节后，管理层下半年的调控方向会越来越明晰，外加一些上市公司的半年报也将逐步揭晓，因此端午节便很可能成为一个很重要的盘变窗口。”上海一家私募基金投资经理向本报记者指出，“不出意外，

下半年 A 股将逐步走出阴霾。”

国金证券财富管理中心分析师张永锋在接受《国际金融报》记者采访时指出，“此前市场一直在揣测端午节央行会加息，如果央行加息一旦得到确定，那么市场会因为利空出尽而反弹。”

#### 等待政策变奏

“端午小长假结束后的第一周，市场超跌反弹的概率较大，但市场中长期走势还要看政策面的变化。”张永锋指出，“从多方面情况来看，经济工作的重心可能会转移到保增长上去。”

张永锋指出，受前期密集的调控政策影响，一些上市公司的业绩已经出现不同程度的下滑，资本市场的反应是一些高价股出现了不同程度的下滑。端午节连续降雨，国家前期密集调控，高企的通胀数据会在下半年逐步回落，这些都给政策转移至保增长的轨道上提供了有利的条件。

调查结果显示，在给出利率预测的 16 家机构中，预测 6 月内加息的机构多达 13 家，加息幅度为 25 个基点，届时一年期存贷款基准利率将分别达到 3.50%和 6.56%。但多位经济学家认为，下半年政策调控的幅度会逐步减弱。

招商证券首席经济学家丁安华预计年内最多加息一次，可能在 6 月份，但存在继续上调存款准备金率的可能。

交通银行首席经济学家连平认为，主要考虑到五六月份物价涨幅可能再创新高，利率可能小幅调高以缓解负实际利率状态，管理通胀预期。在目前利率水平已经升至中性的情况下，考虑下半年物价涨幅将回落企稳、经济增速有放缓迹象，以及担忧中外利差扩大加剧资本流入，他认为年内利率再次调升的可能性很小。

#### 反转尚需等待

从市场估值的角度来看，由于此前股指已经出现大幅回落，本身已经积累了比较大的反弹需求，外加下半年人民币升值预期较强，对 A 股反弹行情的延续带来了不少利好因素。

对此，张永锋认为，中小市值品种受前期大幅下跌影响，泡沫已经被挤得差不多了，因此很可能成为反弹先锋。但反弹能否延续，甚至迎来反转信号，那就需要看大盘蓝筹的表现了。

深圳百年财富投资管理公司总经理姜新达则表示，市场中期如果要走出反转行情，必须看到 CPI 涨势得到有效控制；GDP 增速下降的预期被经济结构调整的利好取代；紧缩型宏观调控政策转向；新股发行和限售股解禁减持速度减缓。

姜新达认为：“考虑到上述几方面，转变需要一定的时间，预期大盘仍然需要 1 - 3 个月探明底部，然后需要 3 - 6 个月缓慢恢复，之后才会有真正的上涨来临。”（国际金融报）

## 机构观点

### 申银万国：底部特征凸显，可以更积极

5月风险如期释放：在5月月报中我们提出5月将是风险释放期（《风险释放期，等待底部》2011-5-5）。目前来看风险如期释放：5月“滞胀”担忧升温、资金进一步收紧，在经济基本面和资金面同时恶化的情况下，上证综指在5月大幅下跌近6%。

6月经济仍处回落期，但回调程度可控：政策紧缩致二季度需求回落，“旺季不旺”；从5月PMI数据来看，原材料和产成品均步入“去库存”阶段；但由于企业库存水平正常，本轮“去库存”阶段或将比较短暂，需求回落程度可控。

需求回落有助于抑制通胀预期：从日韩历史经验可以看出，在两国老龄化加速、通胀中枢上移的阶段，通胀波动依然是紧密跟随经济波动，并没有出现持续上冲的情况。我们相信二季度以来的需求回落有助于抑制通胀持续上行的趋势，下半年有望看到通胀形势缓和，调控政策有望企稳。

上市公司盈利：下半年毛利率有望企稳。一季度的原材料、人工成本上涨侵蚀了上市公司的毛利率，而进入二季度，由于需求显示出回落趋势，这可能进一步对毛利率形成压制（但成本压力将较一季度有所缓解）。我们预计，进入下半年以后，“去库存”的完成将有助于供需结构的改善，而通胀趋势的回落有助于紧缩政策的企稳，这两方面都能够改善需求，从而使上市公司的毛利率在下半年企稳。

底部特征显现，期待春季策略下半段演绎：

1. 即使充分考虑盈利预测下调风险，申万重点公司在悲观盈利预测下的动态PE也达到历史底部的位置：申万重点公司目前的2011年盈利预测为22.4%，即使将其下调至5%，目前估值对应的11年PE也仅有13.93X，接近2005年998点的PE水平（12.7X），且低于2008年1664点的PE水平（15X）。

2. 底部特征显现：1）市场被悲观情绪主导，5月隐含股权成本和隐含ERP均大幅跳升至均值加2倍标准差的极值水平。历史上来看，每当隐含股权成本和隐含ERP达到极值水平时，市场均进入底部区域；2）新股上市首日报价率跌至历史底部，并且破发股成堆，一年内上市的340只新股中已有200只破发；3）产业资本增持更加积极，5月增持金额和增持家数创年内新高。

3. 市场演绎正在逐渐进入我们春季策略的下半段，在目前的市场底部区域，我们建议投资者可以更加积极。

关注低估值的周期品：悲观假设下，部分周期品估值仍处于历史底部，这些行业包括银行、地产、建筑装饰、汽车及零部件、高速公路、机场、包装印刷等，建议关注这些行业估值修复的机会。

( 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](http://www.scfund.com.cn)，客服热线：400-821-0588（免长途话费）021-50509666。