

今日关注

- 全国人大常委会今起继续审议个税法修正案草案等

财经要闻

- 宏观调控未变 货币政策或微调
- 中俄跨境输电第二阶段将启 价值或远超天然气
- 填海建房热调查: 暴利驱动 海岸线成房岸线
- 赣州稀土储备提速 稀土储备国家版图有望形成

东吴动态

- 东吴增利韦勇: 货币紧缩下半场 债基配置正当时

理财花絮

- 投资有道 逆向而行

热点聚焦

- 美国即将结束 QE2, 投资者调适心态面对现实

机构观点

- 海通证券: 下半年是估值修复和成长股启动的行情

旗下基金净值表

2011-06-24

基金名称	最新	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.8101	2.5301	1.80%
东吴动力	1.2322	1.8122	1.50%
东吴轮动	1.0733	1.1533	2.11%
东吴优信 A	0.9974	1.0094	0.70%
东吴优信 C	0.9898	1.0018	0.70%
东吴策略	1.0206	1.0906	2.17%
东吴新经济	1.0760	1.0760	2.57%
东吴新创业	1.0180	1.0780	1.29%
东吴中证新兴	0.8940	0.8940	2.52%

基金名称	每万份收益	7日年化收益
东吴货币 A	0.9050	3.24%
东吴货币 B	0.9732	3.50%

主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证指数	2746.21	2.16%
深证成指	11996.08	1.87%
沪深 300	3027.47	2.36%
香港恒生指数	22171.90	1.90%
标普 500 指数	1268.45	-1.17%
道琼斯指数	11934.60	-0.96%
纳斯达克指数	2652.89	-1.26%

今日关注

全国人大常委会今起继续审议个税法修正案草案等

十一届全国人大常委会第二十一次会议今日至 30 日在北京举行。会议将继续审议个人所得税法修正案草案、行政强制法草案；首次审议职业病防治法修正案草案、兵役法修正案草案。

十一届全国人大常委会第六十四次委员长会议本月 15 日举行。委员长会议决定了此次常委会会议日程和议程。

委员长会议建议，常委会第二十一次会议审议国务院关于提请审议批准《中华人民共和国和阿尔及利亚民主人民共和国关于民事和商事司法协助的条约》的议案；审议国务院关于 2010 年中央决算的报告，审查和批准 2010 年中央决算；审议国务院关于 2010 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告；审议国务院关于消防工作情况的报告。

根据委员长会议的建议，常委会第二十一次会议还将审议全国人大常委会执法检查组关于检查食品安全法实施情况的报告；审议全国人大常委会法制工作委员会关于立法后评估试点工作情况的报告；审议吴邦国委员长访问纳米比亚、安哥拉、南非和马尔代夫四国情况的书面报告；审议全国人大常委会代表资格审查委员会关于个别代表的代表资格的报告；审议有关任免案等。

新闻背景：个税修正案草案征民意 意见数创史上之最

个人所得税法修正案草案于今年 4 月 22 日提交全国人大常委会初次审议。4 月 25 日，全国人大常委会办公厅公布《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》，并向社会广泛征求意见。草案拟将个人所得税起征点上调至每月 3000 元，同时将现行工薪所得 9 级超额累进税率修改为 7 级。

至 5 月 31 日征求意见截止时，中国人大网公开征求意见系统的数据显示，已收到民众的各类意见超过 23 万条，创下了全国人大单项立法征求意见数之最。

财经要闻

宏调基调未变 货币政策或微调

上周，国务院总理温家宝在英国《金融时报》撰文称中国物价水平下半年将稳步下降。22 日，央行于年内第二次暂停了常规央票发行，为银行体系注入流动性。与此同时，财政部也推迟原定于 6 月 27 日招标发行的地方政府债券。有分析人士认为，中国紧缩政策退出的预期正在强化。但接受《经济参考报》记者采访的多数专家认为，在宏观基调并未改变的前提下，货币政策未来的调整手段将面临微调，但退出尚言之过早。（经济参考报）

中俄跨境输电第二阶段将启 价值或远超天然气

在天然气合作再次陷入胶着的情况下，中俄跨境输电项目却获巨大进展。

《第一财经日报》记者近日从国家电网相关人士获悉，随着跨境输电 500 千伏配电线路进入最后阶段，中俄跨境输电第二阶段合作规划可能很快进入议程。“根据中俄跨境输电第二阶段合作项目的初步设想，中俄双方可能在俄罗斯地区共同投资建立发电站，以增加电力的供应。”该人士透露。

而在多位业内人士看来，由于到国内的从俄罗斯输送电力价格达到 3 毛多与国内发电企业发电成本基本持平，因此，如果能够形成规模化，中俄电力合作的市场价值和前景要远高于目前备受外界瞩目的中俄天然气合作项目。（第一财经日报）

填海建房热调查：暴利驱动 海岸线成房岸线

填海成本每亩 20 万元，之后上千万元卖给开发商，开发商再以“海景房”为卖点，每平方米几万元卖给购房户。——在国家勒紧 18 亿亩耕地红线、加大楼市调控力度的情况下，当前部分沿海城市出现一股“填海建房热”。

有关专家认为，当前“海景房”过度开发，不仅加剧了房价调控难度，也潜伏着永久破坏生态、增加防灾压力、危及地区可持续发展等深层矛盾，急需引起重视。（第一财经日报）

赣州稀土储备提速 稀土储备国家版图有望形成

继北方稀土出台和实施战略储备方案后，南方稀土储备方案的研究和准备工作也开始提速。《经济参考报》记者日前从江西赣州市相关部门了解到，由市政府牵头成立的稀土储备研究课题工作领导小组，目前正对实施稀土储备、保护稀土资源以及建立安全、稳定的供应体系进行深度调研，并将在此基础上编写《赣州稀土储备研究》。由此，在《赣州稀土储备研究》完成后，全国意义上的稀土储备战略版图将最终形成。（经济参考报）

东吴动态

东吴增利韦勇：货币紧缩下半场 债基配置正当时

2011 年 06 月 27 日 证券时报

A 股暴跌之后，大部分股票、股票基金投资者信心重挫。而货币基金、低风险的纯债基金等低风险固定收益类品种作为市场资金“避风港”的作用正在显现。正在发行的东吴增利债券基金拟任基金经理韦勇表示，随着国内货币政策紧缩进入下半场，债券投资有利因素将逐步显现，因此债券基金可作为当前市场情况下的资金配置选择。

韦勇现主要担任东吴货币基金的基金经理。晨星数据显示，东吴货币对短期利率变化方向的把握能力强，通过定性分析和定量分析确定最佳组合久期和类别资产，从而促进了收益率持续超过 3%。据最新 Wind 数据显示，截至 6 月 7 日，东吴货币 B 的七日年化收益率达 4.17%，排名同类基金前 10，而东吴货币 A 的七日年化收益率也达到了 3.92%，位居同类基金前列。

债券基金迎来建仓良机

东吴增利债券基金是一只投资于一级债的债券型基金，第一年为封闭期运作，一年后可正常申购赎回。“封闭期内可避免投资受申购赎回的干扰，有利于投资流动性较低的高收益信用债提高收益，同时也能够方便回购杠杆的使用，用回购养券、跨市场回购套利的多种投资策略，提高投资效率与收益水平。”

天相投顾在报告中指出，震荡市中，不同类型的债券型基金有着不同的风险收益特征。按照天相对债券型基金的分类，仅能参与一级市场股票申购的纯债基金，在震荡市下加权平均业绩要优于能参与二级市场买卖的偏债型基金。目前股市仍处于风险释放阶段，上升趋势暂不明显。东吴增利不直接从二级市场买入权益类资产，在震荡市中是较为优秀和稳健的资产配置品种。

韦勇认为，5月份居民消费价格指数(CPI)数据同比上涨5.5%，预计6月份的数字可能达到年内高点。之后到年底，冲高回落的概率增大，年底通胀压力也逐步减小。下半年市场处于加息的后半场，债券的价格已充分体现加息预期，未来尽管债券收益率可能还有一定的上升，但上升幅度不会太大。市场风险大幅度释放，未来债券价格将稳步上升。这个时候发行一级债基，可供投资选择的品种较好。“同时，由于受到流动性持续趋紧的影响，债券市场各品种的收益率均有所上升，我们会选择收益较高的债券品种建仓。”

对未来的调控政策判断，韦勇认为，不排除继续加息的可能性，但预计也仅是不对称加息。另外，他表示，7月份公布6月份宏观数据，如果CPI仍旧居高不下，则也有可能再次提高准备金率。“预计到年底，政策调控力度都不会是放松的过程，但继续从紧的可能也不大。”

宏观经济边走边看

2011年的宏观经济，让不少基金经理分外纠结，这种纠结自然也影响到基金经理的投资决策判断。“今年的经济形势较为复杂，太多的干扰因素使得整个宏观走势很难把握，灵活改变投资策略，才是适合今年的投资策略。”韦勇说道。

他表示，今年投资上最大的影响因素就是通胀。随着2010年10月19日本轮加息周期的第一次加息开始，国内货币政策的持续收缩就没有停止。截至2011年6月15日，央行累计上调存款准备金率9次，加息4次。市场流动性大幅回收。短期来看，紧缩的货币政策效果显现。

预计下半年，干旱、资源价格、猪肉价格高企和蔬菜价格反弹将直接推动近期CPI见顶，随后步入回落，货币政策有望稳定，宏观经济将逐步走出低谷。但从中长期看，由于潜在的增长水平下降，经济转型同时遭遇通胀高企，宏观经济将难以回到以前周期的水平。

“今年经济形势较为复杂，需要保持较为灵活的操作，短融、浮动债和协议存款仍是较好的投资标的。我们将维持谨慎的态度，密切关注经济数据的各项变化，并随之及时调整投资策略，力争为投资者创造持续、稳定地回报。”

重点关注大盘可转债

具体到未来的投资方向，韦勇表示，今后一段时间的一个关注重点是可转债。在经济增长逐步放缓、企业盈利增速下降和资金成本上升的影响下，股市难有表现，以银行为代表的大盘蓝筹目前估值处于历史

底部，目前相对合理的估值水平以及大盘整体稳定的格局使可转债难以大幅调整，因此重点关注具备估值优势、业绩增长确定性强的可转债品种，估值较低、转股溢价率合理的大盘转债将是配置重点。“例如石化、银行等相关转债。”他说。事实上，近期多家公司均有发行可转债基金，也为后期转债的走势起到支撑。

韦勇其次看好的是信用产品。他认为，信用产品首先考虑其安全性，再考虑收益。他表示，利率产品在短期内具备一定的交易型机会。一级市场申购新股，需要审慎选择，有优质品种也可以参与。

理财花絮

投资有道 逆向而行

晋朝著名画家顾恺之很爱吃甘蔗，每次都是先从甘蔗尾吃起，慢慢才吃到甘蔗头。这正好和一般人的吃法相反。有人问他为什么这样吃，顾恺之回答说：“这样吃才能渐入佳境呀！”从尾到头，先苦后甜，渐入佳境，顾恺之倒啖甘蔗与投资艺术中的逆向投资颇有些异曲同工之妙。

“羊群效应”在投资中极为常见，投资者总是习惯于一窝蜂地买入或卖出，逆向投资则恰恰“反其道而行之”。“人弃我取，人取我与”的古人经商智慧，其实也可说是逆向投资的一种体现。

严格意义上的逆向投资理论，最早是由被投资百科网选为最伟大投资家之一的戴维·德雷曼提出来的。德雷曼认为人性贪婪与恐惧的弱点在股市中表露无遗，投资者情绪会导致股价大幅偏离其内在价值，而利用投资者的错误反向投资往往能获得相当丰厚的回报。他的主要投资方法是在股价受到打击的时候买入市盈率、市净率较低但分红高于平均水平的股票。德雷曼表示，成功运用其投资方法的一个关键点是：不要期望你所采用的策略在市场上马上就能成功，给它一个起作用的时间。

明星基金经理约翰·聂夫也被认为是典型的逆向投资者：“对我们来说，丑陋的股票往往是美丽的。”正是凭借着这种独特的投资风格，约翰·聂夫获得了令人瞩目的投资业绩，在长达 31 年执掌温莎基金的过程中 22 次跑赢市场，基金增长 55.46 倍，平均年复利回报率 13.7%。约翰·聂夫投资方法的一大精髓就是低市盈率逆向投资。对于周期性行业，他只购买那些预计市盈率就要跌到底部的股票；而对于成长性行业中的稳健公司，只有当被坏消息打击而进入低市盈率状态时他才加以关注。此外，他还强调要坚定卖出策略，在基本面变坏或者股价达到目标价格时要有卖出的决心。约翰·聂夫的经典投资案例是对花旗银行的投资。凭借对花旗各项业务的深入认识以及对管理层的信任，在股价下跌的过程中持续买入，获得了非常高的回报。

在众人趋之若鹜之时能保持冷静，当大家心惊胆寒之时勇于逆流而上，这就是大师的逆向投资之道。当然，逆向投资绝不仅仅于此。成功的逆向投资至少需要做到以下三点：第一，对行业或企业基本面有深入的认识；第二，在关键时点敢于挑战主流认识，做出与大部分投资者相反的决策；第三，要有足够的持股耐心。相信对于能够管理好自己情绪而且足够用功的投资者，一定有机会做到这三点让你的投资从此如顾恺之吃甘蔗般渐入佳境。

热点聚焦

美国即将结束 QE2,投资者调适心态面对现实

美国联邦储备理事会(FED, 美联储) 6,000 亿美元的公债购买计划, 亦即第二轮量化宽松(QE2) 即将结束。至少有一小撮投资者在摩拳擦掌准备迎接第三轮量化宽松(QE3), 尽管联储完全无此暗示。虽然一些市场人士或许希望出台 QE3, 但进一步实施刺激性货币政策是个坏主意。

全球最大的债券基金公司——太平洋投资管理公司(PIMCO) 首席投资长葛罗斯甚至建议美联储限制较长期利率, 而不是惯常紧盯的隔夜联邦基金利率, 目前央行目标是将联邦基金利率维持在 0-0.25% 区间。限制较长期利率听上去有点荒谬——不过联储主席贝南克早在大概十年前就提出过这种做法。

葛罗斯通过推特(Twitter) 将想法开诚布公。上周他表示过, 限制较长期公债收益率(殖利率)——比如两年期公债收益率——有可能成为现实。美国曾在 1940 年代有过类似做法。而贝南克在 2002 年的一次演讲中曾表示, 美国央行可以通过“承诺买入数量不限, 期限不超过两年的公债”, 来抑制收益率。

但在当今现实条件下, 不太可能这样做。美联储目前持有 2.8 万亿美元资产, 2008 年 8 月时约持有 9,000 亿美元。这已成为联储内心的痛处——更别提还有外部的压力, 尤其是来自共和党议员的批评。QE2 或已帮助提振股市和市场信心, 但很难断定其推动了经济增长或房屋市场, 后者是美国经济肩头最大的包袱。放宽货币政策是要付出代价的。联储认为 QE2 带来的益处要大于那些代价, 但以后再实施 QE, 实现那点变得越来越难。

让联储不受限制地进一步扩大资产负债表规模, 或会招致央行内部反对, 并可能促使政治力量设法剥夺央行宝贵的独立性。届时就算美国经济恶化, 贝南克想要推出更多宽松政策都会变得很难。

由于通胀至少暂时来说在上升, 因此贝南克现在不会试图那样做。投资者需要认识到联储能做的已经很少。正如央行官员所说的那样, 财政刺激能带来远远更为直接的效果——纵然从政治角度来看可行, 但那样做也会发生收益递减的情形。所以, 市场最好还是靠自己挺过经济缓慢复苏的苦日子。(路透社)

机构观点

海通证券: 下半年是估值修复和成长股启动的行情

着眼 2011 年下半年, 我们抓住三个核心要素: 政策、经济、业绩。

着重回答三个问题: 1) 政策是否会放松, 市场是否有向上拐点? 2) 经济是继续下滑还是保持平稳? 3) 上市公司业绩何时触底? 相对而言, 我们认为, 资金面、供给面、海外市场是次要因素, 对 A 股不构成趋势影响, 主要是波段助涨助跌的影响。

对于政策问题, 我们判断“下半年政策不松不紧”。

我们认为, 2011 年不是普通的周期年, 而应是“调结构政策年”。这是因为一: 从国际视野的角度, 次贷危机后 3 年, 美国经历了“衰退-复苏”的健康周期, 当前美国经济已经步入温和复苏通道(撇开刺

激政策波动对月度数据的扰动不讲，其自主复苏动力已恢复），而反观中国经济的结构性问题更加突出。两者的反差使得 2011 年调结构任务更加紧迫；二：从更长的周期看，2011 年处于十一五和十二五交织的承前启后时期，需要对此前大规模政策刺激带来的衍生问题做调整，好为下一个五年计划、下一个经济周期启动做铺垫。

我们进而认为，调结构政策年，不宜再用传统的周期逻辑“通胀上涨 - 政策紧缩、经济下滑 - 政策放松”去理解政策。而应该从“容忍度”角度去理解政策，即经济运行在容忍度边界内时政策不会放松，反之才有放松的可能。

根据政府公布目标和目前经济运行情况以及历史经验，我们理解容忍度边界是“通胀 4.5%，新增信贷 8 万亿，GDP 9%”。海通宏观预测 2011 年 GDP 增速 9.6%，因此我们判断下半年政策整体放松的概率很小。

至于会不会更紧，关键看两个：限购政策是否延伸到二三线城市、地方融资平台清理的问题。我们认为，即便限购延伸，也是对个别城市的价格打击（如鄂尔多斯、榆林），而非对总体二三线城市的需求限制，因此不算紧；而融资平台问题由来已久，牵涉面广，应会是渐进式处理，下半年大规模清理的可能性不大。这样，在现有信息下，我们尚不能做出政策一定会从紧的判断。

由于政策“不松不紧”，对市场而言，即没有向上拐点动力，也没有继续下杀压力。

对于经济问题，我们判断“当前经济增长动力此消彼涨，下半年总需求平稳”。

所谓“此消”之一是指，此前担忧的房地产、汽车的需求不会进一步恶化。1) 房地产方面，限购令之后，投资投机性资金快速撤离市场，使得“刚需”成色更足，当前 30 多个限购城市的总体成交量与 2008 年底相当，显示需求在刚需层面上企稳，这意味着未来环比不会再恶化；2) 汽车方面，将 2008 年-2011 年上半年的“需求萎缩-透支消费-消化透支”作为一个完整周期考察，其实际销量和合理销量的差额是 50 万辆，不足 1 个月销售水平，说明透支消费已基本消化完毕，下半年需求将回归长期合理水平，这意味着未来环比不会再恶化。

所谓“此消”之二是，此前担心的“去库存”问题在 2 季度基本结束。这是因为从“库存-GDP”关系看，制造业库存滞后总需求（GDP）2-3 个季度，随着 GDP 在 2010 年 4 季度企稳，预计制造业去库存行为在今年 2 季度基本结束。

“所谓“彼涨”之一是指，下半年出口会好于预期。美国方面，美国经济步入温和复苏通道，对中国出口有支撑。美国的就业数据改善、工资性收入同比增长、转移支付收入同比下降、消费信贷上升、储蓄率下降，这些都意味着美国自主消费动力的复苏，下半年随着房地产去化完成，经济复苏更加确立，从而对中国出口有支撑。欧洲方面，海通宏观判断希腊债务重组概率不大，从而欧洲对我国需求维持平稳。海通宏观预计全年出口增速 23%，超出市场预期。

所谓“彼涨”之二是，下半年政府投资会好于上半年。亮点集中在电信、电网、水利、保障房。电信网投资是季节性因素，上半年做计划招标之后，下半年将是施工高峰期，且信贷跟随不成问题。水利今年投资 4000 亿，截止 4 月份落实 725 亿，“大旱大涝”之后，预计下半年投资将加速。保障房政府决心

很大，住建部表示 1000 万套要在 11 月底前全部开工。有政府决心做支撑，我们不担忧资金问题，认为，不增加信贷增量，可以从存量上想办法，如发行地方政府债券。今年 6 月 18 日，地方政府首发的 504 亿债券即是例证。

以上此消彼涨的分析涉及当前经济最敏感的扰动因素，同时涵盖中国经济的三驾马车，因此我们有理由判断下半年总需求保持平稳。

对于业绩问题，我们判断“上市公司全年业绩低点出现在 2 或 3 季度”。

总体看，由于上市公司业绩和国民经济有很强同期相关性，基于经济“下半年总体平稳”的判断，我们认为，上市公司全年业绩低点出现在 2 或 3 季度，下半年业绩不会比 2 季度更差。

分行业看，我们认为早周期行业的业绩低点可能出现在 2 季度，如地产；中后周期的业绩低点可能出现在 3 季度，如钢铁、化工、煤炭。这是因为此前的经济下滑是由于终端需求的政策收缩和制造业的去库存行为造成的，随着终端需求不再恶化，早周期行业业绩低点会早些到来，而中后周期由于制造业的滞后反映，业绩低点会晚些到来。

修复周期，重启成长。

由于政策“不松不紧”、经济“此消彼涨，总需求平稳”、业绩“全年低点在 2 或 3 季度”，即基本面没那么差，因此我们判断，下半年悲观情绪将化解，市场首先可望迎来“估值修复”行情，时间点在 7、8 月之交，即 2 季度宏观数据发布、2 季度业绩风险释放之后的时点，选择行业的逻辑是：此前受紧缩政策压制、需求不再恶化、估值偏低的行业。看好地产、汽车、银行。主要集中在周期类板块，因此命名为“修复周期”。

我们同时还认为，下半年政策面、经济面也没那么好，总体平稳，缺乏拐点预期。在估值修复之后，市场对其敏感度会下降，关注点转向业绩成长性，成长股有机会，因此命名为“重启成长”。对于传统行业，我们从需求确定增长（量）、产能缺口（价）、行业集中度（价）三个角度选择成长股，看好通讯设备、电网设备、水泥、空调。对于细分行业，我们自下而上选择需求快速增长的行业，看好冷链物流、触摸屏、光通讯配套设备、节能环保。

我们认为，下半年上证综指运行区间 2600-3400。对应估值分位点是 1%-35%。属于一个中等偏低的估值水平，以反映下半年是估值修复和成长股启动的行情，而非系统性上涨行情。

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。