

## 6月资金面存在趋紧压力

吴江

自2012年5月12日央行年内第二次降低存款准备金率以来,货币市场利率快速下行,银行间7天回购利率从降准前的3.3%附近下降到当前的2.2%附近。除了来自资金面的实际改善外,很大程度上是源自市场对资金面持续宽松的预期。我们认为,6月资金面有一定趋紧压力,但央行的态度将起关键作用。

我们认为,在第二次下调准备金后,当前的货币市场环境已达到央行的合意水平。一方面,回购利率较年初已有大幅下行,并且非常平稳,可以为经济复苏提供较好的货币环境;另一方面,放松是有节制的,如果把7天回购利率压到2009年、2010年一样低于2%的水平,那么通胀的压力又将很快显现。因此,央行进一步主动放松货币的可能性将减弱,而是保持住当前适度宽松的流动性,也说明了这一点。

(作者系农银汇理信用添利债券拟任基金经理)

# 不能对政策放松抱过多期望



吴照银

目前经济增速仍处于快速下降通道,每季度大约下降0.5-0.6个百分点,以4月数据推测二季度国内生产总值(GDP)同比增长大概只有7.5%。从终端需求看,经济增速并无见底迹象,尽管下降速度可能会减慢,但下降趋势仍难改变。在这种背景下,市场预期政策放松,包括信贷放松、降低准备金率、降低利率等货币政策,和结构性减税、扩大财政支出等财政政策,以及加快重大项目审批、放松房地产调控等具体政策。

目前不能对政策放松抱有过高期望,也许中国经济需要一个艰难的自我调整和修复过程,不需要过多地调控。

诚然,经济下滑,需政策放松来对冲,但问题并非如此简单,目前经济环境不仅是经济下滑,还有通胀、资产价格膨胀、潜在增长率下滑等棘手难题。首先,目前消费者物价指数(CPI)仍处于较高水平。本轮经济下滑过程中消费品价格表现出极强的韧性,并没有像工业品出厂价格一样因总需求下降而下降,而是受到成本刚性上升影响,CPI迟迟难以下降。这种情况下,只要货币政策稍微有点放松,通胀就会飙升,这将给后期通胀治理带来更大麻烦。而且,根据历史经验,中国的投资增速与货币政策关系并不大,无论是扩张基础货币还是降低基准利率都难以带来投资的自发增长。所以降低利率等经典教科书式的货币放松手段在目前正面效果不大,负面作用却不小。实际上,目前实际利率刚由负转正,

一降息实际利率马上转负,这使整体货币运行始终处于扭曲状态。

同样,本轮调控的另一个目标房价到目前为止并没有明显下滑。这种情况下,盲目放松房地产调控对房价影响很大,房价暴涨一轮后面临崩盘结局。另外,在房价没有下降的背景下就放松调控,无疑是对政策公信力的一次严重损害,“狼来了”的故事一再发生,今后任何政策出台其效果都将大打折扣。从开发商角度看,大多数房产商都认为房地产市场不可能永远繁荣,在完成手中项目后不会再拿地开工,显然这一措施不能带来投资增长,对经济增长贡献有限,相反却推高了资产价格。

货币政策放松难度较大,财政政策同样处境尴尬。扩大财政支出的幅度依赖于过去的财政积累、当期的财政收入状况和财政赤字预算,简单盘算这三者都不利于财政政策的较大幅

度宽松,2009年的4万亿投资几乎将过去多年的财政积累消耗殆尽,地方投资平台甚至透支了未来多年的地方收入;而现在的财政收入增长很慢,4月份财政收入仅增长6.9%,远低于过去平均水平,未来一段时间预期也不会增长太多;今年的财政赤字预算为8000亿元,即使增加一些其空间也不会太大。本着量入为出的原则,财政政策的放松空间其实很小,不能期望过度透支未来。

实际上,扩大总需求的刺激措施能否有效还取决于一个前提,即实际产出低于潜在产出时,政策是有效的,反之政策无效甚至会有负面影响。我们难以计算出目前的潜在产出是多少,但可以根据失业率和通胀率来观察实际产出是否已经到了潜在产出。目前虽然经济快速下降,但失业率似乎并没有明显上升,农民工非但没有大规模返乡相反工资仍然大幅增长;另一方面经济增速快速下降,但CPI却没有快速下降。由此可以从侧面验证,目前的实际产出并没有下滑到潜在产出以下,因而单方面的刺激总需求难以提高实际产出,只会带来名义产出增长(实际上是价格的增长)。

目前的经济状况跟2009年初不同,当时经济急速下降,GDP增速只有6%,出口增速低于-20%,物价大幅负增长,大批农民工返乡,失业上升,彼时最大限度放松是不二选择。但现在完全不一样,放松政策遇到更多掣肘,每一项政策都很难评价它的真实效果如何。因此,目前不能对政策放松抱有过多的期望,也许中国经济需要一个艰难的自我调整和修复过程,不需要过多地调控。

(作者系国联安基金宏观策略研究员)



## 投资大视野

## 对冲时代分级基金仍具吸引力

牛勇

自2007年首支分级基金上市以来,国内分级基金发展迅速,截至目前产品数量已有46只,资产规模超过500亿元。

分级基金通过把母基金分拆为A、B级之间的特有的财务融资机制,赋予A级低风险收益特征、B级带杠杆的高风险收益特征,从而满足了不同风险偏好投资者的需要。当市场处于拐点与急涨阶段,分级基金B级因其高杠杆、方便买入的特点,吸引了不少投资者参与;而B级份额在宏观环境处于降息周期中,其相对吸引力也有所提升。

股指期货推出后,市场有了基于沪深300这一市场基准的杠杆与做空工具,与沪深300指数期货相比,跟踪沪深300指数的分级基金B级份额仅从杠杆水平上看可能不具优势,但分级基金B级其2倍的初始杠杆、最高4倍左右的杠杆水平,能满足大部分投资者需要,对不少投资者而言,不一定杠杆越高越好,分级基金B级份额适合有杠杆交易需要,但交易杠杆适中、低频、规模相对较小的投资者。从交易便捷性看,分级基金几乎没有最低投资金额限制,无开户要求,同时没有股指期货追加保证金以及平仓仓的风险。

(作者系华安上证180ETF、中国A股指数、上证龙头ETF基金经理)

## 投资需注重长期性

林飞

对多数想学好乒乓球的人而言,首先尝试放弃或固定一些不必要的关节运动,从一些容易掌握的关节入手,慢慢理解和学习减少过多影响变量的重要性是继续进步的关键。

相比运动而言,我所从事的投资行业,显然要复杂很多,投资收益影响因素太多,各种不同层面都有很多因素在影响市场,可供选择的投资策略也非常丰富。

对大多数投资者而言,不是找不到方法,而是可供选择方法和技巧过多,而且似乎每种都可能带来丰厚收益,投资收益对越短期风险越高的投资策略和投资品种越敏感。这种环境下,知道放弃什么和知道如何选择很重要。

很多投资者很容易选择一些偏短期的方法和技巧,或者选择投资一些见效快的投资品种,因为这些选择能满足投资者急于实践急于看到结果的需求。投资者容易忽略一些长期的视野、方法、策略、理念和耐心,但这些都是投资者可以努力去把握的、能增加投资稳定性并对长期投资结果产生关键影响的部分。

(作者系易方达50指数基金、深证100ETF及联接基金经理)

# 新兴产业迎新机遇 节能环保信息技术最受宠

证券时报记者 方丽

5月30日召开的国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,对节能环保产业、新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业、新能源产业、新材料产业和新能源汽车产业七大新兴产业明确了发展方向。七大产业哪些会最先受益?能否刺激2012年下半年市场?本期圆桌论坛采访了上投摩根新兴动力基金经理杜猛、海富通中小盘股票基金经理程崇、大成基金新兴产业研究主管李本刚共同探讨。

## 新兴产业相关项目会成为投资重点

证券时报记者:您能否结合目前国内外经济情况,解读一下这一政策规划推出的意图?

杜猛:此次政府的经济刺激政策与2008年有所不同,更多的财政投入会集中到未来经济结构调整的方向上。这一《规划》明确了发展方向,未来经济会向稳增长、调结构并进。

程崇:事实上这次规划的战略新兴产业在2009年就已经提出,接下来两年一直受到市场热捧,2011年被深度调整,这个主题并不新鲜。在目前情况下,对于战略新兴产业的发展规划可以看出政府对结构转型的决心和方向。

李本刚:经济数据不佳,政策转向“稳增长”是政府出台这一《规划》的直接原因。首先,政策出手成为稳增长的重要手段。其次,促投资与“调结构”并举成为此次政策着力点。为促进产业升级和打造新经济增长点,从2010年开始,政府已经提出发展战略新兴产业。战略高度肯定了新兴产业对产业转型、促进经济结构调整的现实意义。如果稳增长是当务之急,调结构则是未来方向,随着时间推移,战略新兴产业规划大量配套细节政策会不断推出,相关产业面临良好的发展环境。

证券时报记者:未来战略性新兴产业相关项目是否有望成为投资重点?

杜猛:相信战略性新兴产业相关项目会成为投资重点,如节能环保,未来经济可持续发展必须减少能源消耗,减少污染,所以必然会成为投资重点。

程崇:目前看,如果政府不进一步提供政策和财政支持,战略型新兴

产业不会是眼下的投资重点。但节能环保、新能源行业在下一阶段有可能再次成为市场热点。因为,资源紧缺、环境破坏等倒逼经济转型,过去那种以掠夺式资源利用换取经济高速增长的粗放经济发展模式已无法持续。

李本刚:首先,政府规划的七大战略新兴产业短期是产业升级,长期是支柱产业。产业升级意味着丰厚的利润;支柱产业意味着巨大的发展空间。良好的市场前景必然会引来嗅觉灵敏的各路人马。其次,预计《规划》以及后续细分产业相关规划除了会在财政、税收等政策给予较大程度支持外,包括配套的投、融资等相关规定也会陆续出台。信贷倾斜、发行制度改革等实实在在的政策将会掀起新兴产业投资的一轮高潮。

证券时报记者:七大战略性新兴产业中,目前哪些行业发展较好?最看好哪些行业未来的发展前景?

杜猛:目前比较看好节能环保、新一代信息技术,相信这些产业未来会最先出现突破性发展。

程崇:新材料、生物行业是目前发展前景比较明朗的行业,新能源中的光伏产业相对较为成熟。在经历动车“7.23”事故和铁路高官案件后,高端装备制造产业可能会因为高铁产业转机得到发展。

李本刚:最看好节能环保、高端装备制造、新一代信息技术。因为,这三个行业现阶段发展较好,未来发展空间明确,也最容易获得突破。

## 新兴产业难以带动今年实体经济走强

证券时报记者:在目前整体经济下行背景下,战略性新兴产业能否推动2012年实体经济走强?

杜猛:如果有政府财政投入,推动战略性新兴产业发展,会带动实体经济发展。一旦有财政投入,势必带动相关产业链上企业的需求与生产,但不会像传统产业那样能带动的产业链比较长,但带动效应肯定有。

程崇:战略性新兴产业目前还不能成为实体经济的引擎,但要注意到政策导向正逐渐落到实处。今年前4月固定资产投资累计同比增长20.2%,和以往不同,房地产投资



吴比较/制图

减速明显,制造业投资也小幅下降;但基建投资中的公共事业(包括水电气)、以及环保投资在4月保持较高增速。

李本刚:难。首先,新兴产业占我国GDP比例仍然偏小,还不是我国经济的支柱产业。战略性新兴产业政策目标是2015年和2020年占国内生产总值的比重分别达到8%和15%,因此期望以不足5%的产业发展推动整体经济发展不切实际。其次,从政策制定到政策落实之间也需要一定时间。第三,新兴产业发展还要遵循一般经济规律。“掘苗助长”即便短期有所收益,但长期来看很容易形成成长陷阱,光伏行业的发展历程就是一个惨痛教训。新兴产业是未来经济发展方向,但短期也不要期望过高。

证券时报记者:据您了解,目前战略性新兴产业发展主要面临哪些困境和瓶颈?

杜猛:目前国内这些新兴产业在技术上较国际领先水平仍有差距,地方政府和企业的投入积极性不高,因此需要政府出台一定的补贴政策来推动。

程崇:主要问题在于政府能否提供具体的政策和资金支持。这些产业主题很大,但需要政策和资金的共同拉动。

李本刚:首先,我国基础技术储备不够,战略新兴产业需要雄厚的基础研究工作作为支撑,但我国目前的科研体制、研究氛围,与发达国家还有差距,成为制约新兴产业发展的主要瓶颈。其次,配套制度建设不足。政府在支持新兴产业一般就是财政、税收的“大而泛”配套制度,但缺少具体人才培养、产学研结合、法律安排等切实可行的实际政策。第三,投融资体系不健全。大部分新兴产业初期风险较大,我国目前还缺少足够的、成熟的风险投资模式。

## 倡导价值投资 需减少股票稀缺性

阳先伟

每天使用“投资”一词的人们,对“投资”的理解不同。对于不同的人来说,养鸡下蛋是投资,买卖房产是投资,去银行存钱或买理财产品是投资,买卖古董字画、邮票纪念而是投资,买卖红木家具和紫砂壶等东西也是投资……对于金融投资机构来说,买卖股票债券乃至几个月之后的小麦玉米等还是投资。

为避免在名词上过多的争执,我们姑且承认上述所有活动都是投资。众多“投资”活动中,大体上可以找到两类极端的模式:

第一类投资以获取未来投资标的本身所产生的现金流为目的,典型的代表是国债。

第二类投资着眼于物品的稀缺性,以及由此带来的升值潜力,古董字画邮票等都是此类投资的典型代表。这一类投资标的本身不能产生任何现金流,其价格完全取决于稀缺性。

现实中其他投资标的处于两个极端之间的某个位置。也就是说,它们或多或少能产生一些未来现金流,同时也或多或少具有一定稀缺性,从而具备“收藏品”的某些特质。另外,一个投资标的也可能在一定条件下从一个极端迁移到另一个极端。例如民国时期的一些军需公债,在发行之初本来是固定现金流的债券,但是留传到现在,却又变成了收藏品市场上的宠儿,物以稀为贵。

金融市场上也存在类似现象。例如,股票因能获得企业盈利的分配,毫无疑问具有“类债券”的某些特征;在投资学教科书里,市盈率及企业盈利增长等因素都是评价股票价值的重要指标。但在资本市场上,我们常看到某些股票由于流通盘较小、具备某些特殊概念,容易吸引大量投资者关注等因素,价格大幅高于企业盈利所能解释的水平。有人将这种现象归结于投资者素质不高,斥为“投机”、“博傻”;但换一个更广阔角度来看,这种现象恰恰是该种股票稀缺性的反映。如果买卖古董字画可以称之为投资,那么炒作概念独特的小盘股票也未尝不可作为投资——但这肯定不是我们想要的投资和愿意参与其中的市场。

其实什么是“投资”,并不重要;重要的是我们想要哪种“投资”。如果我们希望股价能大体上反映企业的盈利和增长前景,从而合理地引导资源配置,那么努力方向就应该是尽可能减少股票的稀缺性,从而降低由此带来的“收藏价值”。反之,如果上市身份就具有高度的稀缺性,那么企业盈利对于股价的重要性就会下降。

(作者系鹏华基金固定收益部副总经理)

## 海富通:市场有望迎来甜蜜期

海富通基金近日发布策略报告指出,未来一段时间市场仍将呈现经济运行状况和政策放松预期之间的博弈;近期市场还将历经低迷的基本面考验,短时间内难以出现明显趋势性机会。

海富通预计6至7月份市场或有迎来甜蜜期,经济同比数据预期改善,及“十八大”预期等则可能将成为主导因素。

(程俊琳)

## 金鹰基金:看好下半年股市

金鹰基金指出,目前股市一方面是经济增速的放缓加重市场担忧,另一方面是随着经济和通胀的双回落,政府稳增长政策力度加大,在“基本面”压制和“政策面”支撑下,维持二季度震荡筑底的判断,但仍看好下半年的市场。

金鹰基金认为,短期大政策出台的可能性较小,但部分行业政策及区域政策的预期将有利于市场活跃度。

(杨磊)

## 华富基金:市场有望反弹

华富基金近期发布6月投资策略,指出政策已出现明确转向,接下来热点将围绕刺激政策展开,市场有望反弹。看好低估值大盘蓝筹股。

展望6月,宏观经济数据有望在5月企稳;政策放松明确转向,成为影响市场的重要因素,流动性在政策转向后也会有所好转。基于以上原因,华富基金研究部认为,政策已出现明确转向,接下来热点将围绕政策展开,市场有望反弹。

(程俊琳)