■ 投资手记 Handnote

货币市场资金面迎来短暂宽松

吴江

近期货币市场利率跌宕起伏，多数时间维持在较低水平，但是在一些关键时点屡次出现脉冲式冲高。短短两个月内，资金面出现三次骤然紧张，回购利率数次冲高，7天回购利率甚至超过一年贷款利率。经过跌宕起伏的波动之后，今年3月以来，资金面重新恢复宽松。

多方面的原因造成了资金面宽松、央行回笼压力大的现状。首先，2010年12月、2011年1月财政存款的大量释放增加了基础货币的供应；其次，美联储的量化宽松使得我国的外汇占款持续维持高位；最后，公开市场操作方面，平均每周逾千亿的央票和正回购到期，而央票发行由于利率较低而受阻，使得基础货币的投放增长较快。多重原因使得货币供应量维持高位，央行需要持续不断从“水库”中抽水。

资金面出现脉冲式冲高的原因之一是商业银行年初信贷冲锋和央行紧信贷、控通胀之间的矛盾。今年一方面国内刘易斯拐点的出现，劳动力成本上升，推动国内物价上涨，另一方面，国际油价突然上涨，输入性通胀也增加了物价上涨的预期。央行控通胀的决心非常坚定，3个月连续5次上调存款准备金率，尤其是最近几次，分别与年底冲存款、春节前现金支取、中石化转债发行相叠加，造成资金面骤然紧张，也加大了银行信贷冲锋的成本。

这种放贷和调控的矛盾在一季度尤其显著，随后将逐季缓解。因此，我们认为资金面在经历短暂的宽松后，还会面临紧张，时点可能在3月下旬。通常商业银行都会在季度末冲存款，可能会造成资金的暂时紧张，同时，我们预期3月央行可能会上调存款准备金率0.5%~1%，两个因素叠加，可能使得货币市场利率再次冲高。

（作者系农银汇理货币市场基金经理）

指数基金大行其道的背后

许之彦

从2009年开始，指数基金开始快速发展，进入2010年，全年市场发生了下跌，但指数基金依然是惨淡市场中的亮色之一。为什么有那么多人会购买指数基金？究竟是什么在支撑指数基金大行其道？

第一个理由是指数基金的简单和透明，指数基金通过购买多只股票构建自己的投资组合，这个组合是根据公开、透明的指数来界定的，基金公司也不可能改变。

第二个理由很有说服力，指数基金费率便宜，和主动基金相比一年下来可以减少管理费、交易费等，合计有1个~2个百分点。别小看这1个~2个百分点，作为一个长期投资者，多年累计下来，是一个相当可观的数字，会对累计投资收益产生巨大的影响。

第三个理由来自对其他市场历史数据的经验观察，从海外成熟市场30多年发展发现，指数基金长期的优势特别突出，能够在长期中持续战胜指数基金的优秀投资家是凤毛麟角，比例很低。这个理由应该是普通大众选择指数基金的最根本原因。

指数基金是大众化的投资好选择，但它毕竟只代表一种投资理念，它信奉“市场是不可战胜的”。除此之外，投资者一般还会选择适合自己风格或熟悉的主动型基金，和指数基金搭配进行组合投资，也可以采用各种各样的组合策略。但无论何种组合策略，指数基金的透明性、低费率、长期收益等特征都决定了指数基金作为投资必需品的突出优势。

华安基金是国内指数基金的领先者，自2002年推出国内第一只开放式指数基金以来，国内指数基金的发展非常迅速，截至2010年12月31日，国内指数基金规模已超过3200亿，而2005年才仅有195亿。2005年，华安基金推出上海交易所第二只交易型开放式指数基金（ETF）上证180ETF，2009年又在业内率先推出联接基金，打通了普通银行客户投资ETF的特别通道。

（作者系华安基金被动投资部总经理）

个税调整 中长期利好大消费

证券时报记者 程俊琳 朱景锋

上周二，期盼已久的个税改革方案获国务院常务会议通过，个税免征额上调，所得税率级次级距也将做出调整。此次个税改革将会对经济产生什么影响？一直处于稳定增长的大消费行业能否借助此次税改迎来大发展？又将对股市带来什么影响？本期圆桌邀请鹏华消费优选基金经理王宗合、海富通基金研究总监戴德舜、诺德基金公司基金经理张辉探讨这些问题。

证券时报记者：您如何看待此次个税调整？

王宗合：个人所得税政策主要是调整社会分配关系，包括两个层次，一个是调节政府和居民收入分配之间的关系，上调免征额，在税率不变的情况下，增加居民收入，减少政府收入；第二个是居民内部收入分配之间的关系，免征额上调，在税率不变的情况下，低收入人群的减税增收效应明显高于中高收入人群，有利于启动内需。

戴德舜：个税调整是“十二五”期间可支配收入倍增计划的一部分，有利于提高低收入阶层的购买能力和工作积极性，将使整个中低收入的工薪阶层受益，同时调整税率档次则有利于全面降低居民纳税额，提高居民收入，以上举措有利于提振消费者信心。

张辉：个税调整与居民收入和通货膨胀的大背景密不可分，出发点在于通过税收调起到改善中低收入人群的收入水平的目的。个税起征点的大幅调高，对中低收入人群的税负起到明显的减免和减轻作用，有助于边际上改善中低收入人群的生活水平。

证券时报记者：您认为个税调整后对经济会产生什么样的影响？社会财富分配两极分化趋势能否得到缓解？

戴德舜：个税方案调整后对经济本身不会产生大的影响，但是传递出了一种信号，有利于稳定经济发展预期。

王宗合：个税方案调整有利于提高居民收入水平，从中长期看，有利于提高居民消费率，对经济转型有一定意义；作为体现二次收入公平性的重要政策之一，个税政策在调节收入方面在各个国家都起到很重要的作用。我国也不例外，个税免征额的上调有利于在社会财富再分配中向低收入人群倾斜。

张辉：过去几年，中国普通收入者增长缓慢，社会贫富两极分化现象日趋严重，我国低收入劳动人口数目众多，个税调整可以在一定程度上起到缓解社会贫富的两极分化。但是要根本缓解这一趋势，我们认为政府还需要动用税收调节、转移支付、扩大就业和技术升级等多种政策措施。

证券时报记者：个税调整对股市带来什么影响？哪些行业或板块有望受益？

戴德舜：从近期的市场表现来看，个税调整并没有对股市构成影响。从长远来看，大消费行业向好发展是必然的，但由于前期涨幅较大，目前板块整体估值水平较高，尤其是食品、饮料等行业。从细分行子业来说，个税调整对中低档消费品的影响比对奢侈品的影响更大，因为调整对低端收入人群影响远胜于高端收入人群。我认为低端的医疗领域、普通的消费品行业、超市行业等或将因此受益。

王宗合：居民收入的提高，特别是中低人群收入的提高，有利于启动内需，中长期对消费构成利好，但这需要时间。

张辉：就股市而言，个税调整会对消费类行业有一定刺激作用，但是考虑到个税调整总体而言是对中低收入者起到一定税务减免作用，对高收入者影响很小，对通胀和财政赤字等宏观经济影响也不大，因此对推动中低端消费和日常消费的作用可能更直接一些，相应地这类行业板块可能有小幅收益，而整体股市不会受太大冲击。

证券时报记者：基于您对此次个税调整带来各方面影响的综合判断，您在投资上会做出何种调整或布局？

王宗合：由于个税调整对经济的影响，对行业的影响，对上市公司的影响是中长期的利好，短期效应有限，暂未考虑因为该政策做投资方面的调整。

张辉：就投资而言，我们会考虑适当增加日常消费，包括医药、食品饮料、家电、零售甚至旅游等行业的配置比例，并将更加关注立足于中低端消费的个股。我们认为，提高内需和消费升级是个长期的趋势。

戴德舜：个税调整对中低档消费品的影响比对奢侈品的影响更大，医疗领域、普通的消费品行业、超市行业等或将因此受益。

王宗合：个税方案调整从中长期看，有利于提高居民消费率，中长期对消费构成利好。

张辉：个税调整会对消费类行业有一定刺激作用，我们会考虑适当增加日常消费，包括医药、食品饮料、家电、零售甚至旅游等行业的配置比例。

资料图

国海富兰克林基金张晓东：大消费行业有作为

通胀压力大、流动性从紧趋势下，今年经济基本面和市场比较复杂。富兰克林国海弹性市值基金基金经理张晓东表示，在此环境下，可以通过“自上而下”选行业，3G标准找个股的投资策略，寻找估值较低具有良好投资前景的行业进行投资，而这当中大消费行业将有作为。

所谓“3G”选股，即Good Business（良好的公司基本面）、Good People（优秀的管理层）和Good Price（合理的股价）。

面对今年比较复杂的环境，张晓东表示，主要还是从基本面和估值出发来判断行业的机会。目前估值相对比较低的大消费类行业。“比如受益于保障性住房和农村消费升级的家电和调整比较充分的医药、零售板块，会存在比较好的投资机会。”

对于汽车股，张晓东说：“长期看好我国的汽车消费，但由于过去两年需求释放比较充分，今年的增长趋势趋于平稳，我们相对比较谨慎。”

（张哲）

华富基金：密集紧缩期已过

华富基金研究部3月策略表示，受到国内货币紧缩和中东局势变数的双重影响，市场缺乏大的上涨机会，但基于估值低位，市场向下空间也有限，整体横盘概率较高。

华富基金认为，从货币角度看，货币增速已经迅速回到中性位置，未来货币增速会保持平稳。从货币政策看，密集紧缩期已过，未来政策紧缩的频度会下降，以2011年通胀预计4%的水平看，未来加息可能仅1次~2次。

华富基金认为，3月的市场整体机会不大，但上市公司年报的陆续披露与两会投资主题，都会给个股带来不少结构性机会。从行业看，受益于出口超预期，供需关系等因素，看好建筑建材与机械行业的前景，而从更长的时间周期来看，也看好低估值的大盘股进一步的表现。

（程俊琳）

金鹰基金投资总监杨绍基：两会为A股创造好环境

证券时报记者 杨磊

金鹰基金投资总监杨绍基认为，“十二五”规划是今年两会的主要议题，符合该规划的新兴产业将成为未来股市最大的主题投资机会。新材料、信息技术和高端装备制造业这三大主题不仅属于新兴产业，更是其他战略新兴产业发展的前端市场。2011年企业消费市场具有较大潜力，企业设备的更新换代和信息技术的应用，将带来信息技术和高端设备制造业的主题投资机会。

杨绍基进一步表示，两会维稳的情绪为A股创造更好的投资环境，但在国外形势不明朗以及国内通胀压力没有缓解之前，A股将维持区间震荡的走势，没有趋势性行情。杨绍基建议投资者2011年把握四个投资机会：一是基建拉动需求，看好水利建设、建筑建材、钢铁、煤炭、家电；二是政策退潮，价值股估值修复，看好航空、造纸、房地产、金融、有色金属、煤炭；三是新兴产业“由虚转实”，尤其看好新兴产业中的节能环保、信息技术和高端装备制造；四是战略转型，还看好消费，包括食品饮料、商业、医药、餐饮旅游、消费电子、农业、家电等行业。

华商张永志：坚持信用债投资

华商稳定增利债券型基金将于本周结束募集。该基金拟任基金经理张永志表示，债券基金的投资，首先要在债券、转债、股票、新股这四大品种做一个适当比例的配置。回顾2009年、2010年华商旗下的债券基金之所以连续两年在全市场当中名列前茅，主要原因就是一直坚持了信用债的投资，华商稳定增利也会采取这样的风格。

对于可转债，张永志表示未来一段时间的关注重点是大市值转债，原因是其绝对价格比较低，保护比较充分，政府分红率比较高，估值一直比较低，未来正股下跌风险相对来说比较小。因此，大盘转债相对来说风险更低。对小盘转债，只有在明确看好权益类股票机会的情况下才会考虑参与。

（鑫水）

金融创新推动资本市场持续发展

潘海宁

2010年末，中国股市迎来了20周岁生日，从20年前成立时仅3万名投资者、约12亿元市值，一路风雨兼程成长至今超1.3亿账户、近30万亿元市值，在优化资源配置等方面为国民经济的发展起到越来越重要的作用，中国资本市场的茁壮成长令全球瞩目。

我们回顾各国资本市场发展史，无论是在国外还是国内，金融创新始终贯穿于其中，成为其持续发展的推动力。具体而言，我们认为金融创新包括两方面，一方面是制度创新，另一方面是金融产品创新。

制度创新有力推动了我国资本市场的发展。自1998年3月国内包括南方基金在内的首批基金公司成立至今，我国基金公司已60余家，基金规模超越2万亿元，成为稳定市场、倡导价值投资的中坚力量；2002年11月7日，QFII制度正式出台，标志着境内证券市场大门向境外机构投资者正式开放，也为国内市场迎来了新的投资理念和定价方法；2004年5月27日下午4点，深圳证券交易所中小企业板块启动仪式在深圳举行，拉开了我国建立多层次资本市场的序幕；2004年12月7日，证监会出台分类表决制度，使得一般流通股东的话语权得到更大体现；2005年6月10日，“三一重工”股改方案获得通过，股权分置改革迈出了坚定的第一步，这是我国证券市场成立以来影响最为深远的制度创新，是资本市场发展史上划时代的里程碑；2006年5月8日，《上市公司证券发行管理办法》颁布，标志着“新老划断”正式亮相，再融资新政强化了对股票发行的市场价格约束机制,突显了保护公众投资者权益的要求；2009年10月30日，首批28家公司集体在创业板上市交易，标志着我国由主板、中小板、创业板组成的多层次资本市场进一步健全。

伴随着制度创新的不断推进，金融产品、衍生工具的创新也不断为我国资本市场的发展注入新鲜血液。

1998年4月7日，基金开元、金泰成为我国首批上市的证券投资基金，奏响了中国基金业蓬勃发展的序曲；2000年7月25日，国内第一只浮动利率企业债券99三峡债发行；2001年8月15日，我国首只开放式基金获准设立；2005年2月24日国内首只ETF基金闪亮登场；2005年8月22日，宝钢权证上市，这是时隔9年之后，权证交易在内地股市重新启动；2005年9月6日，“中国联通CDMA网络租赁费收益计划”在上证所大宗交易系统上市，成为国内首支上市的资产证券化产品；2010年4月16日，沪深300股指期货合约鸣锣开市，配合融资融券试点的正式启动,成为了中国资本市场的又一重要里程碑，改变了此前只能做多、不能做空的“单边市”现状，其价格发现功能和做空机制可有效抑制股价非理性的暴涨暴跌，使投资者具有了在市场下跌时的避险对冲工具，推动了更多的长期资金进入资本市场。

与发达市场相比，我国资本市场投资品种仍显单一，投资者思维过于雷同，容易导致集中的同向操作，从而造成市场的大起大落。而随着制度创新、产品创新的不断推进，投资渠道和品种不断增多，这会使得投资理念多元化，将对稳定资本市场起到重要作用。

我们深刻感受到，制度创新与产品创新两者相辅相成，只有在前者的有力保障之下、才能防范后者可能带来的风险，才能更好地展现资本市场蓬勃的生命力。我们欣慰地看到，“转融通”、“国际板”等新生事物正渐行渐近，资本市场金融创新的步伐没有停歇。我们更加希望，金融创新能逐渐跳出简单模仿发达市场的框框，推出更多适合我国市场、适合投资者需求的新制度和新产品，推动我国资本市场下一个辉煌发展的20年！

（作者系南方300、南方500、深成ETF、南方深成基金经理）