

## 高等级信用债 逐步具备投资价值

石雨欣

从信用债投资周期的角度看,当经济进入衰退期时,企业盈利逐步下滑,现金流不断趋紧,信用债利率逐步上升至高位;当经济逐步回暖时,信用利差逐步回落,信用利差回落一般是高等级信用债利率先回落,然后才是高收益债利率逐步回落,高等级信用债成为投资首选,中等级信用债次之。

虽然国内信用债市场的完善程度明显低于国外发达的信用债市场,信用利差走势与宏观经济走势的关联程度还不强。但2008年金融危机使国内债券市场投资者重新认识了信用风险的重要性,各个不同等级的信用利差开始出现明显的分化,同期限信用债中,AA级利差普遍高于AAA级利差接近100BP。

2010年10月开始,央行已连续五次加息,信用债收益率已大幅上升,目前信用债收益率和利差均处于接近2008年的历史最高水平,进一步大幅调整的可能性不大。今年以来,由于加息导致资金成本不断上升,企业盈利普遍出现下滑,但低等级信用利差并未反映企业基本面的变化,在本轮利差调整中,低等级信用债的利差调整仍不够,风险补偿不足,相对来讲,高等级信用债的投资价值得到提升。

近期信用事件频发,均使债券投资者对信用风险违约的担忧程度上升,可能会对低等级信用债产生一定的冲击,低等级信用利差有进一步上升的可能。由于银行信贷规模的严格控制,企业通过银行滚动贷款周转资金的模式受到严峻考验,后续仍不能排除部分企业暴露出类似信用事件的可能,对低等级信用债的冲击仍将可能发生。

因此,从信用债投资的安全性和绝对收益率及利差优势来看,高等级投资价值明显高于低等级。鉴于货币政策紧缩已逐渐步入尾声,收益率回落也是从高等级开始,因此,高等级信用债逐步具备投资价值,建议投资者逐步提高高等级信用债的配置。

(作者系华安基金管理有限公司固定收益研究员)

**智诚相伴**  
INSIGHTFUL PARTNER

**华安基金**  
HuaAn Funds

客服热线: 40088-50088  
公司网址: www.huaan.com.cn  
华安基金网站: wa.huaan.com.cn

## 若隐若现的机会

程涛

通胀是股市的天敌,今年一季度在宏观经济出现较为强劲上升态势的背景下,投资者的流行语是中周期启动、产能约束、装备升级等字眼,似乎忘记了通胀走高的事实。然而,历史既不会简单重复,也不会超出既定的剧情框架,该来的总会来。

进入二季度,在通胀预期逐步升温的背景下,央行加大了对资金面的收缩力度,持续的货币紧缩最终反映到实体经济的增速放缓上面,最近一期公布的PMI指数已经逼近50,无论是产成品库存还是工业原材料价格指数都处于收缩趋势。海外情况也相对复杂,希腊债务危机的余波还在影响欧元区的货币稳定,美国国债逾期的风险也在加大,该国经济已经显现出上升乏力的先兆。为了对抗核心通胀的上升,美国对原油市场进行干预,油价及其它大宗商品出现了一定程度的回落。此时此刻,投资者又在担心通胀难以如期回落,下半年我们的市场仍然要面对高通胀的经济背景。在此,我们还是要说那句话:历史不会简单重复,也不会超出既定的剧情框架,持续紧缩的货币带来通胀的回落是必然的。

市场在度过了较为艰难的二季度调整之后,最终在6月下旬出现了企稳的迹象。未来我们还需要重点观察房地产市场的成交和价格变化,来综合判断货币及财政政策的走向。需要关注的是,从年初以来调整的中小盘个股已经经历较长时间和较大幅度的调整,部分优质个股的投资价值凸显。经济转型、结构调整尽管是宏观经济的挑战,但是也孕育着中小公司抓住机遇并大力扩张的机会,在成长的方向上,若隐若现的机会正在向我们招手。

(作者系农银策略价值股票、农银中小盘股票基金经理)

**农银汇理基金** 40068-95599  
ABC-A FUND MANAGEMENT www.abc-ca.com

**让价值回报 成为一种习惯**

# 今天你穿越了吗?

冯波

对于喜欢看电视剧和小说的人来说,“穿越”一词可不陌生。大部分穿越故事基本都是这样的:作为现代人的主人公某个特殊事件来到了历史或某个完全不同的世界,运用自己掌握的一些特殊能力和奇遇,在新的地方混得风生水起,最终成为众人瞩目的主角或天之骄子。

大家喜欢“穿越”作品的原因

很简单,每一个平凡的人都有理想和追求,但在现实生活中难以实现。“穿越”解决了这个问题。在新的世界里,大家可以以自己想象的方式来生活,来实现自己的理想与追求。正如不少人喜欢看韩剧一样,童话式的故事,大圆满的结局,总能吸引一大帮痴男怨女。不过有一点大家需要注意的是,不管“穿越”也好,韩剧也好,故事总是故事,童话总是童话,能实现的可能性太小了,娱乐一下足矣,可

千万不要当真了。

近年来,资本市场的“穿越”故事也不少。不过形式上不是从一个世界“穿越”到另一个世界,而是从一个不起眼的公司,“穿越”成具有巨大想象力的公司。“穿越”特殊事件往往是一个矿、一种药、一项技术、一个远景规划等等。一旦“穿越”,顿时呼风唤雨,众星捧月,仿佛成了真的一样,令人艳羡。但故事一结束,大家往往发现,企业还是原来的企业,业绩

还是原来的业绩,没有任何改变。只不过投资者换了一拨,利益重新分配了一次。

对于参与“穿越”型股票的投资者来说,能获利的最重要的一点是,清醒地知道自己处于“穿越”中,但人性中的“贪婪和恐惧”让人很难做到这一点。或许最好的做法是,当我们被新奇的故事吸引时,自己问自己一句:今天我“穿越”了吗?

(作者系易方达科汇、行业领先基金经理)

# 城投债风险可控 银行股价值渐显

证券时报记者 杨波

随着地方融资平台进入还款高峰期,城投债也成为目前最热门的话题,我们应该怎么客观看待这一问题?证券时报记者特邀大成基金固定收益部首席研究员陶钰、大成基金首席银行研究员侯春燕、国联安基金公司债券组合管理部总监冯俊,就相关问题进行了深入分析。

**证券时报:**对目前热议的城投债问题,您怎么看?

**陶钰:**对于地方融资平台的债务问题,我们的观点是:总体风险可控,存在结构性风险隐患,在发展中可以解决问题。

首先,从国际比较来看,即使考虑到地方融资平台债务,在主要经济体中,中国整体债务率仍处于较低水平,总体风险可控。我国2010年底债务余额/GDP、债务余额/财政收入的水平分别为44%和147%,而美国的这一数据为92%和300%,日本为220%和715%。

不过,地方政府性债务存在一定的结构性风险隐患。按照审计署提供的数据,地方政府债务2011年和2012年到期额分别为2.62万亿元和1.84万亿元,占总债务额的42%,在货币政策紧缩以及清理政府融资平台债务的大背景下,地方政府短期面临一定的再融资风险。从举债政府层级上来看,财政规模较小的县级平台占比达到26.5%,整体经济实力较弱的县、市两级债务余额占比超过7成;经济发展相对慢的中西部债务余额占比近5成。从地方政府偿债的主要来源之一的土地财政收入来看,土地出让净收益并没有想象中高,而且像2010年土地出让收入的高增长也难以持续。

不过,政府有能力在发展中解决地方债务问题。1999年以来,地方一般预算收入复合增长率20%,可用财力复合增长达到23%,而2010年以来地方政府性债务增速已从2009年约60%的高点下降到19%,随着前期催生地方政府性债务大发展的经济刺激计划的逐步完成,地方政府债务增速有望进一步下降,政府有能力在发展中解决地方政府债务的问题。

**冯俊:**城投债成为热门话题并非偶然。一方面,地方融资平台进入还款高峰,另一方面,地方融资平台很多项目属于市政公路项目,自身产生现金流的能力弱。在宏观调控的背景下,地方政府倚赖土地出让收入对地方债还本付息的模式被打上问号,数次加息又让这些融资平



**大成基金固定收益部首席研究员陶钰:**从国际来看,即使考虑地方融资平台债务,在主要经济体中,中国整体债务率仍处于较低水平,风险可控。

台财务费用激增。

总体而言,西方对于中国地方政府债务风险的炒作与担忧是过虑了,中国政府的负债率处于世界较低水平,而公共债务占GDP的比重2010年底为40.5%,也远低于《马约》规定的60%的上限。当然,总体风险可控并不意味着不存在个案发生风险的可能,可能先出现在融资平台不按监管要求出现的借新还旧、项目展期等,尤其是一些高负债低行政级别区域的融资平台,是产生这些问题的先决条件。

**证券时报:**预期城投债会用什么方式解决?对金融系统会产生多大的影响?

**陶钰:**从1998年香港部分“窗口公司”债务后的处理来看,我们认为从防范道德风险的角度,如果地方政府债务不会导致经济和金融体系出现系统性风险,中央政府不会出手援助。中央政府做的,可能是进一步规范地方政府举债行为,拓宽地方政府的正常融资渠道,降低再融资风险,让地方政府在发展中解决存在的问题。对于部分债务负担确实过高,已经难以通过正常渠道解决的地方融资平台,可能会采取债务重组的方式,由地方政府和银行共同承担损失。

按照银监会统计,银行业2010年底总资产5.83万亿元,拨备9478亿元,仅有4336亿元的不

**国联安债券组合管理部总监冯俊:**长期来看,市政债可以部分解决城投债问题,堵不如疏,还债投资主体的本来面目,让市场来监督和管控。

良贷款,全行业净利润7637亿元,资产利润率达到了1.1%,即使假设银监会分类中半覆盖和无覆盖的约1.8万亿元在未来5年左右全部变为不良贷款,银行体系也完全有能力在不影响正常信贷扩张能力的情况下吸收相关损失,而不造成系统性风险。

**冯俊:**现阶段地方政府缓解资金压力的主要手段还是依靠争取新贷款,下半年城投债的供给应该会扩大。但是市场需求面的减弱会造成供过于求的局面,所以城投债发行利率可能还会提高,增加地方融资平台的融资成本。长期来看,市政债可以解决一些城投债的问题,因为城投债的最大问题是地方财政实力的隐蔽性以及发行主体的缺陷。堵不如疏,还债投资主体的本来面目,让市场来监督和管控是最好的办法。市政债至少可以在这个方面解决这个问题,明确了地方政府作为发债和偿债主体,政府也可以将部分地方收入作为偿债保证金,这样才能减少地方融资平台的融资成本。当然,市政债因为《预算法》的限制,短期之内推出的可能不大,但应该是解决城投债问题的一个方向。

**证券时报:**在负面预期下,银行股估值很低,从中长期价值投资的角度来看,银行股是否已具备投资价值?

**侯春燕:**银行指数从2009年8月4日的高点至今下跌了25%,而

**大成基金首席银行研究员侯春燕:**当通胀的风险释放、经济增长不再像近两年大幅波动而变得逐渐平稳,银行股的投资价值将日益被市场认可。

同期银行业盈利随着经济复苏而大幅改善,股价主要受到日益严厉的监管政策、平台贷款的资产质量和经济前景不明确的抑制。前两个负面风险因素的释放接近尾声,监管政策方面,我们预计新资本管理办法有望在年末确定,温家宝总理在7月6日国务院常务会议上提出“妥善处理好债务偿还和在建项目后续融资问题,同时要研究建立规范的地方政府举债融资机制”,后续有望看到平台贷款的流动性风险和偿付风险随着相关措施的落实、相关体制的完善而逐渐改善,虽然不排除后续还有个地区平台贷款风险仍会暴露,但是对银行造成实质性冲击的概率不大。

对于第三个因素,我们的判断是:估计要等到明年年初经济前景才会相对明晰,今年下半年通胀回落但幅度不大已经成为市场的共识,当通胀的风险释放、经济增长不再像近两年大幅波动而变得逐渐平稳,银行股的投资价值将日益被市场认可。

**冯俊:**银行股的估值低,只能说明其具有比较好的防御性,作为一个防御性板块能对抗弱市。但从一个中长期价值投资的角度看,应该不是一个高反弹板块。其一是银行占大盘权重过大,引领大盘的空间有限,二是前面提到的地方融资平台问题的解决需要一个漫长的过程,这个问题估计会在未来很长一段时间内继续抑制银行股的估值。

## 融通基金: 下半年整体环境 好于上半年

融通基金研究部下半年策略报告认为,基于短期流动性和政策预期的博弈,短期市场反弹高度有限,但从核心驱动要素来看,下半年整体环境或将好于上半年。

融通基金分析,今年二季度开始,以工业增加值为代表的需求下滑,而CPI却在高位甚至创新高,证券市场经历了类滞胀周期,股市也出现了下滑。随着通胀见顶,经济有望摆脱类滞胀状态而转入小衰退周期,市场底部一般会在该区域出现。

在目前高通胀的市场环境下,尽管流动性和盈利难以同向波动,但从估值角度看,市场存在一定机会。就经济自身规律而言,需要成本下行以激发内在需求,就外部因素而言,仅靠提高通胀容忍度难以带来信贷的放松,目前更多的是市场情绪的反应,需要信贷和短期利率的确认。在短期反弹之后,市场将经历一轮通胀下行阶段对盈利的担忧,然后展开中期行情。

融通基金认为下半年传统周期性行业的上升动力将减小,成长性公司仍是新一轮上涨的动力。而成长性公司对估值的高度敏感,决定了机会来源于流动性和资金成本预期的改变,契机则来自于市场再度对周期蓝筹形成的乐观预期。在经历2010年成长股泡沫和今年初的纠偏行情后,下半年风格差异不会特别明显。(方丽)

## 华安基金: 7、8月份震荡筑底 先防守后进攻

华安基金发布2011年中期策略报告认为,市场可能在7、8月份震荡筑底,此后将出现反弹。据此,华安基金建议相应的配置思路可以先防守、后进攻。

华安基金表示,未来的市场机会主要体现在中报业绩推动的结构性行情,此后的反弹主力可能更多集中于周期类行业和中小板个股。

前期市场超跌,华安基金认为主要是基于对中国经济硬着陆的担心,目前该担忧逐步散去,本轮周期调整属于正常的去库存周期性调整正逐渐被市场所接受,市场恐慌心理逐步减弱。随着市场一致预期CPI于6月份见顶,由通胀带来的担忧和流动性预期也在发生微妙变化。

针对前期市场对企业盈利下滑的担忧,华安基金表示,随着中报的披露以及行业研究员对公司微观盈利预测调整到位,市场对企业盈利增速及其下滑幅度有了更为准确的认识,高增长的板块和个股并不缺乏。因业绩下滑、流动性紧缩等不利因素带来的市场下跌趋势,有望得以终结。

第三方面,7、8月份构成了重要的静默期和观察期,该段时期内,由微观企业盈利增速所提供的利多(好于此前的悲观预期),将与通胀仍居高位徘徊以及货币政策短期内无法松动和转向所形成的利空相交织,形成震荡整理的市场走势。

而市场信心要得到充分修复,做多热情的形成,必须要等到通胀确定性趋势回落、货币紧缩松动或财政扩张预期的上升。华安基金认为,这一时间窗口有可能出现在9、10月份。与此相应的配置思路,应是先防守、后进攻。

因此,在前期应以中报业绩为主线,选择防御为主的配置策略,之后待通胀趋势性回落明确、货币或财政政策明朗之后,以流动性预期改善、保障房实质性推动步入重要日程为契机,周期类板块以及市场整体有望展开反弹行情。

在防守行业的选择上,华安基金建议重仓消费(纺织服装、食品饮料、商业零售、农业)以及业绩增速较高并稳定的银行、保险、建筑建材。受限价影响相对较小的医疗器械、品牌中药有望表现良好。

结合宏观策略以及行业自身基本面状况,近期防御策略中行业的配置,可关注受益于猪肉涨价和景气周期的饲料、养殖(畜牧养殖、水产养殖)的农业板块,受益于消费升级以及城镇化进程的品牌服装、家纺、体育用品用品,以及高盈利和确定性的白酒等。建材主要关注水泥,医药行业重点关注医疗器械与中药等。(张哲)

## 鹏华信用增利基金经理刘建岩:

# 下半年加息压力或将逐渐减轻

证券时报记者 朱景锋

7月6日晚央行再次宣布加息,这是今年以来央行的第三次加息,对此,鹏华信用增利基金经理刘建岩指出,与前两次加息有所不同的是,本次活期存款利率没有变化,仍然保持0.5%,同时从短至长的各期限利率水平上调了25bp,

即存贷款利率整体上移了25bp(除活期外),而前两次加息是有差别调整,长期贷款利率要略小于中短期。

刘建岩表示,除了操作时点,此次加息毫无意外可言。虽然6月宏观经济数据尚未公布,但通胀情况和CPI大体升幅目前已经非常明确,面对突破6%的CPI同比增速,政策上毫无动作显然不合情

也不合理;同时,前两周银行间市场央票利率的上行,也已经较为明确地预示了加息箭在弦上。”

下半年还会不会再加息?刘建岩指出,进入三季度后央行的加息压力或将逐渐减轻。货币政策除了控制通胀,还要兼顾经济增长,下半年国内经济运行整体上将延续回落趋势,体现在数据上是GDP或投资、工业生

产的环比增幅缩小甚至负增长。与此同时,6月CPI很可能是年内最高值,三、四季度可望逐级回落。刘建岩表示,如在上述经济运行态势下,央行既没有因为经济过热而需要抑制总需求的压力,又没有CPI增速上升带来的控通胀压力,虽然实际利率仍然为负,但差额在逐渐缩小,维持稳定或将是更好的选择。