

资金紧平衡 做好流动性管理

吴江

今年以来，央行持续使用紧缩货币政策，存款准备金率已调至 21.5% 的历史高位，货币市场已进入一种紧平衡状态。此前，市场普遍预期资金面经历 6 月下旬的极度紧张之后，会在 7 月稍有缓和，但货币市场利率高位振荡、几次国债发行流标，彻底打消了这种预期。紧缩政策已使货币市场处于一个临界状态，敏感性非常高。原来几千亿规模的央行净回笼或者大盘股申购冻结资金，可能对货币市场来说都波澜不惊，而现在，几百亿规模的资金冲击，都可能造成货币市场利率骤然上升。

我们预计，这种状态在下半年很难改变。首先，货币政策的紧缩力度不会放松。虽然通胀可能出现缓解的迹象，但通胀压力仍存，最近的中央政治局会议仍把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，并未提及保增长；其次，不能忽视美联储推出第三轮量化宽松（QE3）的可能性，一旦推出，热钱流入，大宗商品价格上涨，我国央行势必进行对冲，届时的准备金政策再也不是微调工具了，势必对货币市场造成巨大冲击；再次，下半年公开市场到期量仅为 1.36 万亿，不到上半年到期量的一半，这使央行被动投放市场的资金减少，而期待央行主动向市场投放资金是希望渺茫；最后，目前银行体系超额准备金水平处于历史低位，而对未来流动性状况的悲观预期，使许多机构在资金运用上更为谨慎，市场资金更加稀缺。

在货币市场紧平衡的状态中，不论机构投资者还是个人投资者，做好流动性管理都显得更加重要。一方面，从收益的角度来看，上半年，在资金收紧并逐步到临界状态的过程中，无论股市还是债市都表现不佳，而配置一些货币市场产品则可获得高企的货币市场利率收益。另一方面，从风险的角度看，资金紧张融资成本骤然升高，在某些时点融资越来越困难，流动性风险更加凸显出来，因此就更需要做好流动性管理。

(作者系农银汇理货币市场基金经理)



人无远虑 必有近忧

杨鑫鑫

股市通常被认为是高风险的市场，盈利概率很低，尤其是对于信息渠道相对狭窄的个人投资者来说，通过股市盈利很不容易。事实真的如此吗？

过去 10 年，股市中并不缺乏上涨 10 倍以上的牛股，在股市中获益丰厚的牛人或者机构投资者也不鲜见。大部分个人投资者之所以不能获得理想的收益，一个重要的原因就是没有真正明白“人无远虑，必有近忧”的道理。

股市投资首先重要的一点是要有远虑。对于股市运行的趋势，投资者要有自己的判断；对于买的股票，要有深刻认识；对于自己在股市上的盈利模式，要有准确的定位。很多投资者从来不考虑这些，只看图形或听着新闻进行交易，为自己股票的涨而喜、跌而悲，这样的股票交易，更像是一种娱乐消费，怎么可能取得预期的良好收益呢？

在具备远虑的前提下，投资者还需要注意的一点是：小不忍则乱大谋。很多情况下，投资者对大势、对个股都有比较明确的判断，但消息面的变化、指数与个股的波动甚至至于自身情绪的变化，都会影响其实际操作。事实上，这些变化和波动正是在考验投资者的远虑是否坚定，只有对大势、个股有足够深刻的认识，对自身投资理念有足够的坚持，才能避开外界因素的干扰。这一点也是区分投资者水平的关键因素。

许多人认为，远虑对信息渠道不畅的个人投资者来说过于困难。其实，专业投资者虽然信息量大，受到的干扰也更多，比如，公募基金要考虑短期排名压力，追求绝对收益的私募基金要考虑客户感受，专业投资者未必不明白小不忍则乱大谋的道理，但可能会遇到自己能忍，决策者不能忍、客户不能忍的被动情况。而个人投资者在自己风险承受范围内，完全可以更加专注于对市场和个股的独立思考，做到有远虑、无近忧。

(作者系华安基金基金经理助理)



走出非涨即跌的二元化思维误区

邵喆阳

如同 2011 年异常复杂的经济形势，上半年的 A 股表现可谓十分折腾。多数热点转瞬即逝，多数趋势持续时间都不长，一旦市场开始认识并跟随这种趋势，马上就急转直下，这让体型庞大、身手不矫健的基金们往往无法应对。不过，今年说好做也好做，如果能认清大小盘风格的切换，回过头来看，上证就是在 2600 到 3000 点来回波动，还有比这个更加好做的市场吗？

当然这只是马后炮，市场小波动、心态大波动背后深层的原因是什么？从 2006~2010 年，多数人都开始

基于过去几年的经验，投资者倾向于用所谓的经济周期来解释市场，这个月上涨了，宏观就向上，下个月跌了，又说库存周期开始，这种所谓的解释即使不是胡扯，也过于牵强。

熟悉 A 股市场不疯狂就灭亡的节奏，过于喜欢用二分法简单预测市场，全球最高波动性俨然成为了 A 股的名片。即使在 2010 年这样最小波动区间的市场，上证也最高达到了下跌 30%，上涨 40% 的过山车行情，当我们面对 2011 年半年仅波动 15% 的市场，大家都因为不熟悉而无法适应。

基于过去几年的经验，投资者倾向于用所谓的经济周期来解释市场，而这却和目前的情势不大吻合。今年的策略和宏观异常难做，这个月上涨了，宏观就向上，下个月下跌了，又马上说库存周期开始，这种所谓的解释即使不是胡扯，也过于牵强，所以，习惯于用非黑即白的方法来预测股市的投资者就比较难做了。依笔者

谨慎看好债市 关注高折价债基

证券时报记者 李涪涪

由于资金面紧张加之城投债话题持续发酵，近日债市可谓波诡云谲，信用债、转债齐齐下跌。目前，相当部分债券的收益率已非常有吸引力，债市是否已过度下跌？哪些品种更有投资价值？未来宏观政策的走向对债市有何影响？如何看待城投债的风险？带着这些问题，证券时报记者专访了鹏华丰收债券基金经理阳先伟和国投瑞银固定收益组副总监、稳定增利债券基金经理韩海平。

关注封闭式、杠杆债基

证券时报记者：近段时间债市行情低迷，您怎么看下一阶段债市走势？比较看好哪些品种？对基金投资者来说，是否是场内可交易品种的捡漏好机会？固收主动板块中主投信用债的品种，下跌较多，是否存在买入的机会？一些封闭式债基折价率节节攀升，被误伤的杠杆债基，是否有投资机会？

阳先伟：我们认为目前利率产品和高等级信用产品已经处于相对低位，在下半年经济减速和通胀预期回落的大背景下，债市机会大于风险；但部分中低评级信用品种的表现可能仍然会受到信用事件的拖累。近期我所管理的债券基金仍然坚持上半年的投资策略：谨慎看好债市并着重关注中期高等级的信用品种和利率品种，我们在下半年仍然维持这一策略。

信用债的种类繁多，还不能笼统地说都下跌较多。不同的债券面临情况不尽相同，基本面信息也不完全充分。因此，难以概括判断哪些信用债下跌是因为真实的信用风险，哪些下跌是因为流动性紧张所引发的抛售导致。我个人认为目前还无法对这类品种进行准确的风险评估，因此是否存在“捡漏”的机会，也难以判断；原则上说面对未知的风险宜谨慎。

韩海平：在通胀高企、资金面较为紧张的不利影响下，债券收益



率节节攀升，但我们也注意到，债券收益率已经非常有吸引力，投资价值明显。我们认为，三季度末应该是个比较好的介入时点。在品种上，由于经济景气度还在下滑过程中，我们相对看好利率产品，信用产品收益率也非常有吸引力，但需要精挑细选。受流动性紧张的影响，现在场内交易的封闭式债基以及部分杠杆债基的折价幅度较大，折价率普遍在 8%~10% 之间，这部分产品存在较好的交易机会，未来随着流动性的改善这种过高的折价率有望逐渐收窄，当然这需要投资者密切关注流动性的变化。

政策放松是时间问题

证券时报记者：在货币紧张的背景下，请您预测一下政府的宏观政策是否会有所放松？时间窗口在哪里？关键的因素是什么？有市场观点认为，未来宏观经济增速将放缓，这有利于债市走强，您如何看待这一观点？

阳先伟：宏观政策肯定会放松，只是时间问题，但时间窗口无

从判断，取决于什么时候经济明显减速、失业率上升、通胀压力下降，或某个时候国外大经济体出现较为严重的风险事件等等。

韩海平：由于当前通胀压力还比较大，我们认为政府的宏观调控政策在短期内难以放松。如果真有放松，比较可能的时间点是在四季度或者以后，促使政策放松的因素应该是通胀压力有比较明显的缓解。总体来看，如果政府能保持目前的调控力度，未来经济增速放缓、通胀压力下降是大概率的事件，对于债市的中期走势较为有利。

机构抛城投债促政策出台

证券时报记者：有业内人士认为，城投债并没有现实的风险，机构现在的抛售反应主要还是一种博弈策略，导致目前城投债的投资需求基本消失，这是不正常的，机构是希望借此促政策出台，期待政府对城投债的债务风险进行通盘的制度考虑。您如何看待这一问题？

阳先伟：个人认为城投债确实存在风险，只有国债才可以被称为无风

险，固然经济存在波动，但决定市场波动的更多是投资者的情绪，情绪波动夸大了市场波动。

目前国内政治、经济与海外动荡的经济相互纠结，股市基本进入了一个中短期的无聊期，大资金能作为的空间很小，小资金都在想方设法搞短期收益。在这种环境之下，我们要学着用平和的心态看市场。当市场上涨了一段时间以后，大家变得乐观起来，我们要留个心眼；当市场下跌一段时间，又有人说中国崩溃论的时候，我们不妨就笑一笑。对应到股票上，除了 40~50 倍市盈率的股票，以及那些完全依靠流动性推动的大盘股以外，我们仍可以发挥选股能力，安心做股

东也不错。切勿极度乐观、也不需过度悲观，如果擅长折腾，就拼命折腾，如果不擅长，最好就少动一些。

事实和数据是一维和二维的，情绪是三维的，想象力是四维的，中国人偏偏就喜欢在情绪和想象力上炒股票，难度可想而知。基本面是风，股价是幅，风吹幡动可快可慢，但情绪如何动，是更大的问题。目前来看，那些非喜即悲的人仍在继续横冲直撞，继续吆喝，等到他们也开始认识到股市的确开始变得无聊，开始倡导平稳心态，高唱不以物喜、不以己悲的时候，我们再仔细观察，那时候大市应该离盘整不远了。

(作者系华宝兴业收益增长基金经理)

华泰柏瑞张娅：长期投资中小盘ETF

证券时报记者 程俊琳

在大幅调整后，中小盘股再度引发市场关注。华泰柏瑞指数投资部总监张娅表示，当前时点，上证中小盘 ETF 较宜使用长期投资策略。

张娅说，经过 2011 年以来的调整，上证中小盘指数市盈率已回落到 19.21 倍，处于 2005 年以来的历史估值中位数下方约 32% 处，中小盘股票的超额收益有望伴随结构调整周期的实质性展开，再次得以体现。

她指出，ETF 有长期投资策略、阶段配置投资策略、短期波段投资策略、对冲投资策略等多种投资策略。上证红利 ETF 更适合在经济周期景气中后期长期参与，适合在价值股行情中投资，而上证中小盘 ETF 更适合在转型周期伊始长期参与。

张娅指出，上证中小盘指数成份股前 5 大行业为医药生物、机械设备、化工、交通运输和交通运输，与“十二五”规划中产业升级的方向较一致。细分二级行业中，约 33% 的权重直接归入各类产业升级的细分子行业。当通胀水平开始回落，上证中小盘 ETF 将会为抓住经济转型中产业升级机会的投资工具之一。

张娅认为，A 股市场大小盘风格转换背后的实质是产业周期的更替。海外经验显示，在经济转型的背景下，中小盘指数的表现超越市场平均水平的概率较大，时间窗口也较长。这种情况在当下 A 股市场日益明显，特别是 2009 年以来，中小盘股票的超额收益持续时间超过 1 年，根本驱动原因就是中国经济正处于产业转型周期的转折点。

积极关注资源品的投资价值

刘建伟

近期市场持续调整，继续对前期较快的涨幅做一定消化，对国内外不确定性因素的担忧，也使大盘上攻乏力。从行业上来看，非周期性的食品饮料取得正收益，在所有行业中表现最好，同属防守型的医药、零售等板块下跌幅度也小于指数，周期属性较重的黑色金属、有色金属、交通运输、建筑建材等行业在避险情绪驱动的抛压下表现较差。

尽管欧盟对希腊债务重组采取了阶段性的措施，暂时缓解了市场的担忧情绪，然而欧元区债务危机还远未结束，不但希腊、葡萄牙等国近期局势持续严峻，欧元未来的走向依然扑朔迷离。美国国债上限的谈判本周也是最后的倒计时阶段，不论是共和党主张的短期方案还是民主党坚持的长期方案，都令人对美国国债未来的价值产生不安。

展望未来中国经济发展，通货膨胀水平依然会是下半年市场关注的重点。政府正在积极引导市场通胀预期，政策调控节奏开始更多关注通胀拐点，而不再是单纯的通胀水平。在投资方面，我们会积极关注资源品类的投资价值，尤其是业绩增长稳定性强的品种以及价值被低估的公司。

升竞争力是制造业未来必经之路，海工装备、航空航天等高端制造业依旧是我们关注的重点。

另外，值得关注的是国内产业和劳动力的西移，这是改革开放 30 年以来出现的一个新的变化。随着国内高铁渐成网络，将带来交通物流效率的大幅度提升，中国可以进一步通过陆路拓展中亚、西亚乃至欧洲的市场，这可称为中国地缘上的战略纵深。我们看好西安及其周边地区在西部开发以及连接中亚、西亚大格局中的战略地位。

从一个长周期看，中国需要通过结构调整和布局，完善上述两大战略纵深，使中国未来的可持续发展将得到进一步的保障。目前，战术上可以参与市场，战略上，我们仍需更多的等待和观察。

(作者系鹏华盛世创新基金经理)

(作者系博时基金基金经理)

战术上积极参与 战略上静观其变

唐文杰

回顾 2009 年以来的宏观和市场环境，保增长，扩内需，调结构，上水平”一直是政策的着力点，在不同阶段，侧重点有所不同。这四个方向，从实施进度上看，由慢到快；从实施难度看，由易到难；从见效时间看，由短到长。目前，经济处于结构调整过程中，股市也必将是个结构调整的过程，各子行业之间的市值占比将消彼长，而市场盘整震荡的大格局难以发生根本性改变。从一个较短的周期看，股市存在一定的机会。原因在于：

政策进一步持续紧缩的条件不具备。保增长、调结构和控通胀这三个目标是并行的，经过连续加息和提高准备金后，政策进一步大幅

紧缩的空间较小。考虑到前期累积的紧缩举措对实体经济的影响在二季度逐步显现，未来政策面或会出现一定程度的放松。

从市场估值看，整体处于相对合理的水平，进一步回落的概率较小。目前大市值股票估值处于历史低位，中小市值股票经过过去半年的回落，部分成长性较好的公司价值显现。截至 7 月 15 日，沪深 300 静态市盈率 14.7 倍，市净率 2.3 倍；中小板指数市盈率 33.6 倍，市净率 5.5 倍；创业板指数市盈率 55.6 倍，市净率 4.4 倍。

对一些事件性问题，如地方债、国际评级公司下调国内银行评级等，可能没有想象中那么严重。以欧债危机为例：2009 年底，评级下调潮第一波，美元指数最大涨幅 19.6%；2010 年底，评级下调

潮第二波，美元指数最大涨幅 7.7%；2011 年 3 月，评级下调潮第三波，美元指数最大涨幅 1.6%。很明显，调评级和美元指数涨幅之间的关系，也符合边际效用递减规律。

因此，随着市场整体估值水平的回落，以及未来通胀翘尾因素影响的逐步减小，市场的不确定性将降低，股市将面临一个较好的投资时机。

从中长期的角度看，中国有两大区别于其他国家的特点：庞大的制造业产能和消费人群。政策的导向是鼓励消费，在庞大的制造业产能和消费人群之间，应能搭起一座消费以及保障消费的制度化桥梁，中国经济的内生增长将进一步得到加强，这可称为中国经济的战略纵深。正因为有足够的战略纵深，中国经济还有很大的结构调整和优化的空间。

另外，高端化、提高附加值、提