

## 转债市场接近长期底部

朱才敏

今年以来,转债市场一直呈现震荡调整局面。年中城投债事件导致部分债基遭遇赎回,进而抛售转债;在此苟延残喘之际,转债市场再次遭受存款准备金缴款范围调整以及中石化计划发行第二期转债公告的双重打击,终于不堪重负,8月29日至9月9日中信标普可转债指数下跌7.51%、沪深300指数下跌5.17%、上证综指下跌4.38%。

转债为何会出现暴跌?除了巨大供给打压转债市场的估值水平和股市的持续下跌外,更为重要的是,石化转债2期公告导致转债投资理念和估值模式可能发生改变。

传统意义上,对转债的估值是基于纯债价值+转股期权-赎回期权+回售期权+修正期权,其中“转股期权-赎回期权”是转债溢价的主要来源,投资转债的收益主要来自正股上涨带动转股期权价值的增加,市场也习惯认为发行转债是为了股权融资,并不质疑转债到期前会顺利转股。然而,石化转债2期导致这一美好预期的坍塌,即对于无回售压力且不差钱的公司,发行转债可能只是为了低成本债务融资,并不在乎到期能否促进转股,市场意识到公司没有促进转股意愿后,非但修正期权的价值清零,而且“转股期权-赎回期权”的价值也迅速下降。

截至9月9日,已有8只转债跌破面值,仅1只转债价格在110元以上。转债市场的平均转股溢价率和纯债溢价率双降,以隐含波动率为代表的转债市场估值水平已与2008年四季度相当,略高于2005年三四季度的低点,与转债正股的历史波动率也相当于打了6至7折。

从中长期来看,转债已经具备了比较明显的长期投资价值,但是接下来转债市场的回暖可能还需要较长时间。

一是因为后续可能还有转债融资预案发布;二是未来资金面情况并不明朗;三是对于价外转债需要有发行人主动下调转股价格、提升转换价值,从而提升转债“转股期权-赎回期权”的价值以达到提升转债估值水平的目的,这需要一些切实回售事件发生的触动。当然,转债市场的回暖最终还是要看股票市场的脸色。

(作者系华安基金固定收益研究员)

**智诚相伴**  
INSIGHTFUL PARTNER

**华安基金**  
Huaan Funds

客服热线: 40088 50099  
公司网站: www.huaan.com.cn  
手机基金网址: wap.huaan.com.cn

## 节能环保行业将爆发性增长

付柏瑞

日前,工信部网站公布《国务院关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》。到2015年,全国万元国内生产总值能耗下降16%;全国化学需氧量和二氧化硫排放总量比2010年下降8%;全国氮氧化物和氨氮排放总量比2010年下降10%。

这个通知的出台,从产业结构调整、节能技术、环保政策方面进行了方向性指导;节能环保是战略新兴产业中最重要的部分,涉及面广、影响大。落实到电力设备与新能源领域,涉及的上市公司非常多。

新材料行业将是七大战略性新兴产业中第一个出台详细规划的产业,功能膜材料被列入新材料“十二五”重点扶持专项工程。可以预计,水处理膜、太阳能电池膜、平板显示薄膜、半导体及微电子用薄膜等领域,将涌现出一批成长前景良好的公司。“十二五”期间,新材料产业规模将达到2万亿元人民币,年均增长率超过25%。

污水处理产业是另一颗新星。根据《2008—2020年中国环境经济形势分析与预测》,未来5年、10年,我国废水治理投入将分别达到1.27万亿元和1.56万亿元,其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到5753亿元和5578亿元。在技术路线选择上,攻克生物膜反应器技术是既定方向。这预示着国内污水处理行业将紧跟国际市场步伐,全面进入“膜时代”,预计未来5年污水处理膜的市场需求将达300亿元。

“十二五”是国民经济的重要转型时期,也是中国资本市场的重要转型时期,投资一定要顺应经济发展的重要转型方向。在市场整体低迷的情况下,我们会精挑细选,为“十二五”开局之年的投资做好准备。

(作者系农银平衡双利混合基金经理)

**农银汇理基金**  
ABC-A FUND MANAGEMENT

40068-95599  
www.abc-ca.com

**让价值回报成为一种习惯**

# 全球经济将进入通货紧缩阶段

吴照银

近期,海外股市大幅震荡,2008年金融危机后,全球经济将何去何从,通胀?通缩?抑或滞胀?

从全球经济长周期看,2008年大衰退,标志着世界经济自工业化以来第五轮长波的终结,世界经济很难再现过去十几年的辉煌。一轮长周期的兴起通常会出现能推动全球产业升级的重大技术革新,目前还观察不到新的重大技术革命,2009年美国试图推动新能源技术引领产业革

命,但很快发现技术上难以突破。

我们来分析发达经济体的现状。美国中观层面的重要问题是产业升级的断层,即传统产业如汽车、房地产等正快速步入黄昏;IT产业需要不断升级,但目前并不具备大规模升级的条件。产业断层衍生出大规模的结构性失业,美国经济在短期内不会有起色,无论推出什么样的财政货币政策都如此。

欧洲的问题更严重。除产业断层,欧洲还面临巨大的社会福利包袱,多消费少生产的经济模式很难

长期延续,寅吃卯粮的债务处理模式也急需改变。另外,日本经济长期萧条的根源在于人口大幅负增长,带来消费和生产负增长。总体上,发达经济体暂时看不到出头之日,经济将持续低迷。

经济低迷对应的基本面形势有可能是通缩,也可能是滞胀。目前看来,世界经济滞胀的可能性较小,而更大可能会演化为通货紧缩。

2008年经济危机后,各国政府都通过扩大货币供给来刺激实体经济,现在,各国货币政策几乎都走到

了尽头,货币当局不再扩大货币供给,有些甚至开始略有收缩,经济系统的货币不再增加。

经济系统自身的货币沉淀也不容小视:全球金融市场去杠杆化导致货币乘数下降,流通中的广义货币在减少;由于持续的经济低迷,全球资金的风险偏好下降,投资者主动降低风险头寸,投机资金数量减少,货币的活性下降;经济低迷导致大量的信用风险,企业坏账大量增加,“蒸发”掉了大量货币;更重要的是,当经济下行时,货币流通速度会持续减慢,

使实际流通中的货币成倍地减少。

在通缩的背景下,全球资本市场将动荡不安,不同市场表现各异。首先,由于经济低迷,各国都希望压低本国币值,美元可能形成一轮升值趋势,人民币的升值趋势可能会戛然而止。其次,各国股市仍将漫漫寻底,千万不要猜测估值底部在哪里,那会让你很伤心。最后,由于需求下降和货币收缩,大宗商品价格将会趋势性下跌,黄金价格也不能免俗,2000美元也许是一道难以逾越的坎。(作者系国联安基金宏观策略分析师)

## 系统性风险减弱 A股天亮不太远

证券时报记者 李添添

在欧债危机和通胀高企的内忧外患夹击之下,表现纠结的A股到底何去何从?8月CPI略有回落,通胀见顶的预期是否已兑现?证券时报记者采访了国投瑞银基金投资部副总监徐炜哲和中欧基金策略研究员腊博。

**政策不会再紧也不会放松**

**证券时报记者:**7月CPI增速创出37个月新高,8月仅略有回落,仍高于预期。通胀见顶的预期是否已兑现?货币政策在短时间内会有调整转向吗?在抗通胀与保增长之间,政策会怎么抉择?

**徐炜哲:**8月份CPI出现了预期中的小幅回落,我们预期四季度通胀应该会有一定缓解,但会是一个缓慢回落的过程。欧美经济情况不容乐观,油价及大宗商品价格步入下降通道,一定程度上有利于缓解国内输入型通胀的压力,下半年通胀风险不会太大,国内紧缩政策继续加码的可能性较小。

**腊博:**7月份CPI是否仍为顶部尚不能确定,根据我们的监测,9月份CPI可能会接近7月份的高点。不过,随着需求的回落和前期宏观调控的逐步显效,新涨价因素正在减弱,10月和11月CPI会出现比较明显的回落。在目前9%以上的经济增长和6%以上的通胀水平下,“控通胀”还是政策的首要任务,不过,外围形势比较动荡,预计货币政策应该不会继续从紧,但也不会放松。

**市场离黎明不算太远**

**证券时报记者:**怎么看四季度的A股走势?目前的市场是否会如主流观点认为的“正在加速筑底之中”?

**徐炜哲:**今年A股市场在内忧外患叠加下表现纠结,年初以来我们一直比较谨慎,但近期有所转变,目前我们较为乐观。由于欧洲和美国债务危机的影响,两个地区未来可以动用的货币政策非常有限,经济增长也将长期趋缓。这对新兴市场来说,反而是有利的形势,由于发达国家经济增长的放缓,能源等大宗商品的价格下跌使新兴市场的通胀压力得到部分缓



春雨摄

解,对这些国家政策的弹性空间和加速提供了有利条件。虽然短期内政策放松的概率较小,且资金面较为紧张,但是如果政策保持相对中性,不再继续出台紧缩政策,未来市场向好的概率较高。

**腊博:**目前市场已经反映了部分经济减速的预期,不过,由于担心“黑天鹅”事件的发生以及看不到货币政策的转向,市场缺乏做多动力。未来发展可能会经历两条路径,第一是市场预期与实际情况出现偏差,预期会继续下调;第二是市场预期符合实际情况,货币政策不会转向。无论走哪条路,都不太支持股市出现反转。我们认为出现第一条路径的可能性较大一些。

所以,在目前阶段,判断市场见底还有些早。政策转向的条件与市场当前对经济的预期还存在差距,但估值和业绩较大的结构性差异,说明股市面临的系统性风险在减弱,如果说上半年股市还处于“黄昏”,那么下半年股市正在经历“黑暗”,离“黎明”已经不算太远了。

**证券时报记者:**在目前的市场环境中,您倾向于采取什么策略?四季度看好哪些行业或投资主题?

**徐炜哲:**在目前的结构性行情中,成长股的挖掘将成为超额收益的主要源泉。我们将从两条主线出发,一方面重点关注成长性较好的医药、消费、新兴产业等行业,另一方面关注估值较低的银行、地产、保险等蓝筹股。

**腊博:**当前我们对股市还比较谨慎,但随着各行业估值的回落,市场对业绩减速的预期越来越充分,市场应存在结构性机会。在经济减速和通胀第四季度回落的大背景下,我们更加关注同时具备估值安全性、行业基本稳定、业绩存在预期差、未来还可能受益于政策预期变化的行业。

**消费股仍有相对优势**

**证券时报记者:**弱市环境大家的关注点很容易集中在消费行业,怎么看消费类股票的机会?

**徐炜哲:**在经济下行的背景下,投资产业链相关的行业以及一些周期性行业受经济周期影响较大,而大消费行业受经济周期波动较小且业绩增长较为确定,在相对弱势的行情中,消费等防御性行业会受青睐。目前有些消费板块的估值并不便宜,各个细分行业的分化较为明显,只有持续稳定的盈利增长才会使其估值更有吸引力,我们将根据细分行业的业绩预期进行结构调整。

**腊博:**在货币政策没有转向之前,消费类行业的相对优势仍可保持。但随着其他行业不断下跌,股价所包含的负面因素越来越多,其中不乏一些悲观预期过度的行业,消费类行业的相对优势应该会逐步减弱。放在长期的角度来看,消费类行业的成长性决定了他们是风险收益比最好的行业,过去10年收益率最高的前10大行业中,白酒、医药、零售、景点均在其中,而白酒涨幅在全行业

**国投瑞银投资部副总监徐炜哲:**近期我们较为乐观,虽然短期内政策放松的概率较小,资金面较为紧张,但如果政策保持相对中性,不再继续出台紧缩政策,未来市场向好的概率较大。

**中欧策略研究员腊博:**我们对中小板和创业板仍较谨慎,从历史比较来看,中小板和创业板不具备估值优势,而且,较多创业板公司上市之前业绩存在虚增的情况。

中最高。所以,我们建议多以长期和自下而上的角度,看待消费类股票的投资。

**对中小板和创业板仍较谨慎**

**证券时报记者:**近日,中小板指数创13个月新低,中小股票是否已经调整到位?如果小股票见底,是否意味着市场机会即将来临?

**徐炜哲:**经历年初以来的持续下跌,各类指数的估值都在向2008年金融危机时的水平靠拢,截至9月15日沪深300指数的滚动市盈率为11.71倍,已接近2008年历史低位,而中小板指数的滚动市盈率也降至34.32倍。中小盘股票是否调整到位尚不能一概而论,在目前的结构性行情中,我们应该跨越大盘中小盘等传统概念,布局一些业绩超预期、具有竞争力的成长股。

**腊博:**作为整体和自上而下的观察,我们对中小板和创业板比较谨慎,主要以下几方面原因:第一、虽然目前大盘的估值与2008年相当,但估值的结构性差异还是比较大,从估值的历史比较来看,中小板和创业板不具备估值优势;第二、较多创业板公司上市之前业绩存在虚增的情况;第三、在经济减速的大背景下,中小板和创业板上市公司的抗风险能力并不比大公司好多少。从二季报的情况来看,创业板上市公司利润增速明显弱于全部A股,这里面有宏观经济环境的影响,也有前期业绩虚高的影响。

## 猴子、鳄鱼与黑天鹅

黄鑫

刚入行不久时,公司的一位前辈讲了一则故事:在东南亚的热带雨林,经常可以看到一群猴子在树上玩耍,而树梢下面的河流里潜伏着一只鳄鱼。鳄鱼微露着脊背和鼻孔,好似一座礁石。调皮的猴子时常会忘乎所以踩在鳄鱼的背上,而鳄鱼却一动不动。突然间,鳄鱼猛地一回头,将背上的猴子拽入水中。顿时猴群大乱,一哄而散。过不了多久,丛林又恢复了平静,猴子们回到水边尽情玩耍,刚才那一幕又在不断上演。

前辈想告诫我的是,在资本市场中,参与者都会犯错,但千万别天真地以为“下次我就不会再犯了”。

还记得去年“十一”长假后的井喷行情吗?节前市场还在2600点附近摇摇欲坠,节后就因美国推出QE2(二次量化宽松)完全变天。但折腾了一年后果然又如何?世界范围内的债务危机愈演愈烈,美国、欧洲陷入衰退看来不可避免。不论A股、港股还是欧洲三大股指,目前都创下QE2后的新低。眼下,市场又开始憧憬QE3了。

国外有心理学家研究过,人类对痛苦的记忆只有3个月。对于大多数人而言,日子总是要过的,不能总是沉浸在痛苦的回忆中。这部分解释了为什么资本市场的参与者常常重复犯一样的错误。

记忆中较为深刻的案例是去年华侨城太空舱出事后的市场表现。当时我的第一反应是,这对华侨城可能是一个非常严重的打击。出乎意料的是,华侨城在两个跌停后就止跌了。此后经历了那么多行业利空的狂轰滥炸,其股价仍然高于太空舱事故时所触及的最低价。听说在华侨城第二个跌停板的时候,一位基金经理中的逆向投资者拿着钱袋子进场了。如今想来,估计这位老兄不是铁石心肠,就是对人性早有一番揣摩,知道人类对于痛苦,其实忘记得很快。

不过,逆向投资很难学,想成为鳄鱼并不容易。日本地震后的核泄漏造成了人们对海产品的恐慌,如果你是逆向投资者,就有可能在那时进场买入水产股,海产品的需求在短暂的低迷后很快恢复,几个月过后有几个人还惦记着核辐射啊?从投资角度看,这是一次典型的黑天鹅事件,这次逆向投资是成功的。但不久又发生了渤海湾漏油事件,又是一次黑天鹅冲击!这时候,你会惊讶,黑天鹅怎么是一群啊?

(作者系鹏华动力增长基金经理)

## 博时基金刘建伟: 优选防守性行业

博时行业轮动基金经理刘建伟表示,未来市场将以盘整为主,系统性投资机会不多,投资者可选择防守性品种,如资源类、医药和食品饮料业个股,以及有一定防守性的银行股。

刘建伟认为,虽然中国经济基本面总体看好,A股市场两年来却一直低迷。主要原因在于目前A股的规模已经相当大,2400点的总市值已经超过2007年6124点时的总市值,流动性成为影响市场走势的最重要因素之一,货币政策对A股市场走势有着至关重要的影响。虽然8月份CPI增长6.2%符合市场预期,通胀最坏的时刻已经过去,但在未来数月CPI仍会处于高位的情况下,预期政策转向还过早,当然,货币政策应该不会更紧,投资者可以适当选择一些防守品种进行适量配置。(杜志鑫)

## 华宝兴业标普石油天然气上游指数基金拟任基金经理尤柏年:

# 看好油价 买油气上游行业

油气作为稀缺有限的不可再生能源,供求长期偏紧,长远来看必将增值。那么,我们是否该囤点石油?这不具备可行性,并且我们还有更好的选择——油气上游产品。对油气公司而言,其企业价值核心体现在其控制的资源,即上游开采业务,因为上游业务体现的资源稀缺性更为显著。中石油上游业务的收入占比仅为16.09%,但上游业务利润占比达87.66%;中石化上游业务收入占比仅2.31%,上游业务利润占比为43.34%。

我们熟知的中石油、中石化等并不是跟踪油价上涨的好标的。来看一组数据:2009年11月30日

至2011年7月29日,WTI原油期货价格上涨8.80%;中石油股价却下跌了20.71%。原因就在于,国内上市公司中目前没有纯上游的油气公司。我国的成品油价还未实现市场化,A股油气公司炼油业务的产品定价受到发改委的调控,在原油价格上涨期间,政府往往会出于稳定能源价格的考虑,延缓原油价格上涨向成品油价格的传导,常会出现油价上涨但油气公司利润反而减少甚至亏损的现象。

相比之下,油气上游指数则是能跟随油气价格同步走高,甚至涨幅超越油价的投资品种。美国上市的标普石油天然气上游指数就是典

型代表,该指数可完全传导油气价格上涨,与油价及GSCI能源指数的相关性大部分时间都在0.6以上,在油价上涨中的累计涨幅甚至超越了油价本身,2009年11月30日~2011年7月29日期间,WTI原油期货价格上涨了8.80%,跟踪标普油气上游指数的ETF涨幅达到了61.94%,在油价长期上涨中收益较大,是较好的跟踪油价的标的。目前,上游油气公司股票的股权已成为各国的战略性资源,极难获得。国内投资者通过投资该类型基金,如国内正在发行的华宝兴业标普石油天然气上游指数基金,可作为获取上游油气股票股权的一种捷径。

油气主题投资产品还可作为抗通胀的有利工具。典型抗通胀商品有黄金与油气。从黄金的绝对市值对应的购买力来看,目前存在一定的泡沫。而油气价格相比黄金低估不少,二者本身的价值也是不可等量的,在金融危机、战争中,黄金的特殊作用是避险;但当经济平稳发展,油气比黄金更能把握经济命脉,创造生产力和价值。2002至2010年间,WTI原油期货价格累计上涨371.46%,远超我国CPI的累计涨幅26.29%,有效抵御了通胀风险。在全球通胀预期下,以油气为代表的资源能源等大宗商品需求还将不断上升,进一步推动其价格上涨。(张哲)