

平安大华投资总监颜正华:

A股市场三季度将迎来大级别行情

证券时报记者 余子君

2012年一季度,A股市场胶着前行,在宏观经济持续放缓、上市公司盈利仍在寻底的背景下,A股市场将何去何从?平安大华投资总监、平安大华策略先锋基金拟任基金经理颜正华表示,目前中国经济正处于衰退末期,通胀得到有效控制,未来货币政策将进一步放松,三季度甚至会降息,加上上市公司盈利状况可能在二季度见底,三季度A股市场可能会引发一场大级别行情。

经济进入衰退末期 股市迎来最佳投资时机

从投资角度来看,颜正华认为,当经济增长周期进入衰退末期,股市进入底部区域,正是最好的入市时机。

目前中国经济正处于衰退末期,一季度国内生产总值(GDP)增速为8.1%,为近几年最低水平,预计全年GDP增速都会保持在8.3%左右的水平;进出口方面,增速也非常低,在10%左右,创下近几年的新低;投资方面下降也非常快,以基建指标为例,2009年基建投资比例为42.9%,2010年下降至18.6%,2011年下降至9.3%,而今年一季度更是下降至0。客观经济数据显示出,中央对经济下滑的容忍度较高,8%的GDP增速应该是决策层的容忍下限。决策层希望经济低开稳走,因此再出现2008年那样的打“抗生素”的情况概率非常低。从长期来看,这种马拉松式的放缓对经济长期利好,也是中国经济度过转型期的最好模式。

经济处于衰退末期的时候,往往是上市公司盈利开始见底回升之时,也是市场估值处于底部,投资的最佳时间窗口。”颜正华表示,从上市公司盈利情况来看,二季度末有望见底回升。2011年四季度,非金融上市公司净利润同比下滑20%左右,2011年累计净利润同比增长仅4%左右,今年一季度企业盈利压力依然很大。不过随着整体经济见底,政策效应显现,二季度以后,上市公司盈利将逐步回升。目前A股市场整体PE为14.19倍,整体PB值为2.1倍,而2000年以来这两项指标的历史最低值分别为12.6倍和1.6倍。银行、民航、铁路等行业PE、PB值均处于历史底部。

通胀警报基本解除 三季度或降息

关于货币政策,颜正华表示,国内通胀水平同下行趋势较为明朗,政府工作重心已由防通胀转为保增长,因此未来货币政策的放松是可以预见的,三季度降息的概率也很大。

目前中国真实的CPI水平可能就



是3%左右,并没有泡沫,未来较长时间段里都可能会保持这个水平。农民工工资刚性上涨以及农产品价格的上涨都导致CPI很难下降到3%以下。”颜正华指出,在全球资源输入性通胀、中国城镇化建设进一步推进、提升基本保障对低收入者消费需求的刺激、要素价格改革等因素的作用下,居民消费价格指数(CPI)短期内很难快速下降,甚至会有阶段性反弹。但从较长时间段看,受通胀周期和经济增速放缓的影响,通胀同下行趋势较明朗。

在通胀得到有效控制、经济增速放缓的背景下,政府必然会调整之前从紧的货币政策以防止经济下滑速度过快。颜正华预计,今年类似降低存款准备金率等量化措施会不断被动释放,三季度甚至启动降息。目前中国是新兴国家中唯一没有降息的国家,巴西自去年8月以来,已经连续6次降息,印度也启动了3年来的首次降息,无论从经济环境和通胀水平来看,二季度末、三季度都是降息的最佳时间窗口。”

蓝筹股是平衡杆 新兴产业是诱人果实

投资有时候就象走钢丝,需要平衡杆才能走到对岸,摘取诱人的果实。”在谈到投资时,颜正华如是描述,从现阶段来看,以银行股为代表的蓝筹股就是保证我们能安然走过钢丝绳的平衡杆,而以新兴产业为代表的成长股则是面对诱人的果实。

颜正华表示,买入银行股的理由非常简单,首先是估值。目前银行股市盈率仅6倍左右,市净率1倍左右,是市场上估值最低的板块,并处于其历史低位;其次,银行业业绩持续高速增长。数据显示,上市银行2011年均取得了亮丽业绩,一季度业绩也处于高速增长状态,与非金融上市公司业绩下滑形成了鲜明对比。从

颜正华,复旦大学经济学硕士。曾任华夏基金股票投资部策略分析师,基金经理助理,华夏回报、华夏回报二号基金经理。现任平安大华基金管理公司投资研究部总经理,平安大华行业先锋基金基金经理。

2007至2008年,颜正华管理的华夏回报基金,两年累计收益率67.69%,在同类基金中排名第二,颜正华则连续两年获得“持续优胜金牛基金”奖,被证券市场周刊誉为熊市十大王牌基金经理;被晨星、银河等多家机构评为五星基金经理。

产业资本的角度考虑,银行股也是值得持有的;第三,管理层鼓励并积极推进社保、养老金等长期资金入市对于银行等低估值的蓝筹股来说也将构成利好。因为,这些养老金、社保等资金对于风险的控制非常重视,这些资金一旦

入市,公司素质好、安全垫足够厚的蓝筹股自然成为首选。此外,新股发行制度改革减少一级市场对二级市场资金抽血,也有利于蓝筹股估值的提升。

对于新兴产业板块,颜正华认为,中国经济处于转型阶段,新兴产业无疑是未来中国经济发展的大方向,而这些产业一旦成功就没有天花板。以新能源为例,在目前高企的油价背景下,新能源的发展已经关系到国家安全层面,新能源汽车、页岩气、煤化工等行业都值得密切关注。此外,高端装备前景也非常好,这些已经实现技术突破的新兴领域,在海外空间巨大。

不过成长股投资也是一件非常痛苦的事情,整体估值较高,常常出现相中的企业不便宜,便宜的企业相不中的情况。”颜正华无奈地表示,不过经历了前期的调整,目前市场上还是能找到一些便宜的成长股。例如有些医药、食品、饮料公司的市盈率相对盈利增长率就处在历史低位。

热点问答

市场给诚信缺失不良企业 教训远远不够

证券时报记者:近两年来,上市公司的道德风险被集中曝光,双汇、蒙牛事件,以及近期药企铬超标等,您如何看待上市公司的道德风险,您是否会投资这类企业?

颜正华:我觉得香港的处理方式比较好,相对于内地来说,香港投资者的反应更为激烈,抛售更为彻底。从另外一个角度看,香港投资者的这种行为也是对上市公司的一种教育。在香港,如果上市公司出现道德风险或者治理结构等方面的问题,股票市值就会大幅下跌,股东财富急剧缩水,甚至彻底丧失融资功能,教训非常惨痛,因此在香港上市的公司是非常注重诚信和道德的,不敢造假。

A股市场上,投资者虽然也很厌恶这类企业,阶段跌幅也很大,但是总体来说反应还不够,跌得不够狠。如果A股市场能像香港市场那样,那么A股市场的资产配置功能就更强,资金可以主要配置在那些有诚信、治理结构好的公司,而不是交给这些垃圾公司。

如果市场上给这类不诚信上市公司的教训不够,那么未来这种道德风险、诚信风险将会频繁出现,不仅不利于整个社会良好道德风气

的树立,从长远来说,将会给投资带来很大伤害。

证券时报记者:近期监管层出台的一系列改革措施,您是怎么看的?

颜正华:中国证券市场比较重视融资,从过去历史来看,二级市场实质是给一级市场送钱的市场,郭树清主席包括很多经济学家都已经开始重视这个问题,现在已经到了必须改变游戏规则的时候。

郭主席履新后出台的一系列措施都是为改变现有的游戏规则而努力,力争为投资者建立一个长治久安的投资者回报机制。如郭主席提出的上市公司分红机制、新股发行改革、长期资金入市以及退市机制等措施。目前中国上市公司的分红税率偏高,也是造成公司不愿意分红的重要原因之一。从国际惯例来说,很多成熟市场上上市公司分红不再交税,但是中国需要,这个政策严重制约了上市公司的分红热情。

不过,郭主席提出的部分举措已经超出了证监会的管辖范围,需要各部委共同协商,这可能是一个漫长的过程。一旦郭主席的这些举措逐步落实,A股市场现有的不公平游戏规则有望彻底改变,投资价值也将大大提升。(余子君)



布拉德·达拉姆



冯志源

新兴市场风头虽劲 背后风险不容忽视

证券时报记者 季斐雯

美国新兴市场投资基金研究公司(EPRF)发布的报告显示,今年前4个月,新兴市场股票型基金累计资金净流入约25亿美元,而去年同期,新兴市场股票基金被监测到有累计10亿美元的资金流出。资金流动显示出投资者开始倾向于新兴市场。此外,一季度合格境内机构投资者(QDII)基金业绩不俗,投资于新兴市场的QDII基金收益率尤为可观。

对于新兴市场今后的表现是否能持续上扬,证券时报记者对话EPRF董事总经理兼联合创始人布拉德·达拉姆(Brad Durham)和理柏(Lipper)基金研究机构亚洲区研究总监冯志源,以期寻求答案。

证券时报记者:今年一季度,海外市场表现良好,从QDII基金业绩来看,投资于金砖国家或新兴国家的基金业绩尤为突出。您认为今后新兴市场的股市表现将会如何?

布拉德·达拉姆:从目前情形来看,新兴国家的股票市场属于较为安全的资产类别。这是因为新兴市场是由许多经济快速增长的国家组成,其地域多元化、财政平衡性强于发达国家,并且新兴国家中的公司盈利能力强劲,还有可观的股息收益。另外,在未来几年里,新兴市场货币将有大幅升值的空间。

同时,值得注意的是,今年以来,根据摩根士丹利国际资本新兴市场指数回报(MSCI EM index return)的数据来看,新兴市场的股票已经上涨了12.2%,但会有回调和修正的可能。

冯志源:从全球角度来看,新兴市场一季度表现良好只是出于反弹状态。此外,今年一季度新兴市场大幅反弹后,4月开始陆续出现疲软迹象,主要是由于4月以来国际情势较为混乱不明,在多数市场一季度涨势强劲的情况下,短线普遍面临承压,加上受到近期欧元区各

国政治因素,增添了欧债的不确定性。另一方面,新兴市场经济多以欧美等发达国家作为出口后盾,一旦发达国家经济复苏步伐放缓,对新兴市场国家出口需求下降,那么新兴市场国家将会经历较大规模的经济衰退。

证券时报记者:金砖国家各有特色,对于投资金砖国家有什么建议和注意事项?

布拉德·达拉姆:投资金砖国家,最好能将几个市场结合起来,这样比只对单个市场投资的风险要小,与鸡蛋不能放在同一个篮子里的道理一样,要分散投资。另外,金砖国家是个非常具有吸引力的投资主题,在新兴市场,这些国家还享有最有利的人口增速。

冯志源:现阶段新兴市场还存在很多隐患,确定海外市场的主要指标,其一是欧债是否恶化,其二是美国经济能否好转;如果成熟市场表现好,新兴市场将会得到向上的带动力量。

证券时报记者:能对金砖国家各国今后的经济发展、风险因素做个评价吗?

布拉德·达拉姆:金砖国家各有自己的风险因素。巴西受通货膨胀压力影响,高利率一直持续;俄罗斯政治不确定,对外国投资者并不友好,将继续困扰投资者;印度的风险主要是由于其庞大的财政赤字和缺乏改革意愿,以及通货膨胀和利率上升,从而拖累经济增长;而当前中国关注的风险问题则是严重的经济放缓和可能发生的房地产崩盘现象。

冯志源:在金砖国家中,俄罗斯的经济前景比较令人担心。今年一季度,俄罗斯经济同比增长4%,目前的高油价使俄罗斯经济发展受益,但过度依赖能源会影响俄罗斯未来经济的发展,主要风险在于国际油价可能下滑。欧债危机可能拖累世界经济,导致能源和原材料价格下行、油气出口减少,并造成银行资金短缺,对于过度依赖能源的俄罗斯,其经济发展会造成一定的冲击。

印尼经济前景依然正面

莫兆奇

自信贷评级在年初跻身投资级别以来,印尼就备受国际投资者瞩目,外国直接投资不断涌入当地。但印尼股市今年第一季的表现却令人失望,跑输亚洲整体大市。尽管如此,摩根资产管理认为,印尼经济的前景依然正面,企业回报亦属区内佼佼者,尤其是当地中小型企业,仍存在不少增长空间和投资机会。

当前,印尼政府正在研究就基本金属和热煤行业征收出口税,以刺激行业收入及投资,同时防止矿藏过度开采,当局计划今年征收25%税率。

由于印尼的煤产量占世界总量的6%,今年的产量预计可达3.9亿吨,因此,印尼当局的重税计划将为中国、印度、韩国和日本等国带来明显影响。市场担心,印尼出口企业的利润率会随之缩水,而未来世界煤炭的整体供应短缺亦可能拖慢新兴市场的增长步伐。

尽管面对国内外的诸多不确定因素,我们认为印尼的经济增长仍具动能,低利率及内需强劲都将支持经济增长。据印尼央行估计,当地的实质生产总值今年有望增长6.3%。

在股市方面,印尼在过去10年中有8年跑赢亚太(日本除外)市场的基准指数。今年第一季印尼股市的表现相对逊色,但若以股本回报率计

算,印尼市场仍属亚洲最强,里昂证券估计印尼的股本回报率可达25%,高于泰国及中国。

在投资策略方面,我们认为应将重点放在经济供应层面,亦即水泥和房地产等公共及私营基建范畴。由于过去多年投资不足,如今外国直接投资不断上升,以及当局推出新的土地征用法,该类别有望显著改善。

不过,由于外国直接投资不断流入,印尼国内的竞争日益激烈,之前丰厚的利润率正在缓慢降低。因此,我们认为可留意中小型企业范畴,其中有不少企业能通过改善成本效率来维持较高边际利润。当然,这类型企业通常需要较长的投资期限,才能创造正面的超额回报。

摩根资产管理(J.P. Morgan Asset Management)隶属于摩根大通集团,是全球最大资产管理公司之一,拥有两个世纪的卓越投资管理经验,现于世界各地管理资产13,000亿美元。

(作者系摩根资产管理执行董事)

摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management)

隶属于摩根大通集团,是全球最大资产管理公司之一,拥有两个世纪的卓越投资管理经验,现于世界各地管理资产13,000亿美元。

华泰柏瑞专户投资经理杨景涵:

T+0版华泰柏瑞沪深300ETF 有望带来蓝筹股和量化投资机会

证券时报记者 程俊琳

国内首只T+0版跨市场ETF——华泰柏瑞沪深300ETF日前成功结束募集。记者采访了华泰柏瑞专户投资经理杨景涵,请他从实务操作的角度,谈谈T+0华泰柏瑞沪深300ETF对于投资的影响。

证券时报记者:华泰柏瑞沪深300ETF将产生哪些新的投资机会?

杨景涵:首先是利用股指期货的期现套利,在T+0华泰柏瑞沪深300ETF面市之前,投资者只能在期货市场购买沪深300的指数成分股,同时在期货市场上做空沪深300股指期货,利用股指期货合约的基差进行套利,不仅麻烦,而且不容易控制风险。而T+0华泰柏瑞沪深300ETF发行以后,投资者直接在现货市场购买华泰柏瑞沪深300ETF份额,同时在期货市场上做空沪深300股指期货,实现套利方便多了,误差也小,风险更容易得到控制。

其次,T+0华泰柏瑞沪深300ETF发行后,由于其特殊的地位,有望很快聚集起巨大的资金规模,这对于目前沪深300指数权重股为代表的大盘蓝筹股来说,很可能是一个良好的投资机会,目前沪深300动态市盈率仅约11

倍,而代表中小盘中证500的动态市盈率达26倍,两者之间存在很大差距,ETF的发行将在一段时间内带来持续买入沪深300权重股的直接投资需求,将有助于沪深300指数权重股出现估值回归。

T+0华泰柏瑞沪深300ETF的发行对于丰富目前市场的产品种类也有积极的作用,我们知道最近一两年出现了许多量化风格的基金产品,随着股指期货的出现也出现了以套利、对冲投资策略的新型产品,ETF的发行一方面会增加现有产品的投资渠道,另一方面也会促进新的产品出现,尤其是以量化和对冲为特色的新型产品。

证券时报记者:过去两三年,以权重股为代表的指数表现弱于中小股票指数,您刚才说ETF的发行将推动权重股的估值修复,但如果权重股或者说大盘蓝筹股缺乏投资价值,是否这次的投资机会只是一个短期炒作或者是一个价值陷阱呢?

杨景涵:大盘蓝筹股缺乏投资价值其实是个伪命题,中小股票有高成长性也不能一概而论,还是要看具体的股票。根据我们的研究,比较能肯定的是目前大盘蓝筹股整体相对中小盘股票具备明显的投资价值。股票

市场由于过去两年流动性紧缩的原因,将这类股票的估值水平定的非常低,ETF的发行很可能会成为一个估值修复的催化剂。

证券时报记者:年初以来,量化策略的基金和投资产品表现不俗,传统产品包括价值投资风格产品业绩却相对落后,未来传统产品是否会过时?

杨景涵:确实,年初以来量化策略基金的整体表现优于传统基金,但实际上传统的主动投资包括价值投资和量化策略并不矛盾是可以相互借鉴和相互包容的。未来量化策略可能将逐步融入到主动投资中,而不是替代。我作为投资顾问的一个QFII组合和一个对冲专户产品就是一种新型的主动量化投资策略,它将主动投资的优点和量化投资的优点很好的融合在一起,创造了很好的投资业绩,今年以来,QFII组合的业绩已超越了沪深300指数200多BP,近两年来平均每年超过沪深300指数9个百分点以上,但跟踪误差仅相当于传统的主动基金的一半不到,这就是一个明显的例子。

证券时报记者:您如何看待接下来的市场形势?

杨景涵:前面已经提到,大盘蓝筹股目前具有显著的投资价值,ETF发行