

## 2012年股债仍有机会

贺涛

与去年底相比,随着内外需求变化、通胀下行及流动性好转,市场对经济硬着陆的担心逐步消除。从大类资产表现看,股指涨幅超过债券指数,中低等级信用债价格涨幅超过高等级债券,中长期利率债价格下跌,银行理财产品收益率逐步走低。进入二季度市场对于未来的分歧在于:欧债危机是否重燃,政策放松的预期能否兑现,以及经济能否触底回升。

短期看,德国景气向上动能尚未衰竭、长期再融资计划(LTRO)的作用尚未消失、事件性冲击对金融的挤压相对缓和,且美国经济相对稳健,欧元区局势暂时稳定。

二季度是经济探问底部的过程。首先政策有较大宽松空间,但在稳中求进的基调下,政策微调旨在预防危机化解风险。货币政策方面,由于外汇占款增长放慢,基础货币被动投放压力缓解,央行重新掌握了货币政策主动权。其次,在地方融资平台贷款受限、房地产投资下降的背景下,新增信贷以短期贷款和票据融资为主,中长期贷款占比下降,短期看,企业中长期投资动力下降、内需增长动力似乎不足。

(作者系华安稳定收益债券、华安可转债基金经理)



## 经济触底政策给力 助推A股市场

宋永安

五一假期后,4月份的相关数据相继披露。从PMI等先行指标看,积极的财政政策和国家基金项目的发力拉动了大企业得以持续扩张,景气回升状态逐步确定。从终端需求看,消费增速继续小幅回升;进出口增速也将小幅反弹,鉴于国外欧债危机和美国复苏乏力,出口反弹力度可能较弱。4月份消费者物价指数(CPI)预期环比回落,食品价格节后继续下滑。整体来看,经济好转形势将逐步明朗,对股市将起到有力支撑。

对股市的另一支撑来自政府政策。这些政策的出台都表明证监会在继续理顺股市机制,鼓励价值投资,是对股市的利好。再加上政府对经济从去年的严格调控到今年的预调微调,适当放松,对股市从资金面上、政策面上也给予了极大支撑。

借助于政府政策的给力,经济的复苏,从长期来看A股很具有投资价值。中短期来看,市场的人气回升,企业利润慢慢回升,也值得关注市场的结构性机会。

(作者系农银沪深300指数基金基金经理助理)



## 招商基金: 金改元年看好保险券商

招商基金研究员付村认为保险、券商等大盘蓝筹金改股将拥有全年机会。而地域金改股如温州、深圳板块,概念性短期操作成分较大,风险较前者大。

付村认为,券商的业务系列改革较受注目,例如投资范围扩大、业务创新、加杠杆等措施。保险方面,虽然保险业普遍业绩不好,但目前政策明确,大有发展空间。整体而言,预期非银金融板块的蓝筹股将有较好表现,全年可能会有似银行去年一样的发展机会。(方丽)

## 光大保德信: 今年或有3到4次调准

光大保德信基金在二季度中国A股投资策略报告中指出,2012年中国宏观经济政策环境和市场流动性的相对改善,会对股市估值中枢形成支撑。

光大保德信基金预测2012全年银行新增信贷将略高于去年的7.5万亿。2012年降息的可能性不大,但可能会有3至4次存款准备金率的下调。(程俊琳)

# 中国股市从融资转型到投资需三步走



钱康宁

我国证券市场自1981年孕育发展至今,历经10年左右的萌芽期、10年左右的新兴期和10年左右的转轨期。目前证券市场正处于从以筹资为主的卖方市场向以投资为主的买方市场转型的重要历史期,需要实现从货币性功能向资产性功能的转变。

处于从转轨到转型时期的证券市场,外部承受着由传统的封闭型金融体系向以经济全球化、信息化和金融一体化、自律化为核心的开放型金融体系转变所带来的巨大压力,内部面临着因证券市场参与各方角力而导致的上市公司质量不高、直接融资比例偏低、市场结构不甚合理、投资者欠成熟、中介机构羸弱、监管体系不完善等诸多问题。

与起步于市场经济的西方国家证券市场相比,我国证券市场是从

我国资本市场的转型之路可分三步走:

第一阶段以“固本”为主,大力完善为中小企业融资服务,提高大企业融资质量;

第二阶段以“培元”为主,通过疏堵结合,构建投资者的适当性匹配体系,实现投资者队伍的多元化和机构化;

第三阶段实现多层次市场与多元实体经济、多元投资者的双向对接,完成从融资向投资的转型。

计划经济向市场经济转轨过程中产生的,从而直接导致我国证券市场现行制度架构中带有较为浓厚的非市场特征,历史上还曾主要承担为国企脱困等责任,再加上居民投资渠道狭隘,长期以来股票供不应求,是典型的以融资为核心的卖方市场。虽然目前我国证券市场已有相当规模,但与成熟市场相比,无论是从市场参与各方的资质及市场结构,还是从市场基础制度及监管水平等看,仍具有新兴加转轨市场的特性。我国证券市场要实现与国际市场的逐步接轨,必须完成从以融资为核心的卖方市场向以投资为核心的买方市场转型。

从转轨到转型,是中国证券市场步入成熟期的准备,是市场主体、制度、运行机制等领域的重要质变。“头痛医头、脚痛医脚”的零敲碎打不能治本,只有用“顶层设计”的理念,由全局到局部、由根本到分支,对证券市场进行改造和创新,才能实现市场整体的渐进。

## 政策组合拳难改股市自身运行趋势

证券时报记者 方丽

五一节期间,新股发行制度改革、主板中小板退市方案征求意见、降低交易收费等重大政策悉数出笼,市场闻声起舞,迎来5月开门红。而这一组政策组合拳背后意图为何?将影响哪些行业和板块?蓝筹股机会是否来临?本期圆桌论坛就带着这些问题采访了南方基金首席策略分析师、南方小康及上证380指数基金经理杨德龙、融通新蓝筹基金经理吴巍、海富通非公募投资经理刘治国。

### 组合拳显示监管层改善资本市场的决心

证券时报记者:您能否解读一下这一系列政策组合拳背后的意图?

杨德龙:在五一期间出台的众多政策中,降低A股相关交易费用对市场构成直接利好,体现了管理层让利于民的管理思路。降低交易费用对市场长期影响非常有限,而主板中小板退市制度是对股市的制度性变革,引导资金从绩差股流入蓝筹股,影响深远。新股发行制度改革方面,取消网下申购股份的30天限售期,是为了防止新股上市首日爆炒,是对原有新股上市制度的修修补补,影响有限。

吴巍:五一期间,一系列政策组合拳的出台,深刻体现了中国证监会新任领导层的监管思路,其根本意义在于通过证券市场制度层面的改革,引导市场的参与主体树立价值投资的理念,维护证券市场的持续、健康发展。这一系列政策组合拳将对于改善资本市场具有长远意义。从短期来看,它其实已经对市场结构产生冲击。

刘治国:这一组组合拳有助于抑制“炒差、炒新、炒小”和回归蓝筹股投资,降低A股交易费用则有利于降低社会投融资成本,实质上有助于整个金融创新和资本市场改革的推进。一系列举措,让投资者看到了监管层面对改善证券市场制度的决心,在一定程度上有利于市场信心的恢复。然而,今后相关工作的进一步实施中,还将涉及多方面的协调,仍有待持续关注。

### 多重利好刺激下市场有望维持反弹格局

证券时报记者:政策组合拳之下,节后市场出现开门红,您认为这是短期趋势,还是中长期市场逆转的开始?

杨德龙:今年市场将处于不断调整震荡、底部抬高的过程中,但中框

向上的斜率不会很高。今年的利好主要是基于政策放松,而经济基础并没有大幅回升,虽然市场中长期趋势已经发生逆转,但市场做多信心不足,反弹节奏较慢,在经济增速仍在下滑过程中,央行可能会择机出台一些宽松货币政策,在政策性红利释放的刺激下,市场仍会延续反弹格局。

吴巍:证券市场的核心趋势取决于经济基本面或是基本预期。政策组合拳会对市场结构的纠偏带来积极作用,但它不足以改变市场自身的运行趋势。

刘治国:一系列举措一定程度上有利于市场信心的恢复。然而股市仍然是经济的“晴雨表”,中长期来看A股走势仍将受制于经济基本面、流动性以及供求关系等多方面因素的制约。

证券时报记者:从政策组合拳来看,您更看重哪一拳?哪些对市场影响较大?这会让哪些板块更受益?对哪些板块冲击较大?

杨德龙:主板、中小板退市制度是对股市的制度性变革,引导资金从绩差股流入蓝筹股,是政策组合拳中最重的一拳。引导养老金等长期资金入市、出台退市制度等措施,都是为了贯彻落实郭树清主席投资蓝筹股的建议,对资本市场的长远发展、引导价值投资理念都有重大意义。

吴巍:我认为新股发行制度改革对市场的冲击更深远,它将使得一、二级市场的“生态链”关系变得更和谐、更健康。

刘治国:退市制度的推出对市场的整体冲击有限,主要在于市场预期较为充分且创业板退市制度的推出也为市场提供了可参照的根据。但之前因为业绩问题而进入ST和\*ST板块的公司或将面临风险。此外,制度实际操作中仍将涉及多方面协调。退市制度的短期效应更主要是通过影响投资者的心理预期造成,实质影响有待观察。

### 绩优蓝筹值得关注

证券时报记者:多重利好之下,蓝筹股开始受到市场偏爱,您如何看待目前蓝筹股的投资价值?是否具备长期投资机会?

杨德龙:经过连续两年的下跌,很多绩优蓝筹股已经跌到历史估值的底部,中长期投资价值已经很突出。随着制度的变革,小盘股的稀缺性正在消失,投资风险开始显现。从结构

我国资本市场的转型之路可分三步走:第一阶段以“固本”为主,通过健全市场基本体系和基本制度,夯实市场基础,大力完善为中小企业融资服务,提高大企业融资质量,提升市场的投资吸引力;第二阶段以“培元”为主,通过疏堵结合,构建投资者的适当性匹配体系,切实保护投资者的合法权益,实现投资者队伍的多元化和机构化;第三阶段为资本市场打通“任督二脉”,实现多层次市场与多元实体经济、多元投资者的双向对接,完成从融资向投资的转型。

先要“固本”。目前我国上市公司中传统制造业、传统投资品行业及与投资相关的行业流通市值与消费性行业、新兴服务业及战略新兴产业的流通市值比重呈现“八二开”的局面,上市公司结构无法有效反映我国先进生产力的发展方向。我国上市公司的行业结构、利润结构和市值结构存在扭曲,也导致股票估值上的扭曲,具体表现为市场更倾向于对新兴产业给予高估值,而对绝大部分的投

资品行业、基础性行业不看好,给予较低估值。从盈利能力角度看,我国上市公司的利润主要来自垄断行业,而这些行业将是未来受市场化经济体制改革影响最大的行业,其盈利增长面临较大的不确定性。未来我国资本市场的发展需要积极调整上市公司结构,促进信息服务、生物医药、零售消费等新兴产业和消费性产业类公司上市,提高资本配置的效率。

然后“培元”。只有机构投资者队伍壮大了,市场的约束机制才会更加有效,市场的资源配置作用才会真正发挥出来。目前市场投资者90%以上是中小自然人,大都缺乏对市场各方面信息的全面了解,无法做到独立思考 and 判断,对于投资风险的承受能力也相当有限。“培元”必须“疏”、“堵”相结合。“堵”的重点是对那些“无知无畏”的、不具备风险承受能力的、不适合入市的投资者加强适当性管理。投资顾问在投资者教育和适应性管理中将扮演最重要的角色,证券市场需要一支专业素质强、责任意识强的投资顾问队伍。“疏”的核心是推动个人投资者的机构化,包括两种实现路径:一是鼓励公募基金和证券公司大力发展能够为中小投资者提供合理收益的低风险财富管理产品,

吸引更多中小投资者从直接投资股市转为购买多样化的理财产品,从而推动机构投资者队伍的壮大。二是借鉴索罗斯、巴菲特成功之道,加大对部分高端、成熟型个人投资者的培育,推动部分有条件的个人投资者通过私募、有限合伙等方式,尝试走个人投资者的机构化道路。“培元”的重点要大力发展真正的长期投资者。发展长期投资者的关键在于引入多元化的机构投资者。我国目前可进入资本市场的养老金规模比较小,只有部分企业年金和全国社保基金可以进入。未来整个社保类的资金一定要寻找合适的方式,和资本市场成功实现对接。

最终打通“任督二脉”。通过大力推进债券市场和场外交易市场的建设步伐,改变我国“重股轻债”的融资格局,增加中小企业融资渠道,构建并完善多层次资本市场体系。一方面,通过以满足实体经济多元化融资需求为出发点和落脚点,提高金融资源配置效率,实现多层次资本市场与实体经济之间的良性对接。另一方面,改变目前结构单一、产品有限的现状,加速金融创新步伐。

(作者系银华万国证券研究所高级研究员)



张常春/制图

国内经济增速放缓是长期趋势,投资拉动的经济模式在劳动力成本上升的背景下更加需要转型,全球一体化削弱了国内经济政策的独立性,我们面对的经济形势总是充满不确定性。

过去30年,中国经济在持续的要素投入与资本形成的背景下,实现了快速增长,初步完成了向工业化社会的过渡。但随着刘易斯拐点的到来,劳动力成本刚性上升,资本投入效率降低,资源与环境的约束日益凸显,而国际上中国制造业比较优势逐步下降,经济发展面临着越来越大的挑战。

种种迹象显示中国经济已陷入中等收入陷阱的危险区域,经济发展模式转型迫在眉睫。随着人口红利的逐步消失,面对未富先老的严峻现实,社会保障制度及住房、医疗、养老制度亟待进一步健全和完善,而其中的核心——收入分配与财税政策改革必然牵涉到中央政府与地方政府,以及其他利益集团的博弈与较量。

最近20年,全球经济一体化程度不断加深,中国经济的步调与全球经济波动的契合度越来越高。金融对实体经济的作用力正逐步增强,二者之间的主从关系开始变得模糊。在全球流动性泛滥的背景下,资产价格偏离价值中枢的程度、持续时间都较以往有了显著的不同,忽视对金融市场运行机制的研究,在当今投资条件下已很难获得成功。

中国资本市场仍处于发展转型期,与发达国家相比,我国的资本市场发展水平仍有很大差距,更为重要的是,我国股票市场投资者结构仍以散户为主,目前公募基金股票资产市值占全市场的比例不足5%。机构投资者的力量不强,带来了市场波动性高、新股发行长期不败、ST公司中股倍出等现象。A股的整体估值自2008年以后已大幅回归,但随着资本市场的演化,投资者结构的变迁,估值体系仍处于不稳定状态。

对于投资,既要有坚持,又要有变化。过去20多年,股票市场投资风格一直在变化。从最初的价值投资理念的确认,到推崇巴菲特式的价值发现,直到今天的百花齐放,国内机构投资者投资理念呈现出一个不断演进与丰富的过程。

(作者系鹏华行业成长、鹏华普天收益基金基金经理)

## 股市变迁中 投资的坚持与应变

张卓

国内经济增速放缓是长期趋势,投资拉动的经济模式在劳动力成本上升的背景下更加需要转型,全球一体化削弱了国内经济政策的独立性,我们面对的经济形势总是充满不确定性。

过去30年,中国经济在持续的要素投入与资本形成的背景下,实现了快速增长,初步完成了向工业化社会的过渡。但随着刘易斯拐点的到来,劳动力成本刚性上升,资本投入效率降低,资源与环境的约束日益凸显,而国际上中国制造业比较优势逐步下降,经济发展面临着越来越大的挑战。

种种迹象显示中国经济已陷入中等收入陷阱的危险区域,经济发展模式转型迫在眉睫。随着人口红利的逐步消失,面对未富先老的严峻现实,社会保障制度及住房、医疗、养老制度亟待进一步健全和完善,而其中的核心——收入分配与财税政策改革必然牵涉到中央政府与地方政府,以及其他利益集团的博弈与较量。

最近20年,全球经济一体化程度不断加深,中国经济的步调与全球经济波动的契合度越来越高。金融对实体经济的作用力正逐步增强,二者之间的主从关系开始变得模糊。在全球流动性泛滥的背景下,资产价格偏离价值中枢的程度、持续时间都较以往有了显著的不同,忽视对金融市场运行机制的研究,在当今投资条件下已很难获得成功。

中国资本市场仍处于发展转型期,与发达国家相比,我国的资本市场发展水平仍有很大差距,更为重要的是,我国股票市场投资者结构仍以散户为主,目前公募基金股票资产市值占全市场的比例不足5%。机构投资者的力量不强,带来了市场波动性高、新股发行长期不败、ST公司中股倍出等现象。A股的整体估值自2008年以后已大幅回归,但随着资本市场的演化,投资者结构的变迁,估值体系仍处于不稳定状态。

对于投资,既要有坚持,又要有变化。过去20多年,股票市场投资风格一直在变化。从最初的价值投资理念的确认,到推崇巴菲特式的价值发现,直到今天的百花齐放,国内机构投资者投资理念呈现出一个不断演进与丰富的过程。

(作者系鹏华行业成长、鹏华普天收益基金基金经理)

## 东吴行业轮动任壮: 看好二三季度行情

东吴行业轮动基金经理任壮表示,今年的经济发展正处L型的后半段,通胀问题已不用担心,流动性U型见底回升,因此看好今年的市场,尤其是二季度的行情。经济L型走势不等于V型反转,目前就是最好的投资时点。

任壮指出,其实我们身处小牛市,但很多人都没感觉到。如果仍用以前的眼光来看市场,只会越看越空,现在的市场主要逻辑已经发生变化。看好今年的行情,尤其是二三季度。(海葵)