

## 经济下降最快时候或已过去

陈逊

从近期公布的各项经济数据看，二季度国内生产总值（GDP）同比增速面临低于8%的风险，如果这一趋势仍然延续，全年GDP增速将有可能降至近7%，预计未来政策面的信号将更多地偏向积极，经济下降最快的时候已经过去。

4月国内各项经济指标均显著放缓，普遍低于市场预期，反映实体经济仍处于下行阶段。其中，工业增加值增速大幅下降，从3月份的11.9%回落至9.3%，4月全社会用电量同比增长3.7%，增幅创下2011年1月以来新低，4月出口同比增长4.9%，进口同比仅增长0.3%，反映外需和内需疲弱的态势仍较为明显。4月M<sub>2</sub>增长12.8%，M<sub>1</sub>增长3.1%，M<sub>2</sub>增速放缓的主要原因在于新增贷款的大幅下降。

不过，基建投资和中央项目投资增速出现反弹；房地产和汽车销售的同比增速持续回升；1-4月限额以上商品零售总额累计名义同比增长15.5%，剔除汽车和石油，限额以上商品零售总额累计实际同比增长16.5%，说明消费如期和复苏。

4月通胀压力回落，未来通胀下行趋势为货币政策松动力度放大提供更大空间，预计随着物价持续下行还有降息的可能。

财政政策拉动经济最直接的方式即加大基建投资力度。温家宝总理4月初提出“尽快启动一批事关全局、带动作用强的重大项目”，预计财政支持将再次在基建固定资产投资方面发挥核心作用。同时，还可能会出台一系列鼓励消费的政策，并增大税改力度，促进经济的平稳增长。

从上市公司经营情况看，全体上市公司盈利情况延续了自2010年一季度以来的回落态势，特别是非金融类上市公司企业盈利在今年一季度大幅下滑，净利润增速出现了自2008年以来又一次为负的情况。

股市是经济的晴雨表，未来经济表现决定现在的股市走势。从2006年以来的市场表现看，股指通常领先工业增加值同比3个月左右，与M<sub>2</sub>增速领先的时间大致相同。目前阶段对市场的判断不宜过度悲观，可保持相对积极的操作。

（作者系华安基金经理助理）

智诚相伴  
INSIGHTFUL  
PARTNER



华安基金  
HuaAn Funds

客服热线: 40088 50099  
公司网站: www.huain.com.cn  
手机基金开户: wap.huain.com.cn

## 把握中期趋势同时抓住短期波动

付柏瑞

股市的中期趋势对投资者来说最为珍贵，看清楚中期的趋势将对投资的业绩产生重大的影响，而短期的波动也同样有意义，短期的波动可以使投资者在看清中期趋势的基础上赚更多的钱。

首先，中期趋势是由流动性和经济的基本面决定的，当两者同时向上，市场将会呈现牛市，当两者同时向下，市场将会呈现熊市。今年的货币政策比去年宽松很多，为防止经济惯性下滑，国内政策面会加大“预调微调”力度。从经济基本面讲，国家发改委、统计局、工信部等联合调研发现，各地天气转好后施工有所加快，预计二季度开始，将逐季比一季度经济好转。不过也有判断认为，整个经济去库存存在二季度仍会继续，因此二季度才可能是底部。就全年而言，经济将在二季度见底。

其次，欧洲局势不确定性造成眼下中国股市的短期波动。法国方面，社会党人奥朗德成为新一任法国总统，但投资者依然担忧其上台后的计划，包括对富人和金融交易所征的税收，以及在更长时间框架内实施减赤计划。希腊方面，希腊支持纾困方案的两个主要政党未能赢得组建联合政府所需的议会多数席位。一旦执政两党失败，新一轮选举最快将在下个月敞开大门。

总而言之，中国股市在经济见底、货币政策宽松的前提下应该是中期震荡向上的，而震荡的因素主要是短期欧洲的因素，短期的波动又将会为A股的投资者带来逢低建仓的机会。

（作者系农银汇理平衡双利混合基金经理）

农银汇理基金  
AGRI-BANK MANAGEMENT

客服热线: 40088-95599

农银信用添利债券基金  
5/21-6/15 公开发售 (代码: 560013)

基金投资有风险

# 房地产泡沫仍是中国经济最大问题



易宪容

尽管日前温家宝总理表示当前中国经济仍处于良好运行态势，但市场对国内经济增长下行风险担心又起。

个人认为，中国经济出现“硬着陆”的可能性不大。只要政府下决心挤出房地产泡沫，中国经济不存在所谓的“硬着陆”或“软着陆”，在未来较长的一段时间里，中国经济仍然处于上升通

道中，只不过其增长速度与增长质量与前10年会有很大不同。

当前国内经济下行的原因，一方面与金融危机后欧美国家和地区经济面临衰退的风险有关。由于欧盟主权债务危机，4月欧盟地区对中国外商直接投资（FDI）下降28%，从而使得中国4月外商直接投资比去年同期下跌0.74%。中国进出口贸易全面下降也与外需大幅减弱有关。另一方面，也跟政府有意识地对国内生产总值（GDP）快速增长进行调整有关。

政府有意识地降低GDP增速，使得政府宏观政策不会鼓励国内经济增长回到几年前10%以上的增速。从这个角度来看，GDP增长下行在常理之中。

过去数年以房地产为主导的中国经济，严重超支了中国未来的经济增长，只要政府决心挤出房地产泡沫，

国内经济增长下行是必然趋势。从今年以来的情况来看，中央政府对房地产宏观调控的决心已达到共识。

在中国GDP中，房地产投资占有大约13%比重，随着住房销售下降，今年以来房地产开发投资增长出现较大幅度下滑。今年一季度房地产开发投资增长23.5%，与2011年同期相比下降达11个百分点。无论从住房销售金额还是从住房销售面积来看，一季度同比都出现负增长，从而使得与房地产相关的不少产业必须进行调整。由于早几年经济过度“房地产化”，要挤出房地产泡沫，就必须把早几年过度繁荣局面进行扭转，房地产“去投机化”及“去库存化”通过关联产业影响经济增长也是必然。但这种“去投机化”及“去库存化”对经济增长的影响也不要过高估计。因为，尽管当前国内房地产销售全面下降，已影响到与房地产相关的许多产业及行

业产能过剩，影响到不少行业出现行业性亏损，比如钢铁业、建筑材料业等，但这只是与经济快速增长时及房地产泡沫巨大时相比较，而这样的经济增长及房地产增长是不可持续的，是必须进行调整的。因此，这些与房地产关联十分紧密的行业借助于房地产泡沫挤出调整也是必然。

当前中国经济生活中最大问题仍然是国内住房市场的泡沫及库存全面上升。从当前房地产情况看，由于住房销售全面下降，而住房生产持续快速增长，但房地产开发商住房价格下降意愿不强烈，使得全国不少地方住房库存全面上升。如何消化国内房地

产市场巨大的库存则成了化解当前中国经济下行风险最大的问题。因此，当前中央政府仍然会坚持现有的房地产政策，通过这方面迫使房地产企业把住房价格降下来，从而释放出居民的住房消费需求。

当前国内房地产市场并非是靠信贷增长来鼓励居民购房，而是在银行信贷不准用作住房投机炒作的情况下，如何把各地居民住房消费释放出来。实际上各地住房价格的调整幅度越合理，住房消费需求释放越大。这才是化解当前中国经济面临下行风险的关键所在。

（作者系中国社会科学院金融研究所研究员）



## 避险情绪短期发作 大宗商品牛市未了

证券时报记者 陈春雨

近一个月来，国际大宗商品市场陷入全线下跌，棉花、橡胶等品种都接近一年来低位，黄金、原油、铜价也持续大跌，本轮商品上涨的大牛市是否会由此终结，成为市场关注的焦点。本期圆桌特别邀请到国金期货公司首席经济学家、副总经理兼研究所所长江明德及国泰大宗商品基金经理崔涛进行讨论。

### 避险情绪上升是回调主因

证券时报记者：您认为大宗商品此次回调的原因是什么？

崔涛：从表面上看，希腊“脱欧”以及中国4月经济数据不佳是直接因素，但这两个问题存在已不是一两天，市场早已有所预期，归根结底还是因为避险情绪上升，无论黄金还是能源，具有风险的投资品全被抛售，退出的资金大量涌入更为安全的美国国债。否则，若只是需求下降导致的商品暴跌，黄金应不在此列。

江明德：此次回调是避险情绪上升所致。当金融突发事件出现时，包括股票市场和商品资产在内的风险资产都会下跌，原因是资金向避险货币转移，目前整个国际货币体系中，唯一具有这一功能的就是美元。从历史突发事件看，如雷曼倒闭等事件发生时包括黄金在内的所有商品资产全部下跌，唯有美元上升。目前的突发事件就是希腊危机升级，导致市场对于欧债危机的担忧情绪上升。

### 商品牛市并未终结

证券时报记者：有观点认为，此次下跌是宣告自2003年以来的商品牛市终结，您如何看待？

崔涛：我认为只是一个回调。大宗商品有两个属性：商品属性和金融属性，所谓的大商品牛市终结，必然是价值中枢下移，需求下降，但这种现象只会在全球经济衰退时发生，如中国经济硬着陆，经济二次探底，目前显然看不到这个趋势。



张常春/制图

至于有人担心，由于中国进入经济转型期，对大宗商品的需求会下降，这个问题应该一分为二来看，即便中国开始转型，但淘汰下来的低端制造业、高能耗企业没有消失，而是完成了产业转移。此消彼长中，全球大宗商品需求并没有明显变化。另一方面，随着中国城镇化的延续、人均GDP的提高，对大宗商品的需求会发生结构性调整，比如对铁矿石、贵金属的需求慢慢下滑，但对能源、农产品仍保持较高需求。

江明德：大宗商品牛熊转换是和经济周期紧密联系在一起的，需求才是本质，目前美国、中国经济都处于复苏中，日本一季度经济数据也不错，虽然欧洲的振兴尚需时间，但全球范围来看，经济并没有进入衰退期。目前，再以释放流动性方式来刺激经济边际效应已经大幅减弱，但是全世界的政府都不会任由经济持续低迷，结构性宽松是种可能。而美国也在逐步向实体经济回归，欧洲政局则在不断发生变化，这都说明了一点，以紧缩财政、紧缩信贷来度过危机的模式是不可取的，最终还是会回到促进经济增长的方向，

这对大宗商品需求是利好。

证券时报记者：美元走强会成为导致大宗商品下跌的持续性因素吗？

崔涛：我认为最近美元走强也是偏短期行为，资金是逐利的，目前美国十年期国债实际收益只有1.7%左右，长期来看资金还是会寻找高收益产品，一旦避险情绪有所缓和，还是会投资于新兴市场等收益较高的品种。

江明德：作为计价货币，美元的强弱肯定会对大宗商品造成影响，但目前美元走强的主因是欧元区货币不稳定，美元是被动走强，而不是经济增长带来的内生增长，从这个角度来看，以美元强弱来判断大宗商品的牛熊过于片面。

### 基金减仓不是长期行为

证券时报记者：最新数据显示，商品价格持续下跌之际，对冲基金及其他基金经理削减大宗商品多头头寸达20%，规模接近180亿美元。如何评价这一行为？

崔涛：多头平仓和大宗商品下跌，很难界定孰因孰果。对于投机资金来说，即便认为大宗商品价格没有偏离基本面，但是市场情绪发生了变

化，就会大幅减仓，我本人对市场持谨慎态度。

江明德：投机资金从来不讲牛市还是熊市，投机资金只讲趋势，所以基金持仓的增减，只能看作是目前到以后某个时间段的趋势，体现对未来一段时间的担忧，而不是一个长期行为。当市场情绪发生改变时，对冲基金的持仓也会改变，大宗商品市场永远是多空平衡，投机资金不会一路做多，也不会一路做空。

证券时报记者：目前，仍有商品期货多头将希望寄托于美国第三轮量化宽松政策（QE3）上，您认为推出的可能性有多大？

崔涛：可能性比较大。美联储主席伯南克一直主张推动QE3，长远来看，QE3是符合美国国家利益的，国债比重高，利息又低，可以通过QE3的方式将债务货币化。

江明德：首先，美联储最近会议中对经济增长还保持担忧，支持QE3的人在增加。其次，伯南克一直提到，要警惕财政悬崖对经济的影响，小布什政府推出的一系列减税政策2013年将到期。第三，美国经济确实存在衰退风险，推出QE3的可能性在增加。

## 投资美国REITs三大“黄金定律”

朱庆恒 肖兰珍

经过长期深入研究及多次实地调研，可以清晰洞察美国房地产信托凭证（REITs）的三大“黄金定律”：供求关系、位置和管理层。

变幻莫测的房地产市场背后隐藏着一条亘古不变的规律，那就是供求定律。作为美国REITs三大子行业之一的出租公寓，由于美国就业率上升以及有利的人口因素，该子行业持续享有强劲的供求基本面。需求方面，美国次贷危机后按揭贷款门槛越来越高，房屋拥有率从2006年最高峰时的69%持续下降到现在的65.4%，从历史数据来看，房屋拥有率每降一个百分点将会带来接近100万新租户。另外，租房的灵活性及未来房价的不确定性也让越来越多的年轻家庭选择租房而不是买房。

需求不断上升，新增供给却相当有限：2011年美国仅新增8万套公寓单位，是近20年的最低水平；公寓的空置率已降至4.9%，过去30年公寓子行业仅有3次空置率降至5%以下。供不应求的状况让公寓类REITs在2011年大幅度提高租金，预计未来几年年轻人对租房的需求会越来越大。

类似的情况同样出现在养老院REITs市场。目前美国80岁以上人口数量已经超过900万，这其中约有1/8选择居住在养老院，预计未来这个比率还会增加。另外，2011年已有近8000万美国婴儿人口潮进入65岁，随着他们步入老年期，他们对养老院的需求会逐渐增大。

供给方面，由于融资限制，过去5年养老院新建项目非常有限，预计2012年供给会增加2%，而需求增加将超过4%。

对于商业房地产来说位置一直是最重要的定价因素。目前纽约写字楼空置率已经下降到9%，这被视为一个稳定的水平，在该水平上公司将有能力提高租金。区位优势也是酒店REITs取得成功的一个关键因素。酒店品牌并不是最重要的，枢纽城市如纽约、波士顿、旧金山和洛杉矶的酒店一般都能够收取比别的地方更高的价格。位置是商业地产市场一个非常重要、具有决定性的因素，优越的地理位置确保了REITs稳定的现金收入与长期资本增值。

在公司治理、物业管理、企业收购及资本循环等方面，经验丰富的管理团队往往能带给REITs带来非同寻常的收益。管理层丰富的管理知识、敏锐的商业头脑和多年的行业经验使得他们为股东创造丰厚的回报。

（作者单位：鹏华基金国际业务部）

（作者系易方达价值成长基金经理）