

期待制度红利释放

康平国

就目前情况而言,我们在看到经济基本面之善可陈的同时,也要关注一些积极有利的变化,来自于制度建设层面的积极因素将要和正在发挥着积极作用。

我们所关注的制度变化小到针对证券市场一系列制度的完善,大到为扩大内需而颁布的政策法规,以及正在逐步推进中的利率市场化进程。我们相信今后的制度改革将不断深入,现有制度对经济的羁绊也将成为推动制度改革的动力,不断将制度改革推进。制度改革的红利也将成为证券市场活跃的催化剂。

去年年底以来,针对证券市场的各种制度规定层出不穷,新股发行制度改革完善、退市制度的修订,将逐步改变证券市场参与人行为模式。

另外,扩大内需的制度也有望成为新的制度红利点。特别是在外需和投资对经济的拉动作用下降时,制度创新将成为激发内需的主要着眼点。激发内需的普遍思路是两条,一方面通过提升城镇化率,带动投资和消费。另外就是要从制度层面加快收入分配的体制改革,通过制度手段创造消费。国家可以通过福利体系的重新构建,通过制度保障的方式推动消费、刺激消费。

(作者系华安宝利配置、华安中小盘股票基金经理)



债券牛市进入下半场

史向明

去年10月至今,利率债、高评级信用债、中低评级信用债收益率先后大幅下降,使得债券市场牛市行情持续并走过了类属品种的一个轮回。站在目前时点上,投资债市的稳健收益仍然可期,但快牛步伐必将放缓,债券牛市可能已进入下半场。

当前宏观经济仍处于下滑趋势中,年内第一次降息拉开降息周期序幕,宏观政策微调有利稳定经济增长,但经济难以再现2009年的“V”形反转格局,这使得债券市场在现阶段难以出现由于经济增长加速、通胀预期上行带来的基本面风险。

目前支持债券市场行情的另一个因素是通胀短期内持续回落的态势和市场相对宽松的资金面。另外,5月下旬存款准备金率后,货币市场资金极度充裕。

整体来看,目前债市的行情仍可维持,但收益率快速下降的阶段或已过去,债市或将进入以时间换空间的稳定期。

(作者系农银恒久增利债券、农银增强收益债券基金经理)



投资与拼图游戏

宋昆

收拾旧物,无意中翻出小时候常玩的拼图游戏。

为了将几百张碎片尽快拼成勇敢的黑猫警长或帅气的葫芦娃,那时的我经常绞尽脑汁。联想至今日所从事的投资工作,忽感某种意义上,两者颇有几分相似之处。

在投资工作中,我们每天仔细研读的定期报告,仅是投资对象的一个“碎片”;我们尽力搜到的上下游客户、竞争对手的反馈,亦是投资对象的一个“碎片”;我们精心准备的对公司高管的访谈,也不过是投资决策的一个“碎片”。

我们试图通过对一个又一个碎片的处理、辨别和分析,勾勒出心中那片兼具成长与价值的公司蓝图,描绘出经得起市场和时间的企业价值。然而,该过程必然布满荆棘。千辛万苦所获得的碎片,在最后的拼图,所占几何?位置何在?是否为废品碎片?凡此种种,无一不影响着游戏。

与拼图同时翻出的,还有当时写的一些游戏体会。“翻译”成今天的术语,就是要有大局观,注重逻辑和常识,不断地尝试和纠正。这是一个对静态拼图游戏的方法论。面对动态发展的企业“拼图”,已而而立的我又该如何与时俱进呢?

(作者系易方达科讯基金基金经理)

改革是唯一出路



陈晓生

在国际经济面临较大不确定性的背景下,中国经济也陷入调整泥潭。如何跨越发展中国家的“中等收入陷阱”?经济增长方式转型能否成功?公平和效率如何兼顾?日益凸显的社会矛盾如何解决?我认为,改革是化解当前中国经济和社会困局的唯一途径。

转型的经济基础已具备

尽管改革是人类社会进步的有力武器,但改革也是要付出代价的。只有平衡好“改革、发展和稳定”三者关系的变革才可能取得成功,且付出的成本相对较低。“发展和稳定”是改革的基础和前提,而改革为的是实现更高水平、更高层次上的“发展和稳定”。只有选择阻力最小的路径才能事半功倍。

国际经济和产业发展规律表明,中国经济正处于从“重工业化阶段”向“消费服务科技创新阶段”过

新一轮制度改革将使中国获得两大新的、可持续的经济增长引擎: 民间投资复兴和消费服务崛起!

渡的转型期。新一轮深化改革的时窗已经打开。

转型的经济基础已经具备。人均国内生产总值(GDP)1000美元以下是轻工业发展阶段,该阶段的主要目标是解决国民的“吃、穿”问题;人均GDP1000-5000美元是重工业化阶段,经济的主要目标是解决老百姓“行、住”问题;人均GDP5000美元以上是消费服务科技创新阶段,全方位提高人们的生活品质是经济的新目标。人均GDP4000-6000美元是经济转型期,根据国际货币基金组织公布的数据,2011年中国人均GDP为5414美元,表明大部分家庭已解决了行、住问题,为经济转型奠定物质基础。

中国人口结构决定转型具有厚实消费能力保障。中国在1962-1973年之间的婴儿潮中共出生近1.3亿人口,这一代人将在未来十年陆续迎来他们一生中的消费高峰。这意味着从人口结构分析,未来十年是中国消费能力最高的历史阶段,这为我国转向消费服务为主的内需型经济提供了强大的需求基础。

劳动力供给结构的变化有利于经济转型和产业升级。当前中国一方面出现“民工荒”,另一方面又是大量较高素质的大学毕业生找不到工作,

找到了工作的应届大学生薪酬水平与“农民工”差距并不大。中国的劳动力优势正从“便宜的农民工”转向“便宜的大学生”,这一劳动力供给结构变化趋势为产业升级提供了强大的人才后盾。

制度红利空间仍然巨大

经济转型成败的关键在于制度改革。当前我们所面临的新一轮深化改革是不以任何人的意志为转移的,是经济和产业发展阶段的必然选择。过去三十年改革开放的成功经验告诉我们,在改革过程中类似前苏联采用的疾风暴雨式的休克疗法并不适用于中国,我们所擅长的增量式、渐进式的改革方式是对原有体系冲击最小、改革成本较低且成功概率高的变革模式。

我国制度红利的空间仍然巨大。松绑民营经济、精简行政机构、财税改革、农村土地管理制度改革、收入分配制度改革、金融体制改革等,一系列增量式、渐进式的变革将实现制度红利的集中释放,促进全要素生产率的提升。新一轮制度改革将使中国获得两大新的、可持续的经济增长引擎:民间投资复兴和消费服务崛起!

推出非公36条实施细则、进行以改革投融资体系为核心的金融改革

房地产行业拐点有待后续政策进一步明朗

证券时报记者 朱景锋 程俊琳

持续了两年多的房地产调控政策尚无根本性放松迹象,但二级市场房地产板块却出现大幅上涨行情,今年以来整体涨幅已近30%,成为市场领涨者。这种上涨究竟是对过去两年多房地产板块大幅下跌的估值修复,还是会出现类似2009年那样的系统性上涨行情?房地产上市公司基本面是否已经出现拐点,将来会面临哪些风险?目前看,应重点投资哪些房地产板块个股?本期圆桌论坛证券时报记者采访了中欧中小盘基金经理王海、国投瑞银稳健增长基金经理朱红裕、海富通基金投资经理吴科春。

房地产政策顶已现

证券时报记者:如何看待今年以来房地产板块的大幅上涨,主要原因是什么?

朱红裕:截至6月15日,今年以来申万一级行业地产指数涨幅达27.50%,而沪深300上涨7%左右。此轮地产板块上涨行情中,地产龙头股率先见底,地产指数涨幅远超沪深300,主要基于以下几大原因:第一,目前龙头地产公司2012年市盈率(PE)估值在9-10倍,基本处于历史较低水平,估值优势十分显著。第二,地产公司在销售房屋时采取预售制度,丰富的预收款基本锁定龙头公司2012年预测业绩。第三,部分地产股资金链相对安全,且好于2008年。第四,尽管中央对地产政策短期内难以放松,但地方政府救市微调陆续实施,有利于刺激地产销售。第五,降准、降息等政策推出,降低购房成本,一定程度上利好地产销售。

王海:房地产业在类似我国这种大国经济体的发展过程中无可推脱的是第一位支柱型产业,尤其是目前我国仍然处于快速城市化进程中。

在经济增速下滑的背景下,政策微调是大趋势,特别是对于满足首套房刚性需求方面将会有动作,房地产行业将会逐步改善的趋势是确定的。从市场环境来看,地产股尤其是其中的优质龙头公司,由于其被严重低估且权重比例适中,在政策顶可能已现的背景下,战略性投资价值逐渐显现。

吴科春:今年以来的房地产板块上涨主要是出于估值和信心的双重修复。统计数据显示,受地产调控影响,地产股去年总市值同比下降超过两成。今年以来,市场对地产行业政

策的放松的预期不断,包括降息、贷款利率微调等都对地产股估值修复形成助力。地产开发商的拿地节奏以及实际资金链情况也在一定程度上消除市场此前的担忧。随着房价的下跌,及贷款政策微调,部分区域买房人的热情也超预期地被激发。

尽管地产股已经见底,但行业调整仍在继续,预计行业拐点有望在三季度出现。

如果相关调控政策进一步放松,不排除复制2009年上涨的可能性,但目前看概率非常小。

策的放松的预期不断,包括降息、贷款利率微调等都对地产股估值修复形成助力。地产开发商的拿地节奏以及实际资金链情况也在一定程度上消除市场此前的担忧。随着房价的下跌,及贷款政策微调,部分区域买房人的热情也超预期地被激发。

王海:今年国内房地产业股票将很可能出现一轮自2009年以来的大反转行情。这种行情可能是一种系统性的上涨行情,但不能简单理解为估值修复。2009年即使是优质地产股的估值也达到动态30倍以上,而现在的估值水平只有动态8倍左右。从中长期来看,我倾向于接受动态15倍左右的估值。

朱红裕:本轮地产上涨,主要是超跌反弹,外加业绩增速导致。由于目前政策缓慢趋好,不会出现2008年大幅放松的局面,因此销量回升将是缓慢演进的,预计未来地产板块涨幅的斜率或将低于前期状态,也可能低于2009年。

吴科春:今年以来的房地产行业板块上涨主要是估值和信心的双重修复。和2009年不同,今后房地产市场可能将主要呈现外紧内松的态势。从宏观层面看,尽管政府对于房地产的调控不放松,但实际层面、微观层面的微调已出现,尤其是对刚需的支持。如果相关调控政策进一步放松,不



张常春/制图

排除复制2009年上涨的可能性,但目前看概率非常小。

地产股已见底 行业调整仍在继续

证券时报记者:当前对房地产市场的调控还没有根本性放松,但不少地方楼市已出现成交量大幅上升价格企稳的迹象,这是否意味着房地产行业的拐点已经出现?

王海:首先,这种成交量的回升是建立在月度环比基础上的,从同比数据来看,今年前5月累计成交量是下滑超过10%。其次,如果说,过去十年是中国房地产业走上半场的话,未来十年可能将是下半场。上半场中,囤地是一种普遍的盈利模式,只要有资源拿到土地,谁都能闭着眼睛赚钱。而在下半场,囤地模式作为普遍的盈利模式已经一去不复返。下半场的特点将是:强调开发商的专业化能力、强调差别化的调控政策、强调政府的适当角色参与。与此对应的市场现象将是:绝大多数小开发商日子难过并将退出市场(截至一季度末有6万多家开发商,而2011年末为9万多家);房地产市场的政策调控将强调鼓励支持首套及首改的刚需,同时严厉打击投机炒作性需求;政府将加大保障性住房体系的建设以及房地产市场长期制度性的建设。如果从上下半场的角度来理解,说是拐点是可以理解的。

朱红裕:股市一般会提前实体经济两到三个季度进行反应,尽管地产股已经见底,但行业调整仍在继续,预计行业拐点有望在三季度出现。受限购等政策影响,投资性需求占比仍很低。目前,销量回暖主要基于价格调整后刚性需求入场。

吴科春:今年以来房地产市场出现明显转变。上半年,开发商对于开工率的预期相对谨慎,普遍认为明年一季度市场供给或面临小幅的萎缩。但随着政策微调层面的转变,购房者被压抑的购房需求一定程度上被激发。拐点的确认,还有待后续政策的进一步明朗。

看好龙头地产股

证券时报记者:作为基金经理,未来应重点关注哪些地产个股,更看好龙头还是二三线股,哪些更具投资价值?

朱红裕:我们相对更看好龙头地产公司,第一,龙头公司资金优势显著、融资成本相对较低,在本轮地产调整中,市场占有率逐步提升。第二,龙头公司业绩稳定性较强,业绩释放动力强劲。

王海:住宅和商业类的公司都存在良好的投资机会。具体而言,我个人倾向于选择业绩能够持续成长成长三年以上、主业非常突出、估值折扣显著的优质一二线地产公司。

吴科春:从资金链及开发能力角度,相对看好住宅类的一线龙头。这部分房企在市场环境不好时,资金链优势更为明显,更强的拿地能力也决定了企业的利润率更为出色。虽然由于市值较小二三线地产股的价格弹性更好,但我们更偏爱价值投资。

和结构性减税等制度性变革,必将带来民间投资复兴,中国民营经济即将迎来蓬勃发展的春天。与此同时,分配制度改革、农村土地管理制度改革、税制改革、社会保障体系的完善等变革,将推动私人部门消费服务的崛起。

从中长期角度看,非公36条实施细则推出是划时代的政策,中国经济结构将从“国进民退”转向“民活国强”。促进经济发展的关键要素从“资本、资源”逐步转向“人才和机制”问题,在消费、服务和科技创新领域民企具有更多胜出机会。

金融体制改革是新一轮深化改革的排头兵,投融资体系改革则是中国金融改革重中之重。从目前中国转型的大背景看,以间接金融为主导的投融资体制难以适应广大中小企业为主体的民营经济体的投融资需求。假以时日,中国极有可能出现一种有别于西方各国的以银行为主的间接金融为大企业服务、以券商为主的直接融资为民营经济服务的双重体制。

财税制度改革既是理顺各种矛盾的利器,也是促进经济结构调整的有力手段。中央与地方之间、各地区之间、各行业之间、穷人与富人之间等

各种失衡情况均可通过适当的财税制度改革加以理顺;财税政策还可以通过主动的结构性减税,充分发挥调结构的功能。同时,优化收入分配体制,向居民部门倾斜,向劳动报酬倾斜,居民收入提高将支持更强的消费能力。

此外,农村土地改革将是一盘大棋,提高农民在土地增值收益中的分配比例是必然趋势。从日本、台湾的经济发展历史上看,进行新一轮旨在提高农民补偿水平的土地改革是经济转型期的重要改革举措。在土地征用和自愿有偿流转过程中提高对农民的补偿可直接为农村累积巨额财富,对于缩小城乡差距、加速城镇化、提高农业效率、大幅提高农村消费能力具有战略性意义。

从“摸着石头过河”到“改革顶层设计”,改革越是向前推进,所触及的矛盾就越深,涉及的利益就越复杂,碰到的阻力也就越大。现在讨论改革不是需不需要改的问题,而应该思考如何改、如何更好地顺应改革的问题。新一轮深化改革更多的呈现为内在机制倒逼式的、水到渠成式的改革,关键任务是通过制度改革调结构、提效率、促公平、惠民生,让老百姓生活品质上台阶。

(作者系融通基金总经理助理)



■微言大义 Word by Word

1982年,美股7倍PE,但是当时美国国债利率14%,因此当时美股在20年底时相对于债券并不便宜。之后几年,美股大牛市,但是美债涨得更多。现在情形正相反,美国国债利率在历史低点,因此美股相对于美债显得便宜,但并不一定说明美股被低估了,也许只是美债被高估了。

——南方基金投资总监邱国鹭

许多朋友买基金,这几年没有赚钱,这是非常现实的问题,所有投资者都要总结。主要原因有三个:一是2007年估值太高,是个大泡沫,二是经济下滑,本身有个调整程度,三是新股发行价太高。现在三个问题都差不多出现根本性的改变,所以今年价值投资是比较合适的。

——广发基金副总经理朱平

中国基金绝对规模处于世界第三梯队。美国占全球总规模近一半,第二梯队比较意外的有澳大利亚和巴西。基金规模与股市市值低于10%的只有中国一家。回想当年澳洲基金业发生翻天覆地改变的契机是被允许进入养老金市场,在中国这一天离我们还有多远?

——兴业全球基金副总经理徐天舒

市场底的来源是投资者不看好市场并准备放弃。市场情绪是市场机会与风险的最重要来源,而市场情绪是由每个人组成,我们就是那市场情绪构成者之一。现在,这市场情绪的影响者不止包括投资者,还包括了销售渠道、平衡器在减弱,加速器在增加。中国市场呀,波幅更大、机会更大、风险也更大。

——大摩华鑫基金副总经理秦虹

经常能看到一些企业和城市的口号,主要是用来表明所谓的理念。但大多大致相同,简单想了想,用得多的有:诚信、责任、进取、创新、包容、专业、和谐、厚德等等,无论如何组合,都是这些词。看来整个社会的价值观很一致啊!总觉得似乎少了些什么?

——交银施罗德基金副总经理谢卫 (刘明整理)