

## 央行何以迟迟不降准

宋永安

近几个月以来,市场一直预期央行会降低存款准备金率。但央行一直用逆回购来缓解银行资金的紧张状况,在存款准备金率方面却迟迟不采取行动,到底是因为什么?

存款准备金率处于高位主要目的还是限制货币供应量扩张,调控经济转型。当下,经济转型势在必行,必须引导资源到合理的发展方向,不能一直纵容投资的冲动。央行解决这一问题的首要手段就是提高货币政策的独立性,首先体现为对新增信贷投放的控制。长期抑制商业银行的放贷冲动需要利率市场化改革,而短期则只能保持偏高的存款准备金率以影响商业银行的资产配置。

存款准备金率迟迟不降的另一个原因是房地产价格的上涨。房地产调控到位是我国经济实现转型的条件,否则会导致大量资源进入这一行业。

我国经济经过十多年的高速发展,面临着增速下一台阶运行的局面。调整内部结构促使经济转型是保持经济长远发展的必经之路,央行的货币政策必须要引导信贷资源合理配置,因此货币政策工具应谨慎使用,为长远经济发展服务。

(作者系农银沪深300指数、农银深证100指数基金经理)



农银货币市场基金  
七日年化收益率  
3.32%(A类) 3.56%(B类)

## 大类资产配置至上

於震霖

每个投资人都有自己一套投资理念,对我而言,最重要的一条就是要在任一时点上把大类资产配置做好。大类资产广义上包括现金、房产、大宗商品、黄金、债券、理财产品及权益类资产等,狭义则仅指现金、债券和股票。坚持大类资产配置至上的理念不是以追求单边牛市中利润最大化为目标,而是追求避免在任何一个时点上出现大的损失,尽量减少管理资产净值后撤幅度,从而达到拉长来看在一个完整经济波动周期中取得收益最大化的目标。

在投资管理实践中,要做大类资产配置面临很多挑战。首先是知识的准备。要做好大类资产配置时点的判断和选择,最重要的任务是判断对PPI、CPI组成的通胀指标的走势,这点需要扎实的宏观经济学知识作为根基,同时面对新事物时具备敏锐的判断能力。其次是投资者克服人性的弱点。市场往往是在参与者情绪达到极度亢奋或者非常悲观的时候发生转向,而人性天生的弱点注定使得投资者难以在上涨的市场做出抛售的决定。

(作者系华安中小盘成长股票基金经理)



智诚相伴  
INSIGHTFUL PARTNER  
华安基金  
HuaAn Funds

## 过于超前与犯错没区别

蔡海洪

2012年将过三个季度,市场发展大大超过多数投资者年初预期。首先经济持续低迷和政府对于房地产行业调控的时间均超预期,但市场投资者预期的政策放松并未见大动静。其次在二级市场走势方面,结构分化继续强化,周期股持续创新低,而小部分行业一直呈现强势。

不少知名的投资家崇尚逆向投资。约翰·邓普顿爵士的一句名言就是代表:在别人沮丧地抛股票时买入,在别人兴奋地买进时抛售需要最大的勇气,但它能带来最大的收益。但在这两年市场中这个方法似乎不奏效,强势股和弱势股的趋势得到不断强化。

霍华德·马克斯在《投资最重要的事》中的一段描述可能有助于理解以上问题:在价值坚挺、价格低于价值以及普遍消极心理的基础上买入,很有可能会取得最好的投资结果。然而,即使这样,在形势按照我们的预期发展之前,也可能会有很长一段时间对我们不利。定价过低“绝不等同于很快上涨”。过于超前与犯错没有区别。”在证明我们的正确性之前,我们需要足够的耐心与毅力长期坚持我们的立场。

以上引用说明,逆向投资需要坚持,有时过于超前,看上去像是犯错。更重要的是需要判断企业的价值,逆向投资强调的是在价格低于价值的情况下买入。

(作者系易方达策略成长、策略成长二号基金基金经理)

# 当前经济调整距离完成时间已不远



魏凤春

熊市常常伴随场内投资者信心的消磨,资金或者离场,即使留在场内,也比平时更谨慎;熊市中投资者对新的信息也更不敏感。在经济情况判断上,也需要时刻注意不要被情绪蒙蔽了眼睛。

当前经济的调整,距离完成的时间,可能已经不远;同时,有越来越多的人将当前的情况和1998年前后相比,但这个比较中,差异比共同点更重要。

市场已下跌很久,悲观的观点的确容易获得共鸣,而对新信息的处理则常出现疲劳。投资常常意味着漫长的等待,等待一个合适的价格,一个合适的时机,现在是时候做好把握时机的准备了。

最近的经济情况,有几个数字的解读需要额外用些工夫,一是工业增加值,二是采购经理人指数(PMI),三是社会融资总量。2011年二季度以来,连续五个季度首月都是工业生产季调环比最慢的时间,这应与银行信贷投放节奏同时期的变动相关;在此背景下,7月近0.6%的增幅并不算差。无论是再次季调前还是季调后的PMI,除了表明经济大面上的情况仍然是低速增长外,在短期经济波动的对应上,精确程度已非常差;对PMI的变动不应在预测上做太强的反应。社会融资总量6月一改此前四个月的情况,同比大幅增加,并在7月持续;结合贷款中票据融资的数据,大致可以知道银行承兑汇票(贴现和未贴现的)的增量,这个数字自去年9月资

金链最紧时开始增幅大幅同比减少,显示企业间信用交易大幅收缩,这种收缩到今年6月结束,并伴随利率水平持续下降或企稳,应当是微观企业行为逐步调整,并接近到位的表现。

当前的货币政策有些难以把握,但宽松的大方向没有变。货币政策看起来受到房价的牵制,后者是经济领域最大的政治,现在正是较为敏感的时期。通胀是次要因素,毕竟在通胀还在政府的目标区间内,且增长低于目标的风险是切实的。从六到十二个月的时间期限看,货币政策仍较有可能向更宽松的方向变动。

把当前经济状况跟1998年前后的中国经济相比,是当前越来越流行的话题。当时的经济和企业的确非常困难。从1995年一直持续到2002年,政府花很长时间都在处理1992年开始

的那波经济过热和其后的产能过剩,既有治标的政策,也有治本的政策。因此,贷款不良率最高接近四成,说银行技术上破产已是保守的说辞;其间保8”的政策应对,乍一看效果也不明显,其背后的因由,是当时政府处于对“过热—过剩”的顾虑。

近期中国经济的确又经历了一波过热,相关治理也在继续,和1998年前后的比较也是自然的事情,但最重要的差别在于程度上的差异。从任何一个指标的增速看,2009年到2010年经济过热远弱于1992年到1994年。从机制上讲现在预算仍是软约束的经济个体占比已大幅低于当时,作为核心的金融系统在监管上也有极大的改善;当前的过剩和产能调整集中在与地产、基建相关的产业,而当时产能过剩几乎遍及国有经济,尤其是整个加工工业。总的来说,即使看中期的结构调整,企业盈

利、银行资产受到的冲击应远低于当时的水平;调整时间也应当大幅低于当时,从1992年开始计算,到1997年,GDP平减指数下降到4%以下已经是第六个年头;而从2009年第四季度开始GDP平减指数转正计算,到今年一季度下降到4%,只用了两年半的时间。

从经济基本而回到对市场的判断,我们认为市场已逐渐回到比较胶着、如履薄冰的状态,不宜大举看空。短期走向取决于信息和观点在市场上的渗透和传递的状态;正如前面所言,市场已下跌很久,悲观的观点的确容易获得共鸣,而对新信息的处理则常出现疲劳。投资常常意味着漫长的等待,等待一个合适的价格,一个合适的时机,现在是时候做好把握时机的准备了。

(作者系博时基金宏观策略部总经理)



## 投资大视野

### ■微言大义 Word by Word I-

近来中国经济数据继续走弱,特别是民企状况不好。一般认为是欧美经济所致,其实更重要原因有三:一是新《劳动法》以及各地不断升高的最低工资,使劳动力成本快速上升;二是不受制约地增长的企业所得税;三是继续强化的国进民退。这三座大山挤压下民企怎能没有活下去的空间?经济下行是体制所致。

——耶鲁大学金融学院教授 陈志武

客观评价,近日推出的基建投资定位比2009年清晰,聚焦在公路、桥梁、铁路、水资源和绿色能源等,且集中于中、西部,不少属属改善民生的短缺或薄弱环节。但是值得关注的是,过度投资、过剩能力、低效使用、回报率低下及造成地方债务负担加剧等矛盾如果没有系统解决方案,极易演化为新的饮鸩止渴。

——诺德基金总经理 潘福祥

无上限现金购买国债是挽救欧元的必要条件,尽管其后果是高企的通胀预期。下一步是财政一体化协议以及逐步推进。欧债危机框架性的解决方案应该不远了。我仍然认为美国的问题比欧债更大。

——清华大学经济管理学院经济学教授 李稻葵

短期靠抑制投机需求稳房价,更有效的中期措施是增加合适的供给,这要供地和新开工不能减少而要增加。今年买地和住宅新开工负增长,如不扭转一两年后房市供不应求,房价再次大涨,这不符民众利益,调控政策要扭转供给负增长的可能性。

——国家信息中心经济预测部主任 范剑平

熊市也不是全无是处,一个表现是它会倒逼管理层进行制度层面的改革,当年股权分置的重大制度性的突破,如今的鼓励分红、限制高价发行、创业板的强制退市制度等,均是熊市逼出来的。而当年股权分置的成功改革,则直接催生了一波波澜壮阔的大牛市。现阶段下新股发行的核准制如能改为注册制,同样可能催生一轮牛市。

——南方基金养老金基金业务部执行总监 李映宏

企业亏损,库存积压,三角债卷土重来。待银行撑不住时,企业关门,失业增加,社会稳定堪忧。如果政府以xx版“4万亿”应对,就要多收税,企业更加困难,恶性循环。不改革,这一关看来是过不去了。

——中欧国际工商学院经济学与金融学教授 许小年

25个城市轨道交通项目获批,预计货币政策近期也会有所表示,降准概率大。

——万博兄弟资产管理董事长 滕泰 (陈春雨 整理)

# 钢铁业面临去产能化 短中期难改低迷

短期或存交易型机会,但脉冲式行情难获超额收益

证券时报记者 吴昊

2011年9月以来国内钢价一路下跌,今年8月底反映主要钢材品种价格的中钢协钢材综合指数再创年内新低,钢铁行业持续低迷。从另一方面来看,目前钢铁行业平均市净率已接近2008年11月时低点。当前钢铁行业开始进入“金九银十”传统旺季,需求是否会得到改善?在多种因素影响下钢铁行业板块会否出现机会?证券时报记者就此采访了富国基金首席策略分析师张宏波、长江证券钢铁行业首席分析师刘元瑞、海富通中小盘股票基金基金经理程霖。

## 钢铁业面临去产能化

证券时报记者:国内钢铁行业压力来自何处?

张宏波:2000年以来钢铁行业需求旺盛,与此同时产能逐步增大,钢铁行业的下游需求跟房地产行业密切相关,而房地产行业2011年到顶后增速开始下降,需求不旺导致钢铁行业面临的压力越来越大,除了房地产产业链,汽车行业产业链和投资行业产业链需求增幅也变缓,未来钢铁行业将面临去产能化。

刘元瑞:2012年上半年国内钢铁行业净利润率为0.84%,相比去年同期的2.19%,同比下滑49%,钢铁企业利润下滑反应钢铁行业经营困难,去库存压力逐渐增大。2000年到2005年钢铁行业规模增长率在15%左右,2005年到2010年钢铁行

业规模增长率在10%左右,预计2010年到2015年会逐渐下降到5%左右的水平。

程霖:目前各地钢材市场价格持续走弱,近期螺纹钢价格跌幅明显。钢铁行业是和宏观经济相关性非常高的行业,从宏观来看投资主导型的发展模式不可持续,随着国家经济增长方式的转变,钢铁行业面临的内外需环境都处于缓步下行阶段。

证券时报记者:目前国内钢铁行业处于什么生存状态?

张宏波:第一、国内钢铁行业没有定价权,处于产业链低端,前些年钢铁行业景气的时候上游铁矿石价格亦很高,在这种格局下行业好转初期利润要让渡给上游,在钢铁行业产能过剩的格局下钢企只能分享行业平均利润。第二、钢铁行业生产方式非常粗放,中国小钢铁厂有上千家,几乎每个省市都有一家大钢铁厂,尚无技术进行高精尖制造,大钢企没有动力,小钢企没有实力,而韩国、日本等一些国家钢铁行业集中度非常高。第三、国内地方政府为保GDP使一些钢铁公司仍在生产,这种逐步放大的产能,对经济、对产业本身中长期都不利。

刘元瑞:钢铁行业是中游加工制造业,上游主要是铁矿石焦煤等行业,下游是建筑和机械行业。整体来看上游和下游比钢铁行业集中度很高,议价能力比钢铁行业较强,钢铁行业处于议价较弱的位置。从

钢厂角度出发,它所处的这种环境也很难做出快速调整,这不只是中国钢铁行业独有的问题,国际钢厂也没有很高收益,这是一个全球经济周期性的问题。中国钢企正在朝精细化发展,但产业转型升级是个长期的过程。

程霖:随着房地产开发率下降、制造业疲软等,钢铁行业下游需求不景气。行业的资产负债表和现金流量表的恶化可能才刚刚起步,如果行业基本面的恶化深入向资产负债表和现金流量表蔓延,这将从本质上推动行业去产能化。

证券时报记者:国内钢铁行业未来会如何?

张宏波:国内很多钢企已开始减产。8月中采钢铁行业PMI生产指数为36.5%,创2009年以来新低,而今年8月我国制造业PMI指数为49.2%,远低于制造业平均水平,下游需求不旺格局在短时期内很难改变。中国地方政府去主导一个夕阳性产业发展,不仅不利于钢铁行业发展,还会将整个经济转型产业规划打乱。

刘元瑞:市场化重组是国内钢铁行业发展的最终选择,钢铁行业是很充分竞争的,虽然国企性质会导致去产能速度减慢,但国外钢厂也有类似情况。钢铁行业集中度提高的过程是一个行业盈利下行的阶段,钢铁行业已经过了量价提升阶段,未来的盈利弹性来自于价格波动,钢铁行业进入一个稳定盈利阶段或许要到去产能后半阶段。而产业去产能是一个复杂曲折的过程,预计需要2到3年左

右时间消化。

程霖:至少今年仍看不到转暖迹象,但随着发改委对基建项目的密集批复,以及相关配套措施的出台,行业下行过程中可能会出现一些小反弹。但钢铁行业整体好转概率较小。

## 脉冲行情难获超额收益

证券时报记者:近期以及中远期,钢铁行业在二级市场是否有机会?

张宏波:2008年之后多数主动管理型股票对基金配置比例较低,目前来看8月份钢铁板块指数表现好一些。由于宝钢回购行为、“金九银十”旺季来临,以及宏观经济面近期好转,市场对此有些预期,会带来交易型机会。

刘元瑞:今年8月钢铁行业指数相对有所起色是因为钢管公司集体强势,同时在回购利好因素驱动下宝钢有次涨停,但传统钢铁股并没有上涨,钢铁行业疲软趋势未改变。发改委批复的轨道项目是一个需求刺激,要看能否能持续,钢铁行业是个行业基本面重于公司基本面的行业。不建议参与短期的交易型机会,脉冲式的行情很难获得超额收益。

程霖:目前市场对于钢铁行业的盈利下滑几乎已经麻木,对于板块的重视程度也在减弱。参照美国、韩国、日本的钢铁产能的历史变化,就会发现我国钢铁行业的产能过剩非常明显。而关于部分产业资本回购的举措,市场化的意义并不明显,对行业作用有限。

## 基金经理观点荟萃:

# 2000点暂时无虞 操作仍宜结构选择

### 南方:反弹力度有限

A股市场暂时摆脱跌跌不休的命运,展开短线反弹,2000点暂时无虞,但目前依靠市场自发的触底反弹力度有限,如果没有重大利好出现,市场难以扭转下跌趋势。中期来看,股市也难有大的表现。因此对本轮反弹高度和持续性不能抱太高期望,操作上仍需谨慎,以波段操作为主,重点关注业绩增长稳定的消费等防御性板块。

### 交银:以低位震荡为主

市场短期或反弹,但未来仍以震荡为主。近期市场或将出现反弹行情。未来,由于经济基本面仍然难以得到实质性的改善,股市大概率仍将在低位震荡为主。

### 银河:看好短期走势

看好短期走势,仍需关注结构选择。银河基金认为市场大涨有多方面的原因,其一在于A股市场前期过于弱势,其二在于重要会议期间,市场存在维稳预期,其三在于一直以来较为有利的外围环境。对于未来市场的演绎,在当前有利条件出现的环境下,市场反弹可以持续,看好未来1月~2月A股市场的整体表现,但后期需要观察投资的结构选择问题。

### 大摩华鑫:已现底部特征

投资者情绪已呈现市场底部特征。在一轮市场调整的末期往往会见到强势股的补跌以及市场弥漫的悲观情绪,从这个意义上来看,目前的市场已经具备底部特征。

### 博时:不宜再大举看空

当前不宜再大举看空A股市场。市场已持续下跌较长时间,前期沪指又创出调整新低,这对市场参与方情绪构成较大冲击。此时发改委连续批复多个基建项目,容易被市场解读成政府稳增长信心强大,超越反弹的力量得以充分释放。当前形势下经济增速低于目标的风险是切实的,未来6到十二个月货币政策仍较有可能向更宽松的方向变动。

### 财通:处双线布局筑底期

当前市场处于低估值加稳健增长的双线布局筑底期。目前更多的仍是结构性投资机会。首先以低估值股票为主,同时增持防御型行业的配置,也将更注重细分行业和个股的选择。