

海通证券副总裁兼首席经济学家李迅雷:

改革不应回避既得利益群体

证券时报记者 吴昊

自去年三季度经济见底复苏以后,股市曾走出一波单边行情,目前已经进入经济复苏以来第二阶段,上证指数自前期阶段性高点2444点下行震荡调整数周,后市充满不确定性。

海通证券副总裁兼首席经济学家李迅雷日前在接受证券时报记者采访时表示,目前影响股市的因素主要有三个方面,首先影响股市的最大因素是改革预期,其次是宏观经济基本面变化,再次是上市公司基本面即估值水平。整体来看,今年股市表现会好于去年,应在经济结构调整的背景下寻找股市结构性机会。

改革力度低于预期 不应回避既得利益群体

两会前后,房产税改革、大部制改革等一系列措施陆续推出。从目前来看,改革力度低于预期。”李迅雷表示,改革力度越大红利越多,但在行政体制改革、经济体制改革包括财税改革、国企改革等方面,目前尚未触及核心。中国是渐进式改革,在新一届政府组成之后改革的力度或加大,这还需时间观察。”

李迅雷说:真改革就不应回避既得利益群体。”比如2011年在上海、重庆开展的房产税试点工作,至今效果并不明显,关键在于只对增量征收,对大部分的存量主体没有影响,这样的改革难以收到实效。

日前颁布的“国五条”细则提出二手房交易需交纳20%个税。对此,李迅雷表示,目前房地产调控主要是抑制需求端,这有一定道理,控制需求端的好处在于如果房价快速下降,可以相应放开需求,政策腾挪空间较大,而若放大供给,则未来房屋数量不断扩大,一旦房地产泡沫破裂,政府在应对时就失去了主动权。

任何政策的推出都不会满足所有人的利益诉求,房价越调越高的原因还

在于,在制定政策时没有把高财富阶层和中低财富阶层区分开,调控目的不明确会导致调控力度减弱,也无益于收入分配结构的改善。”李迅雷说。

李迅雷认为,内需不旺跟收入分配结构有关,而有力度收入分配制度改革方案迟迟没有出台;国内生育率水平太低,在人口结构老龄化的背景下应该考虑放开“二胎”政策;民营投资在固定资产中已经占主导地位,一些国有资本垄断的领域应放开让民营资本进入。

对于新型城镇化的发展,李迅雷并不乐观。他说:以前的城镇化是造城运动,政府靠廉价征地,扩大城市规模,基建投资增速远超居民收入增速。目前国内城镇化速度在下降,城镇化率由此前每年1.4%的增长速度将逐步下降到0.7%左右,显示出城镇化进程已步入后期。未来要解决的是人的城镇化’,也就是农业转移人口市民化、农村公共服务城市化,这涉及户籍、教育、医疗、养老等问题,这都需要大量的资金投入,目前地方政府负债水平已经很高,尽管户籍制度改革早在2006年就已经提出,但却迟迟没有进展,说明地方政府缺乏动力。”

宏观经济趋于平稳 今年应该回避周期股

官方数据显示,今年2月份居民消费价格指数(CPI)同比上涨3.2%,同期生产者物价指数(PPI)下降1.6%,通胀回升与经济疲软导致经济复苏一波三折。李迅雷认为:其实经济本身没有“冷”,中国经济发展较为平稳。去年一季度国内生产总值(GDP)增速为8.1%,之后平稳回落,去年三季度GDP增速为7.7%,阶段性见底后缓慢回升。整体而言,今年经济增速会在8%左右。”

关于今年货币政策走势,李迅雷表示:今年2月份CPI上涨受春节因素影响较大,猪肉价格是影响物价的重要因素,目前猪肉价格在下跌,3月份

CPI涨幅会回落到2.5%以下,全年在3%左右,因此,通胀压力不大,今年货币政策会趋于中性。全年影响货币政策更多的因素是热钱,在美国、日本等一些发达国家量化宽松的背景下,热钱流入较多会导致货币政策相应收紧。”

今年年初出口数据一度转暖,但李迅雷对中长期出口并不乐观。他说:欧美国家在逐渐降低外贸赤字,例如美国就提出再工业化,中国出口空间进一步变小;新兴市场国家的劳动力成本低,对美的出口比重在上升,这也对中国出口构成不利影响。”此外,李迅雷还对今年前两个月的出口数据提出了质疑:1~2月中国出口累计同比增速高达23.6%,但是工业增加值增速却只有9.9%,两者背离明显。2009年后,中国对香港地区贸易顺差大幅攀升,而近期数月进、出口增速均达到30%~50%,这显示部分虚假贸易可能存在。”

中国经济目前所处的阶段是产业结构调整阶段,而不是经济周期性恢复阶段,经济结构调整也会促进经济持续增长,反映在股市上就是结构性机会。因此今年应该回避周期股,关注消费、医药、节能环保、TMT行业、新能源、军工等领域,特别是一些有基本面支撑的个股。”李迅雷认为。

李迅雷指出,从国内目前社会经济阶段来看,对环保问题和食品安全问题需要有理性认识。第一,目前国内清洁水覆盖、下水道系统建设等尚未完善,环保改善的方向主要是部分城市,地方政府债务水平较高也会约束投资冲动;第二,食品产业链上各环节都有利益诉求,这导致食品安全问题短期较难解决,同时也存在政府监管缺失、消费者权益意识薄弱等原因,不过,从长远来看注重食品质量安全的上市公司终会得到市场认可。”

公司治理有待提高 给投资者的回报太低

日前A股市场向境内港澳台投资者

开放,从长期来看随着人民币国际化及资本市场的开放,必将吸引更多境外资金。李迅雷指出:短期看,这部分资金量较少,不会对A股市场造成太大影响;中长期看,人民币国际化对中国股市有正面作用。中国股市问题的核心是公司治理水平较低,公司的竞争力和盈利水平较差,这也是中国股市一直在两千点附近徘徊的原因。”

李迅雷认为,衡量公司治理水平的标准在于公司是否具有现代化企业管理特征,包括上市公司的董事会、监事会关系是否合理,产权是否清晰,激励约束机制是否到位等,例如,有学者发现,首席执行官(CEO)有公务员背景的中国上市公司股价往往表现较差。”

李迅雷认为,中国上市公司带给投资者的回报太低,例如,2011年美国GDP增速在2%左右,但进入世界500强企业的平均利润率可以达到6%,投资者很大一部分回报来自分红,而中国GDP增速超过9%,进入500强企业扣除金融企业后的平均利润率却只有2.9%,上市公司分红更低。国内投资者不够理性也是一个问题,如创业板在香港股市整体市盈率在8倍左右,在A股市场却达到30倍左右,概念炒作支撑了一些股票的高估值。

针对首次公开募股(IPO)对市场的影响,李迅雷表示:没有融资功能的资本市场是不正常的,不应把IPO是否重启作为是否看好股市的依据。IPO重启对股市有一定影响,但是不会改变股市的方向。关键是IPO定价方式需要进一步改革。”

此外,“影子银行”的风险被市场广泛关注。李迅雷表示:中国金融市场以银行为主导,在监管部门收紧房地产开发贷后,银行资金通过信托、银行理财产品等表外业务将资金继续投向房地产,当房地产泡沫破灭会引发房价暴跌风险,导致质押物贬值,银行坏账率也会提高。因此,清理和限制理财产品是明智的做法,严控地方融资平台债的发行,可以防患于未然。”

你不可不读的《基金长青》

水木

这是一本在合适的时间由合适的人写的书。

今年是中国基金业发展的第15个年头。

中国基金业从无到有,从小到大,既有辉煌的成功,也有惨痛的教训,值得总结,需要反思。而15年的时间跨度,既不至于短到没有历史纵深,也不至于长到模糊亲历者的鲜活记忆。

在这个时间节点上,国内第一部基金史的个人专著《基金长青》即将问世,作者是被誉为基金业15年“第一人”的范勇宏先生。写作这样一部以证券市场的重大事件为背景、以基金发展为主线、以基金投资为重点的专著,范勇宏无疑是最合适的人选之一。中投公司董事长兼首席执行官(现任财政部长)楼继伟就将该书誉为“关于基金管理和投资的本土化的代表作”。

二

这是一本好看的书。

400多页的电子版,笔者花了一天的时间,一口气读完。15年间,股票市场风云变幻,基金业与股市共起伏,演绎了无数个惊心动魄的故事;1999年的“5·19”行情,2001年开始的5年熊市、股改,2006~2007年的大牛市、2008年史无前例的大熊市、百年一遇的金融海啸、疯狂的创业板,等等。市场每一次大的起伏背后,都有基金的身影,也包含着基金经理的酸甜苦辣与成长历程。

作者娓娓道来,或大开大阖,波澜壮阔;或一波三折,精彩纷呈;或细节生动,惟妙惟肖。更为难得的是,该书行文清晰明快,毫不枯燥。作者既观点鲜明、一针见血,又能够深入浅出,而且受益于作者的历史观与大局观以及对中国社会尤其是中国经济的深刻体认,尽管少作惊人之论,却每每发人深思。

三

这更是一本有益的书。

正如中国证监会主席助理张育军在序言中所言:该书总结了许多有价值的经验和教训,对未来基金业的发展具有重要的参考价值与借鉴意义。普通投资者、基金从业人员以及对基金业发展史感兴趣的读者,从书中都可收获良多。

对于普通投资者而言,本书关于A股的基金投资实战总结值得细读。作者在书中复盘了华夏基金15年中一系列投资经典案例,既有众多成功的范例,也有社保103组合的失败教训。由此,作者提醒投资者:因时而变,因势而动;坚持原则,灵活多变;对市场保持敬畏之心;风险再怎么强调都不过;

买入并阶段性持有更符合中国新兴市场的特征。

在书中,作者一再指出,投资者要充分注意到中美股市、经济等诸多方面的差异,对洋经验不能照搬照抄。比如,中国经济艰难转型,“买入并持有”、超配股票资产不作择时,可能是刻舟求剑;相对价值投资而言,A股市场更适合成长性投资。

作者所提出的A股投资要有“契合时代发展的大局观”的观点也同样值得投资者深思。只有具有全球视野和研判中国政经时局的能力,才能够对中国经济走向和A股投资方向作出更为准确的预判,从而占得先机。华夏基金在投资方面的诸多重大成功之作均离不开作者所倡导的这种“大局观”。

同样,基于这种“大局观”,作者鲜明地表达了自己对当前的股票市场的观点:转型无牛市。他认为,根据国际经验,经济转型时期的股市缺乏系统性投资机会,主要是结构性的、局部性的机会,只有转型成功,才能带来新一轮持续时间更长的牛市。

对于基金从业人员而言,这本书的价值还体现在作者对基金业发展的深刻反思,尤其是他对于保护投资者利益的强调。

作者没有回避基金业包括华夏基金曾经犯过的错误。他坦言,2007年A股基金狂欢、合格境内机构投资者(QDII)首次出海遭遇抢购潮、2009年指数基金规模大跃进等三次基金规模大跃进都严重损害了投资者的利益;公募基金所采用的业绩相对排名的作法,不利于保护投资者利益,等等。

总结教训,作者认为,中国基金要想实现可持续发展,就必须在任何时候都要把业绩放在第一位,时刻想着为投资者降低风险、创造回报;要想成为受人尊敬的基金公司,基金规模扩张要与投资能力和管理能力相适应,否则,欲速则不达。他认为,国内基金经理要认识到肩负的特殊历史使命,在基金投资者普遍不成熟的情况下,要从追求相对排名理念向追求绝对收益理念转型,实现长期稳定的回报。

对于那些对基金业发展史感兴趣的读者而言,本书还能提供揭秘的阅读体验。就笔者阅读所及,书中关于“5·19”行情、基金联席会议、社保选秀、“基金黑幕”乃至明星基金经理王亚伟等章节,都有很多首次披露的内幕,具有第一手史料价值。

四

这也是一部意犹未尽的书。

正如作者所言,“本书主要涉及15年来的重大投资事件及其感悟,其他方面的人和事均不涉及”。1992年就走进证券行业的范勇宏,肯定还有很多故事可讲。

我们期待他的新作问世。

后铁道部时代中国铁路总公司市场主体地位确立

铁路货运及资产证券化机会受关注

证券时报记者 姚波

铁路系统相关上市公司一览			
实际控制人	上市公司	运营种类	近一周股价涨幅
中国铁路总公司 (承接原铁道部)	大秦铁路	运营类	1.43%
	广深铁路	运营类	-4.38%
	铁龙物流	运营类	-11.17%
国资委	中国中铁	基建类	-4.59%
	中国南车	设备制造业	-5.73%
	中国北车	设备制造业	-7.86%
	中铁二局	基建类	-4.71%
	中国铁建	基建类	-9.75%

数据来源:Wind 国资委网站 姚波/制表 翟超/制图

效率、增强市场竞争力基础上,要协调好社会公益需求和运作效率的结合。

蔡建明:目前我国铁路运价由国家统一制定和管理。过去,只有运营成本上涨,铁路运价才有所上调。此次铁道部拆分,意在走市场化道路,铁路总公司成立之后,我国铁路运价机制改革或将在不久后推出,有望向更加浮动、相对自由的方向转变。

存量债有交易机会

证券时报记者:铁道部目前存量债务为2.66万亿,铁路总公司成立后,债务问题将如何解决?会对相关债券构成何种影响?

王航:从历史经验和国际经验来看,由于铁路运输具有公益属性,国家财政应承担部分债务,此外,需要通过铁路总公司提高自身效益以及新的融资渠道来共同解决债务问题。从原则上讲,铁道债是由国家背书,偿付上不会存在问题。

姬江帆:铁道部拆分后,铁路债的发行主体、风险权重和铁道部授信、税收优惠现在都没有确定,要等相关监

管部门的意见,目前难以预测。对于目前存量的铁道债而言,资质不会变差,各项已存在的优惠政策也会延续,政府也继续明确铁路建设债券为政府支持债券。重组后新发行的铁道债主体变更成铁路总公司的可能性较大,但相关配套增信和优惠政策还需逐步确认,目前对定价的影响言之尚早。

此外,投资者对存量“老债”稀缺性的预期会增强,从而带来老债短期内一定的交易性机会。这个机会在上一周就已经体现出来了,剩余期限9.4年的铁道债已经进行了4.68%的成交,比上周消息宣布前下降了约10个基点,但后续进一步下行空间也不会太大,期待铁道部重组后存量债按照国债或政策银行债定价是不现实的。

投资采购更趋市场化

证券时报记者:铁道部拆分后,从对外投资及采购看,对现有的招标模式及供应方构成何种影响,是否会影响到一些具有长期合作关系的上市公司?

王航:目前主要采取限价招标的方式管理招标采购及投资,但市场预期将

会过渡到分散的竞争采购模式,各个运输主体在采购时也会拥有更高的自主权和选择权。去年,在铁路投资建设供应体系中,铁路供应商认证资质已经出现了改革举措,开始逐步引入了更多的竞争者。今后,市场定价的作用会在招标采购环节中发挥越来越大的影响力,长期受到铁道部认证资质保护的公司面临一定冲击,本来就有市场竞争力的公司地位反而会逐步突显。

谢维达:政企分开的方向是对的,但铁路公司的营运不能等同于一般的企业,仍然具有公益性。从世界范围看,对铁路进行完全的市场化并没有特别成功的先例,英国对铁路市场化后就陷入了很大的困境,我们国家的铁路系统改革也会有一个过程。

货运企业和铁路资产证券化受机构关注

证券时报记者:从投资角度来看,最有可能从此次拆分变动中获益的行业有哪些?

王航:首先,铁路相关上市运输公司可能会从中获益。一方面,铁路运输的定价机制可能更加灵活,如果运价放开则可能带来提价,铁路设备中的火车车辆可能受益,这和长期以来的货车需求有关。上世纪70年代至80年代,铁路货车的周转量占比达到70%~80%,目前已经降低至20%左右,铁路货运的发展受到压制,改善需求空间和盈利能力提升较大。另一方面,铁路系统的资产证券化会继续进行,会有更多的资产注入上市公司,这也是资本市场一直比较关注的。

蔡建明:铁道部改革意在解决持续投资资金不足、负债高企的问题,市场化是改革的方向,在行政管理制逐渐放宽的背景下,后续将推进运价机制、投融资改革以及多元化经营,将对铁路基建投资和相关货运公司带来利好,相关上市公司的投资价值将有所提升。

短期内通胀无忧

宋永安

2月居民消费价格指数(CPI)同比上升3.2%,高于投资者预期的3%。从分项数据来看,食品价格大幅上升是主要推手,而3月以来农产品价格已经明显回落。从季节性角度看,娱乐文教、居住和服装三项超季节性较为明显。因此,后续通货膨胀并无忧。我们认为,央行不会因为单月CPI跳升而改变前期货币政策的基调,货币方面不会对经济造成不好的影响。

从目前经济的状况来看,经济复苏依然明显。1~2月固定资产投资累计同比增长21.2%,高于市场预期的20.7%。从投资结构来看,1~2月制造业、基建和地产投资累计同比均有不同程度的回升。

房地产方面,商品房销售的回升、地产商资本支出的减少使地产商的现金流状况正持续改善,表现为商品房销售量和房地产开发投资同比趋势上行。由于商品房销售量和房地产开发投资对新开工领先性,叠加去年1~6月低基数的因素,

因此,同比来看,新开工增速正处于一个上行周期。不过,由于地产新政带来的不确定性,使得地产商在拿地意愿和新开工方面仍将仍偏谨慎。

基建投资方面,1~2月基建投资累计同比上升。从政府资金角度来看,社会融资总量中信托、委托贷款仍处于趋势上行中,而当前对影子银行的监控仍然有限,地方、中央政府资金短期内不会形成制约。

净出口方面超预期上升。2月出口同比明显改善,显示外部经济体复苏。美国经济的复苏和欧元区经济下行速度放缓对我国出口的改善有一定推升作用。

因此,整体来看,短期内通胀无忧,经济继续维持复苏状态。

(作者系农银沪深300指数、深证100指数基金经理)

农银高增长股票基金
3月4日—3月22日公开发售
基金代码:000039