

■微言大义 Word by Word

为什么近年来宏观调控越来越频繁、越来越短期化?原因之一就是成本升高后,几个调控目标之间越来越难以兼顾,一放通胀就抬头,一收紧经济就不行。

——南方基金投资总监邱国鹭

2013年政府的工作次序是防风险,稳增长,控通胀,促转型。一季度数据显示,资本形成趋低拉低增长。原因是社会融资与实业产出不对称。投资效率变低,吃药不仅没有治好病,反而有了副作用。

——博时基金宏观策略部总经理魏凤春

友问黄金为何暴跌?我不懂黄金,但20多年投资市场交了无穷学费后,才明白了一个看似废话的道理:之所以跌,因为该跌了;之所以跌得狠,因为涨得太多。这就是市场。在市场面前,任何解释都是苍白、多余和自以为是的。因为离黄金远,可能旁观者清。进而反思对股票市场判断经常失误,盖因为当局者迷。

——诺德基金总经理潘福祥

如何使扩大内需不是空话?在中国,消费是居民收入的函数,若居民收入不能加速增长,消费就只能按照原有速度平稳增长,除非扩张政府消费;而投资是信贷和利率的函数,弱国继续保持现在的金融资本抑制和高利贷泛滥局面,民间自主投资增速会继续下降,除非扩张政府投资。

——万博兄弟资产管理公司董事长滕泰

中国房价上涨四大原因排序:始作俑者是央行滥发货币(根本原因),地方政府趁机卖高价地,开发商趁机卖高价房,有钱人为保值抗通胀将银行储蓄变成房子实物储蓄,伺机高价出售赚升值之利。但没有央行货币滥发,后三者是无机可乘的。而在滥发货币的情况下,后三者是理性人正常反应。必控货币!

——国家信息中心首席经济师范剑平

改革是中国的最大红利”意味着目前的改革仍然可以大幅增加中国经济的潜力,仍然是以增量为主,并不是只注重存量的再分配。中国的人均收入仍然很低,只注重再分配的改革无法使中国走向现代化的高收入社会。

——联合国经济与社会事务部全球经济发展中心主任洪平凡 (陈春雨 整理)

等待补跌后的反弹行情

赵谦

目前,市场多空双方的逻辑大致为——看空者的逻辑:对于经济的预期转为悲观,二季度,政策是现实考验期,资金面趋紧,经济复苏存在波折,风险偏好下降。政策变动是短期核心变量,地产调控影响增长,整顿影子银行影响资金,新股发行影响市场供需。尤其值得重视的是,银行理财等表外业务的收缩,会直接影响到去年下半年以来持续增长的社会融资规模,进而对经济复苏的预期产生冲击。

看多者的逻辑:政策的出手反而有利于经济的平稳回升。国五条细则主要影响一线城市,对于全局影响不大,地产新开工仍将上行。整顿影子银行只是表明资金面由宽松转为适度中性而非偏紧。

双方对于经济基本面的看法接近,看空者也认为政策对经济产生负面影响要等到二季度后期,微观层面调研结果也显示目前中游需求回升,因此,4-5月份经济仍然平稳。而不同点是空方认为政策面(国五条和银行八号文)确实表明趋势在收紧,未来经济最终将下行,因此,指数在2月中旬已见顶的概率非常大。多方则认为不会影响经济基本面。

多空双方的观点需要等到5月底至6月份才能得到验证,在4-5月份这个时间段,如果周期股和成长股都调整了一定幅度,那么就拥有了“双头”的波段反弹基础。至于这个“双头”是否会演变成创新高的反弹行情,可以到时再跟踪基本面的影响程度。目前来看,除非到时数据展示是强复苏,否则都只是“双头”行情,原因是在弱复苏背景下,6-8月份的淡季对市场负面冲击较大。

最后,从交易层面的经验看,每一轮下跌的最后阶段特征一定是周期股开始取得相对收益,而成长股出现较大幅度的补跌,这也是目前卖方在讨论的焦点,我们还需要耐心等待这个迹象的出现。

(作者系农银策略精选股票基金经理助理)

农银汇理基金 40068-95599
农银汇理荣誉2012年度
金牛基金管理公司
来源:中国证券报第十届中国金牛基金奖评选

寻找高净资产收益率企业



张益驰

4月11日,中国人民银行在其网站上公布的数据显示,一季度,社会融资规模达到6.16万亿元的单季度历史新高,比去年同期多了2.27万亿元,其中仅3月份单月就增加了2.54万亿元。在3月份的社会融资规模中,不光是1.06万亿元的信贷量超预期,信托贷款、企业债券等规模也同样大幅增加。这种信用扩张使得实体经济的流动性得到改善。从接连上升的货币供应量同比增速上,我们也可以清楚地看到这点。

然而,如此多的货币并没有像

未来,股票市场获得高回报的唯一途径就是竭力去寻找那些有竞争力、理性投资、ROE持续提高的企业。

人们盼望的那样,推动实体经济的同步回升,一季度国内生产总值(GDP)、工业增加值、发电量、生产者物价指数(PPI)等显示经济复苏力度的指标均显著低于市场预期。年初关于经济强复苏还是弱复苏的争论还在耳边,如今市场情绪已悄然转向了对不复苏的担忧。

显然,2009年的货币投放推动了经济的一轮强劲复苏,但今年,从目前来看,实体经济的增长尚未受益于货币投放。该如何解释这种现象?

我认为,这种效果的差异主要来源于信用扩张的数量和质量的差异。数量方面,2009年社会融资总额13.9万亿元,比2008年增加6.9万亿元,增长近一倍;而今年,根据各方的预测,社会融资总额在18万亿~22万亿的水平,对比去年的15.8万亿,不

过14%~40%的增长,货币基数的扩大导致融资扩张力度无法与2009年相提并论。质量方面,根据有关研究机构的测算,2009年一年的付息成本为2.1万亿元,增加的近7万亿元融资中仍有近5万亿可以投入到实体经济中。而今年,通过预计的债务规模和平均利息计算出的付息成本在6.4万亿元,比去年增加的融资量基本全部被消耗。即使数据可能有出入,但这也意味着,在杠杆率提升的背景下,企业多增的融资大部分被用来维系债务,整体来看资金并没有流入到提高净资产收益率(ROE)的地方。

由此可以看出,投放货币对经济的拉动作用在今年非常有限,整体投资的效率低下。面对当前经济的局面,政府当务之急是改革,是从提高劳动生产率的角度去激发经济

的内生增长。在这种情况下,A股投资者想在今年靠指数上涨获得较好回报的希望十分渺茫。

但今年仍然是适合股票投资的一年,为什么这样说呢?因为大环境决定发生系统性风险的可能性很小。对于A股市场来说,系统性风险不外乎经济下行、通胀高企、资金收缩。一季度经济数据不及预期,也超预期较高有关,而4月份的券商草根调研数据显示,水泥、工程机械、重卡等行业的需求出现较为强劲的复苏。其实,今年就是一个经济时有波动、不好不坏的年份,紧盯数据对投资的意义不是很大。相比之下,对股市影响更直接的应该是通胀和资金。目前来看,通胀仍在低位,资金很充裕,这是和2011年的市场环境最大的不同。当然,我们也应持续跟踪一些指标,在通胀抬升、资金收紧时减仓规避风险。

在这样的市场环境下,我认为,在改革的进程中经济增速也许时高时



投资大视野

汽车销量创新高 二季度高增速难维系

证券时报记者 姚波

据中国汽车工业协会最新发布的数据显示,今年3月全国汽车产销双双超过200万辆,创历史新高。今年一季度汽车产销同比增长均超过10%,总体表现好于预期。全国乘用车联合会表示,预计4月狭义乘用车销量将突破120万辆。从目前市场表现看,本月以来,申万汽车整车指数上扬6.88%,江淮汽车、一汽轿车、长安汽车4月以来上涨33.56%、15.56%和18.17%。

在经济弱复苏背景下,二季度汽车销量是否会保持一季度增势?禽流感、芦山地震会对车市构成何种影响?证券时报记者就此采访了中国汽车流通协会乘用车联席会副秘书长崔东树、广发基金汽车行业研究员吴超和益民基金研究员宋三波。

二季度高增速难维系

证券时报记者:目前汽车销量是否还有继续上升的推动因素?禽流感感、芦山地震会对车市构成何种影响?证券时报记者就此采访了中国汽车流通协会乘用车联席会副秘书长崔东树、广发基金汽车行业研究员吴超和益民基金研究员宋三波。

崔东树:汽车销量二季度会有所下降,很难达到一季度20%的增速。目前结构性的复苏比较明显,进口车、豪华车复苏相对弱一些,家庭用车走势更强。当年“非典”是在人与人之间传播,导致消费者选择购车避开公共交通,在北京形成了恐惧购车,但目前还没有到当年的程度,对销量刺激不会特别明显。上海车展人气不错,和往届相比,新车、概

念车相对较少,拉动销量的新车不明显,总体比较平和。此外,芦山地震的损害不及当年汶川地震,由于地处偏远,无论是损害车辆再购买还是重建对重型卡车的购置等,暂时也难以看到对车市的明显拉动。

宋三波:二季度销量超预期的因素存在,但大幅度超预期概率不大。乘用车联合会在3月份发布销售数据时作了预测,从上海车展新车发布、天气和长假因素考虑,4月份是汽车最好的销售季节,但是5月份、6月份是传统的汽车销售淡季,可能会是前高后低的走势。

吴超:像一季度那样的增速是难以持续的。实际上,2月的增速到20%回落,一季度目前累计增速20%,此后的累计增速会逐步降到10%到15%之间。

至于禽流感,由于目前还不能断定此次病毒能人传人,出于担忧公共交通传播的原因转而购车的可能性不高,加上大城市又有限购措施,暂时对车市影响不大。

重卡4月或反转 SUV竞争激烈

证券时报记者:对重型卡车目前持续低迷、运动型多用途汽车(SUV)增速较快及公务车转购国车的改革等因素如何看待?国产车的机会还是风险更多?

崔东树:地方政府债务压力较大,投资力度减弱,重卡仍然处于低迷期,加上换购周期还没有到来,也没有相关政策推动,重卡目前并没

有进入改善期。

SUV目前市场较好,争夺激烈。目前韩系车有先发优势,德系车逐步跟上,美系全面发力,法系快速跟进,自主品牌也在市场上营造自己的小空间,总体来看,SUV市场还处于重新瓜分地盘时期。

公务车换购给自主品牌一个更好的发展机会。整体看,国产车的机会集中在SUV、公务车、MPV等产品以及私营个体用户等细分市场上,国产车的性价比还是有优势的。

宋三波:重卡持续低迷了很长时间,4月份销量预期会有小幅上升。作为投资品的生产资料,社会整体投资情况、针对重卡排放“国4”标准的推行力度对其销量都有影响。

SUV的高增长持续了两年多,未来会高于轿车及行业平均增速,但增速会有所放缓。由于政府采购是一个循序渐进的过程,主要表现在中长期的影响,公务车方面主要是心理方面影响,对实际销量的拉动短期影响有限。总体来看,自主品牌的优势还是比较明显的,如长城、比亚迪车辆品质在逐步提高,性价比突出。尤其是中国的三四线城市对价格敏感度较高,受到大城市限购的影响也较小,预计销量会有上升。

吴超:目前经济处于温和复苏时期,重卡不具备爆发因素,总体看法相对谨慎。和乘用车相反,重卡1至2月份销量出现下滑,3月份基本持平。由于重卡去年二季度销售数据较低,今年二季度增长率可能就转正了,增长的主要原因还是基

数原因,而不是需求出现反转。

SUV是乘用车中比较有机会的子公司,增速高主要因为起步较晚。SUV比较符合中国人追求宽大乘坐空间、外观大气的购车标准。从供给上看,20多万元的产品并不多,供不应求的状况时有发生,导致此类产品的销量和毛利率比较可观,这种趋势未来2到3年还会持续。不过,SUV在技术上并不存在太高壁垒,竞争会比较激烈。

公务车采购国产车的示范意义大于实际拉动,引导购买国产车意图更加明显。国产车目前价格便宜,普通消费者选择时对品牌的忠诚度或忠诚度较低,如果合资品牌也开始推10万元以下的车型,对低价位的冲击会比较大。

行业整体机会小 成长个股存机会

证券时报记者:怎么看目前的个股估值?基于以上分析,如何选择?

宋三波:行业增速目前稳定在10%到15%的水平,平均估值约12倍。行业出现大机会的概率不大,应更多关注结构性机会,如成长类个股的增速明显高于行业增速。此外,需要关注的是突发事件导致股价大幅下跌的情况。

吴超:像上汽7倍的整车厂估值已经和国际接轨,未来估值再下跌空间不大;而增长比较快的企业估值会高一些,主要基于推新车型提高销量的预期。如果选择稳定持续的收益个股,可以选择市占率高、技术成熟的品牌口碑好的大公司个股,对成长股的选择则要看新车的实际销量。

低,但只要通胀水平和资金环境都较好,总有一些公司是在做有效率的,我们要做的,就是找出这样的公司,分享它们ROE提升的过程。好的公司也会有一些共同的特点,首先,它们应该处在一个好的行业结构中,产能的供给是有限的,产能的扩张是理性的,比如一些民营企业为主的行业,这些企业通常会为自己的行为负责方面有更多的考虑。其次,看企业的竞争力,比如,它们在行业内的地位怎样、能否达到快于行业平均水平、管理层对公司发展路径的定位是否清晰和理性、是否有能力去实现这样的发展,等等。即使是从A股市场本身去考虑,这样的公司也会逐渐成为资金聚集的地方。我们越来越坚信一点:未来,股票市场获得高回报的唯一途径就是竭力去寻找那些有竞争力、理性投资、ROE持续提高的企业。

(作者系远策投资管理有限公司总经理)

大摩华鑫:看好大众消费品 医药移动互联行业

摩根士丹利华鑫基金日前发布的二季度策略报告指出,在经济弱复苏、市场低估值、观望情绪较浓的背景下,A股弱势震荡格局或将延续,但一些板块已显现短期回暖或中长期布局机会。

摩根士丹利华鑫基金指出,银行、地产、汽车等蓝筹板块当前估值较低且业绩有一定保障,龙头企业的投资价值比较明显。中长期来看,投资逻辑仍将在经济转型的大背景下展开,那些符合经济结构转型方向、与民生改善和新型城镇化相关的行业仍是中长期投资的主线。因此,可利用市场回调机会,对大众消费品、医药、移动互联等景气度较好且在配置上具稀缺性特征的行业长期布局。

摩根士丹利华鑫基金表示,依然坚持精选个股的思路,一方面有很多公司的股价并未完全反映公司的价值,另一方面有些公司的估值虽然较高,但长期价值明显,可把握市场调整时机寻找布局机会。(杜志鑫)

长城基金:短期内国际资金流入难度大

针对A股纳入国际相关指数事宜的报道,长城基金表示,中国资本市场相对封闭,国际资金短期流入的难度较大。

据了解,跟踪摩根士丹利资本国际公司(MSCI)全球指数的基金约有9万亿美元,其中新兴市场的权重是17%,即1.5万亿美元。如果A股在新兴市场中的权重能占到14%,就能带来2000亿美元的增量,即1.3万亿人民币。对于目前6000亿保证金规模和18万亿流通市值的A股来说,这笔增量资金的量级非常大。

长城基金指出,从国际指数的操作看,一般要求额度批复的6个月内就要完成资金的流入建仓,几千亿美元进行短期流动是不太现实的,会带来巨大的流动性问题和跟踪误差。台湾地区和韩国分别用了9年和6年才达到MSCI的指数化配置权重。而且中国的资本相对封闭,国际资金短期流入的难度较大。

长城基金认为,二季度仍要谨慎对待银行的政策和资产质量风险,相对看好券商。(杜志鑫)

■摩根天下 J.P. Morgan View

亚洲货币中长线上升趋势不变

莫兆奇

近期日本推出大规模量化宽松措施,令日元急速贬值。有市场人士担心,亚洲区内各地甚至全球各国都可能竞相将本身货币贬值,触发一场货币战争。摩根资产管理认为,这种忧虑似乎已被夸大,亚洲货币中长线上升趋势并未受到影响。

一般而言,货币中长期走势受多项经济变数影响,包括经济增长、通胀、债券收益率、经常项目及政府债务状况等。从国际货币基金组织所作的经常项目收支预测及实质债券收益率水平看,中长期内亚洲大部分货币应可继续受到良好支持。不过,亚洲各地货币的表现不

会趋向一致。在2007年中至2011年底,亚洲货币兑美元的趋势较为同步,部分原因是当时受全球因素影响,包括金融海啸、欧债危机及多家主要央行采取量化宽松等,而大量国际资金流入亦加强了亚洲货币的相关程度。但到2011年底,这种关系开始减弱,并恢复至长期平均水平。亚洲货币相关程度下降,意味着“曲而下上”的货币部署管理将更有助提升潜在回报,并降低风险。

在评估货币风险时,投资者不但要考虑上述长期经济因素,亦须留意各国央行的政策动向。目前,亚洲央行的外汇储备已增至多达6.5万亿美元,意味着出现货币危机的风险已大大降低。同时,亚洲央行亦明

白汇率政策不仅可借出口推动增长,亦可显著影响进口通胀。

因此,亚洲央行对干预汇率的行动已较有选择性,对于货币升值只会作出适度管理,但不会长时间阻遏。这是重要的认知,因为资金从欧美流入亚洲资产市场的趋势将会持续。新加坡已明言采取维护新加坡元强势的政策,以对抗进口物价上升,而人民币兑美元汇率自2005年以来也已升值25%。

不过,印尼盾和印度卢比要面对较不利的环境。国际货币基金组织预测,两国在2013年至2017年间的经常项目赤字,平均占本地生产总值约2.5%,而其他亚洲国家却可望取得盈余。这意味印度和印尼

若果维持货币稳定,就要吸纳等量的外资流入金融市场或直接投资。

综合而言,尽管日元走弱,但亚洲货币中线上升趋势应该无损,这对股票和债券投资来说,是重要的潜在回报来源。尤其是对于债券而言,信贷息差进一步收窄的空间已越来越有限,货币升值对回报的贡献将更加显著。

(作者系摩根资产管理执行董事)

摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management)
摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management)隶属于摩根大通集团,是全球最大资产管理集团之一,拥有两个世纪的卓越投资管理经验,现于世界各地管理资产13,000亿美元。