

■微言大义|Word by Word|

支付宝、财付通等第三方的发展很大程度是没有受到严格监管,而银行、证券、基金等传统金融机构受到严格监管,从而让第三方得到监管套利。另外,这些互联网第三方在体制上有激励优势,企业文化草根化效率高。——汇添富基金副总经理陈灿辉

资金空转不是一夜间冒出的问题,遭无情铁腕整治,固然咎由自取,但也可能不教而诛甚至伤及无辜;夯实就虚是多年来劣币驱逐良币的客观抉择,靠禁堵的方式强制逼迫转型,虽然彰显决心,但也容易过犹不及造成资源浪费。胸怀愿景不妥协,立足现状不教条,方能保证变革不夭折。理想的现实主义者从来最难得。——诺德基金总经理潘福祥

近日,货币市场利率飙升、流动性短缺以及央行“见死不救”为各方关注。其实,中国经济最大问题就是流弹太多,大量货币没有击中靶心,而是流向泡沫、过剩等领域。因此未来的货币政策仍需稳健而不可简单地言紧言松,但对稳健的坚守必须与结构调整、产业升级甚至政府去公司化等改革相结合,否则后果堪忧。——中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇

过去十年超发货币,才有今天的产能过剩、地方债务和即将大量出现的银行坏账,这些问题构成本届政府的巨大挑战,此时怎敢饮鸩止渴、再发货币?更严峻的考验还在后面,可以预见的经济衰退和失业将倒逼改革,是实质性的改革而不是利益部门的官样文章。——中欧国际工商学院教授许小年

经历近期货币市场的大幅波动之后,应当继续出台一系列引导金融资源流入实体经济、促进经济转型的具体政策举措,这并不能简单理解为去杠杆或者加杠杆,而是在总体流动性保持平稳、宏观政策基调保持稳健的环境下,对产能过剩行业和企业去杠杆,放开一些行业的准入门槛并吸引社会资金进入。——国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松

在现阶段以政府这只看得见的手配置资源为主的情况下,货币政策的微调远起不到宣示导向作用。由于宏观政策多目标、多工具非协调的频繁使用,以反危机短期应对为特征的借道国企扩信贷扩投资之路已走到尽头了。——中国人民大学经济研究所所长毛振华

一方面,储蓄总额逼近100万亿,货币泛滥、流动性困局亟待化解,另一方面资金紧张实际利率畸高加剧经济下行风险。针对上述货币矛盾局面,监管部门终于认识到“金融和实体经济是密不可分的”,并要求“用好增量、盘活存量”。问题是看准了,现成的办法貌似还没想出来?——万博兄弟资产管理公司董事长滕泰(陈春雨整理)

环保行业公司业绩可期

付柏端

6月18日,最高人民法院和检察院、公安部、环保部举行新闻发布会,公布《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》,界定了严重污染环境的14项认定标准。我国每年由于环境污染造成的直接经济损失高达2800多亿元,约占GDP的10%;世界银行报告称,中国每年约有75万人由于空气污染而早亡。根据环保部公布的《2012中国环境状况公报》,2012年,有超过30%的河流和超过50%的地下水不达标;有325个城市及以上城市仍执行旧日空气质量标准,据此评价,达标城市比例为91.4%,但按照新空气质量标准,达标城市比例仅为40.9%;113个环境保护重点城市中,按照旧标准评价达标城市比例为88.5%,按新标准评价,达标城市仅23.9%。最新司法解释的出台和环保需求都为环保行业在未来5-10年的发展开拓了巨大的空间,空气净化和水资源的保护是两个最关键的领域。细化来说,大气领域对脱硫脱硝标准提升,重资源化包括市政垃圾资源化、垃圾焚烧、污泥处理,生态修复主要是土壤和地下水治理,这些子行业存在明显提高空间,相关公司的业绩也将会实质性提升。(作者系农银平衡双利混合基金经理)

农银汇理基金 40068-95599
农银汇理近三年权益类资产管理能力五星评级第1名
评级机构:海通证券 时间截至2013年4月28日

债市三季度下跌魔咒或再逞威

受访基金经理认为流动性紧张局面难以改善,债市走势不乐观,将采取防御策略

证券时报记者 朱景峰

债券市场似乎存在着“三季度下跌魔咒”,从2009年到2012年,每年的第三季度债市都会出现显著下跌。在流动性持续紧张的情况下,面对即将到来的第三季度,这一魔咒是否会再次显现威力?

本期我们邀请信达澳银基金固定收益总监孔学峰、富国基金信用增强基金经理冯彬和国投瑞银中高等级债券、国投瑞银纯债基金经理刘兴旺对三季度债市走向进行分析。他们几乎一致认为,由于流动性紧张局面难以得到根本改善,三季度债券走势确实不太乐观,将采取防御策略,等待介入机会。

二季度债市玩过山车 基金经理忙降杠杆

证券时报记者:请简单分析二季度债市特征和您的主要操作策略。

孔学峰:在5月底之前,债券市场都维持了平稳向上的趋势,这主要依赖于偏弱的基本面、偏低的通胀水平以及偏宽松的货币政策。但进入6月份之后,资金面的紧张打破了之前的市场格局,债市面临很大的压力,收益率上行。在二季度,我们主要是降低了投资杠杆,并调整了资产配置。

冯彬:二季度债市走出过山车行情,主导市场的主要因素是流动性,可谓“成也萧何,败也萧何”。进入6月份后流动性的急速抽紧让市场措手不及,收益率曲线也快速平坦化上移并形成严重的期限倒挂,流动性较好的利率品和高等级信用品最先受到冲击,最终将向信用品蔓延。

二季度的主要策略是防御。第一,保持组合的低仓位和短久期;第二,保持组合的流动性,增加易于变现的资产比重,降低高收益品种的比重。在6月份的这一波快速杀跌过程中,组合表现出较好的抗跌性。

刘兴旺:4月中旬开始发酵的债市监管风波令债市一度出现恐慌性抛售,债市收益率整体上扬,之后监管层表现出的宽松态度安抚了市场情绪,债市回暖。4月至5月中旬,国债收益率整体下行2-15BP,金融债收益率整体下行3-20BP。信用债表现更好,配置需求迅速消化监管冲击;5月底之后,随着货币市场利率吃紧,央行不干预的操作思路使得货币市场利率屡屡刷新纪录,各期限债券呈普跌格局。

三季度走势不乐观

证券时报记者:债市似乎存在

“三季度魔咒”,从2009至2012年,每年三季度债券市场都出现幅度不小的下跌。您认为今年三季度债市大体走势如何判断?影响三季度债市的利多和利空因素有哪些?

孔学峰:最近几年,三季度是投资的困难时期,这有点魔咒的意味,但每个时期的诱因和背景略有不同,可能是因为通胀预期、资金紧张、债券供需失衡,或者是几个因素的叠加。

今年三季度所面临的,更多的是资金层面的扰动。资金的紧平衡抑制了市场的活跃度,市场很难有好的表现。不过,债市还有些支撑的因素,如三季度的经济可能面临失速,将从需求上压制通胀,这对债市是有利的。

刘兴旺:下半年债市整体风险较小、可控,但与上半年相比,净价收益可能下降。

央行在总体风险可控的前提下让市场自行调节流动性,选择暂不干预的操作思路,防范平台风险的思路,导致市场预期迅速改变,货币市场利率大幅上行,过紧的资金面使得调整提前到来。

按目前货币市场利率,央行已经达到了预期效果,政策不会继续加码,最紧张的时刻或已过去。因此,我们认为,市场调整已经提前到来,加上后期城投债的供给大幅下降,目前位置信用产品已具有投资价值。

三季度的有利因素有三点,一是市场收益率整体上移,具备较好投资价值;二是随着市场自我调节功能的修复,货币市场利率有望恢复到紧平衡状态;三是目前的宏观经济环境,我们认为三季度经济仍处探底过程,通胀压力较小,对债市较为有利。不利因素主要是随着首次公开发行(IPO)重启的临近,市场资金面分流较大。

冯彬:我们对三季度债市行情持谨慎态度。三季度流动性状况较6月份出现边际改善是较为确定的,但流动性维持紧平衡是大概率事件,基于目前收益率水平,债券市场难以走出上半年那种波澜壮阔的行情。

资金面紧张局面持续 存在降准可能

证券时报记者:5月外汇占款骤减,美联储量化宽松(QE)退出预期强烈,热钱大幅流出使得市场资金面持续紧张,您认为资金紧张局面会持续多久?三季度央行可能会采取何种措施?

孔学峰:5月份外汇占款新增量大幅减少,这可能是近一个月来市场资金面持续紧张的重要原因。但是,回顾2012年又可以发现,月度外



汇占款新增量曾经出现过连续负值的情况,当时的资金格局还不如当前这么紧张。

当前的资金紧张可能还是因为监管层对金融体系的规范所引起,特别是对金融同业业务的监管,使得短期的资金供需出现了严重的失衡。一旦外汇占款持续维持低位,资金紧张的格局难以彻底改观。我们预期三季度央行在货币政策上难有大的变化,除非宏观经济低于决策层的底线。

冯彬:从近期美国十年期国债收益率的走势来看,美联储的QE政策实质上已经走上了退出的道路,而伯南克在6月份议息会议上对QE退出节奏和条件的阐述则进一步强化了市场预期。市场猛然意识到,自己可以获得的流动性将大幅缩减,全球资产价格也因此经历了一轮大范围的下行。

从近期高层的表态来看,央行并不愿意出手救市,这意味着金融体系可能需要经历一轮痛苦的降杠杆过程,商业银行的表外资产会有一个回表的过程。基于此,对三季度的流动性应该持谨慎态度。就央行的货币政策选项而言,降息应该看不到,逆回购和准备金率的下调有可能,前提条件是外汇占款持续低迷甚至负增长。

刘兴旺:鉴于本轮资金偏紧的大背景是资本流出新兴市场,这使得货币投放的重要渠道外汇占款熄火,加之7月上旬银行准备金上缴,以及债券市场和理财市场的整顿,这些因素还会持续一段时间,因此预计7月份的流动性压力依然较大。我们认为,若市场在7月份仍不能有效修复,则央行大概率通过短期流

动性调节工具来舒缓市场,若经济数据持续疲弱、外汇占款急剧减少,则三季度末存在降准可能。

积极防御 重点关注信用债

证券时报记者:结合您对市场的判断,您三季度主要投资策略是什么?主要会配置哪些品种?如果IPO重启,您会采取何种策略参与?

刘兴旺:受流动性收紧的冲击,利率、信用品种调整幅度较大,基于三季度宏观经济探底、通胀压力不大的判断,我们认为,目前位置利率产品超调明显,已具有配置价值,中长期品种是首选;信用产品利差多数回到历史50%分位附近,配置价值也开始显现。

三季度IPO重启概率较大,各金融产品契约差异较大,能打新股的产品择优参与新股,不能打新股的产品重点做好流动性安排,抓住IPO冲击选择被市场抛售的有价值品种。

冯彬:三季度策略是稳中求进,在做好防御的前提下等待介入时机。信用品依旧是主力配置品种,且以中高等级信用品为主,对产业债持谨慎态度,特别是上游的一些强周期行业,适度参与利率品的波段操作。

对于IPO的重启,我们将积极参与。经过本次筛选之后,依旧可以成功发行的公司,肯定是非常优质的公司,同时,新股发行制度也客观上使得一级市场的筹码会足够便宜。

孔学峰:出于对资金面的担忧,我们对未来市场持谨慎的策略。不过,长期来看,债市仍然面临较好的环境,因此一旦收益率上升至合理水平,信用类债券还是有很大的投资机会。

年中敏感窗口来临 基金投资趋于谨慎

上周A股市场继续大跌,在年中敏感的时间窗口,基金投资或更将趋于谨慎。

汇金增持一定程度上为保险等金融股提升吸引力,但考虑到经济基本面景气度下滑、资金面紧张等影响,市场摆脱弱势震荡仍缺乏实质性支撑。”海富通基金表示,当前整体经济出现收缩,需求低迷的态势没有改观。

天治基金寇文红:

三大因素致A股持续下跌

从5月31日开始,A股市场出现持续下跌。从5月31日至6月20日,上证综指下跌10.06%,沪深300下跌11.88%,中小板指数下跌9.90%,创业板指数下跌4.10%。天治基金首席宏观策略分析师寇文红认为,导致本轮股市暴跌的原因主要有三个:

一是境内银行间市场流动性紧张。今年前5个月,我国货币政策一直比较宽松,银行间市场资金充沛,利率较低。但是,在5月下旬,由于理财产品季节性回表,政府打击非法债券交易,6月5日存款准备金大额清算补缴、监管机构规范银行理财等表外业

务等原因,流动性相对收紧。二是美国退出量化宽松(QE)的预期越来越强烈。6月20日凌晨,美联储主席伯南克讲话,再次称下半年将削减QE规模,美国国债利率、美元指数随之飙升,澳元、日元对美元大幅贬值、黄金白银价格暴

逐渐透支的境地。从投资角度看,7月将近,成长股面临业绩中考,一旦业绩未达预期或大幅低于预期,目前的高估值将存在回调风险。

光大保德信基金认为,货币总量的企稳在中长期有利于风险资产价格稳定,短期内股票市场的企稳反弹则有赖于资金利率的下行。从行业投资层面看,医药、食品饮料、地产等行业值得关注。(程俊琳)

三是中国经济增速的担忧。2012年底、2013年初,国内外金融机构对中国2013年经济增速预期乐观,但一季度的情况低于预期。二季度即将过去,市场对经济增速的预期越来越悲观,这打击了市场情绪。(吴昊)

陈国光认为,央行此次货币紧缩的核心目标,应是指向金融机构降杠杆,化解潜在金融风险,而非抑制实体经济活动。他表示,降杠杆需从源头出发,资金成本上升不一定能够抑制地方政府融资冲动。同时,金融机构的资金紧张却会抬高实体经济的资金成本。国内目前经济复苏疲弱,工业需求不振,如果为了化解金融风险,却意外导致经济失速的风险,可谓得不偿失。照此逻辑,央行短期过紧政策存纠偏可能,流动性紧张局面或许很快就能出现缓解。(邱玥)

诺德配置基金经理陈国光指出,今年1-4月份,外汇占款急速飙升,各路热钱涌入中国。广义货币同比增速高达16%,明显超出年初央行13%的目标。他认为,从目前的情况来看,央行正在采取两种手段控制流动性:一是从影子银行入手,控制直接融资的增速,标志是今年3月份公布的银监会8号文,效应已经显现;二是从银行间市场入手,收缩银行间市场资金异常充裕的现状。最近两个月,银行发售的理财产品收益普遍下滑,预期年化收益率超5%的产品已难觅踪迹,而银行间市场出现资金短缺和价格飙升。

刘兴旺认为,央行此次货币紧缩的核心目标,应是指向金融机构降杠杆,化解潜在金融风险,而非抑制实体经济活动。他表示,降杠杆需从源头出发,资金成本上升不一定能够抑制地方政府融资冲动。同时,金融机构的资金紧张却会抬高实体经济的资金成本。国内目前经济复苏疲弱,工业需求不振,如果为了化解金融风险,却意外导致经济失速的风险,可谓得不偿失。照此逻辑,央行短期过紧政策存纠偏可能,流动性紧张局面或许很快就能出现缓解。(邱玥)