

## ■微言大义|Word by Word——

今年将物价控制在上限之内应该没有悬念。经济增长下限应该是在7.5%左右,这是年初确定的目标。如果下限是7%,那就有了双重标准。下限明确,表明一旦增长回落至该水平下,相应的刺激政策就会出台或加强。目前我国拥有较充足的政策资源来稳定经济增长。上限和下限的提出有助于稳定市场预期。

——交通银行首席经济学家连平

中国经济就像一杯沉积的液体,总量够大了,国民总收入也够多了,关键是结构问题,大量收入、资源沉积在少数人和部门手里,无法形成现实的消费与投资。这几年来一直在动金融,问题是金融只有调节总量的功能。大家都知道中国经济结构问题只要搅拌一下都解决了,但搅拌就会触动利益,比触动灵魂还难呢。

——上海新金融研究院学术委员李迅雷

出口和进口下降3.1%和0.7%,跌幅远超市场预期。挤水分后,外贸惨状更显人民币实际有效汇率(ReER)高估之患。考虑到REER升幅与中国整体工业企业利润增速和工业增加值反向,考虑到粤苏本来最有活力最能力建设转型的地区,现在却一个个倒下,汇率已成为制约整个中国经济的命门。

——兴业银行首席经济学家鲁政委

我最近将2013年全年的国内生产总值增长预测从7.9%下调至7.6%,三季度预测下调到7.5%,主要原因是存货继续下行,钱荒导致货币流通速度下降。但基于政策适度松动、正面预期管理、存货反弹、汇率趋稳等判断,估计四季度和明年有望复苏。

——德意志银行大中华区首席经济学家马骏

美国过去的经济体系里,特别是在债务的市场体系里面有一套成熟的体制,所以,美国最困难的时候,尽管一个星期有三家银行破产,但美国毫不犹豫地通过违约,淘汰了这些企业,令社会资源得以重新配置。这是美国再生的一个诀窍,这也是违约和企业破产的意义所在。

——中国人民大学经济研究所所长毛振华

市场应该在城镇化中起主导作用,但话也不能说绝。把“市场”神圣化了,反而是制度改革方面不作为的借口。许多阻碍我国城镇化的制度(如户籍和土地制度)还需要通过非市场的制度改革去推动。

——美银美林大中华区首席经济学家陆挺 (陈春雨 整理)

## 利率债调整时间或短于低评级信用债

吴江

7月9日,国务院总理李克强在广西考察的讲话中,提及经济增长率、就业水平等不滑出下限,市场解读为宏观政策或放松,股市连续两天大涨。

我们认为,本届政府履新以来的宏观政策基调一直是“稳增长、促改革、调结构”,整体来看是中性的,而经济转型初期,新动力尚未形成,很可能伴随着增速逐步减缓。管理层希望将经济增速控制在合理区间,若国内经济转型与国际经济形势变化叠加,出现超预期的因素,管理层是会采取相对应的冲施肥的。

在这样的政策假设下,经济增长小幅减速,通胀维持在低位,债券市场整体慢牛的走势不会发生变化。但近期随着股市大幅上涨,债券市场迎来一波调整,有两点值得注意:

首先,调整较多的是低评级信用债。我们认为,这反映了市场对企业信用状况的担忧。并且,监管机构对非标融资监管力度加大,使得以前通过信托等途径融资的企业继续融资更加困难,信用风险加大带来信用利差的上升。

其次,利率债也出现下跌,原因可能是对货币市场利率中枢的预期发生调整。1~5月,银行间7天回购利率的均值在3.3%左右,而经过6月的冲击后,大家对下半年银行间7天回购利率均值的预期有所提高,或在3.8%~4.0%,货币市场利率的调整将带动整个利率债的调整。相比而言,我们认为利率债的调整时间可能较短,而低评级信用债的调整可能会持续一段时间。

(作者系农银货币、农银信用添利债券基金经理)

## 周期股无趋势性机会 看好成长股龙头

证券时报记者 吴昊

上周,随着上市公司业绩预披露,结合政策面出现的新动向,股市短期转暖。本周将进入上市公司业绩检验的关键期,股市是否已经阶段性触底?如何把握当下股市机会?未来市场会有哪些风险?证券时报记者日前就投资者关心的问题采访了汇丰晋信科技先锋股票基金经理曹晋、长信内需成长股票基金经理安昀和海通证券策略核心分析师荀玉根。

## 周期股上升空间受限

证券时报记者:从目前经济和股市走势看,周期股是否正式“接力”?

曹晋:2013年下半年经济将维持弱复苏的态势,复苏的不确定加大。在没有政策刺激的情况下,周期股出现趋势性机会的可能性不大。在宏观数据持续不景气的大环境下,市场可能对政府“稳经济”有一定预期,这导致周期股和成长股有可能反复拉锯。

安昀:我们对股市比较谨慎,不认为周期股可以接力。首先,下半年经济比上半年差,风险点在于出口、房地产和基建;其次,汇率变化和表外业务整治将抬高资金利率,对估值不利。在这样的预期之下,企业业绩不会太好,股市也很难有表现,有些周期股虽然看似跌了很多,但未必便宜。

**荀玉根:**市场目前处于可为阶段。今年5月底以来股市下跌,根本原因是投资者担忧资金紧张引发实体经济去产能、去杠杆时出现金融危机,股市先于实体经济下跌。6月以来,资金利率持续回落,市场对短期出现金融危机的担忧逐渐消除,投资氛围重新活跃。不过,实体经济毕竟在去产能、去杠杆路上,净资产收益率(ROE)自2010年以来的主跌浪过去,但需求疲弱回升乏力,市场仍难出现大行情。

蓝筹股是估值修复性反弹,难以扩散到泛周期。银行、地产为代表的蓝筹行业基本面优,估值低,股价的压制因素就是政策及人气,监管层重申稳增长有助缓解投资者对增长下滑的担忧。但地产的高景气难以传导至中上游周期股,目前房地产销售面积同比增速35%左右,房地产开工同比增速才1%左右,说明销售对开工投资的拉动弹性已经明显下降。主战场仍是转型方向的成长股,如科技、媒体和通信(TMT)、医药、环保等。

## 创业板利润回升

证券时报记者:下周将进入上市公司中报业绩证伪期,中报行情有哪些看点?

曹晋:成长股中期业绩面临分化,与大众居民消费联系紧密的传媒和医药行业业绩确定性较高。在经济弱复苏的大环境下,周期股整

体缺乏趋势性机会。但是,去年基数较低、政策面预期面临改善的地产和水泥行业将出现不错的增速。

**安昀:**我们比较看好稳定增长类的行业,如医药和食品等,以及与调结构比较契合的行业,如天然气、传媒和信息技术等。我们不认为周期类公司的业绩会好。

**荀玉根:**截至7月13日,预告中报业绩的公司共有1460家,其中中小板、创业板、主板的披露率分别为99.7%、93.5%和30.4%;全部上市公司中,中报预告披露的已经过半。中小板中报、二季度单季度利润同比平均分别为9.8%、15.0%,而创业板则分别为4.9%、8.7%,创业板中报利润比一季度有所回升。

从行业表现来看,公布公司的市值超过行业市值比40%的行业中,电子、信息设备、轻工制造、信息服务、家电、公用事业利润同比均值在20%以上,电子和公用事业表现尤为突出,继续看好成长股龙头。

## 看好新兴行业

证券时报记者:您看好哪些行业的前景?

曹晋:传媒行业开始显现消费品属性,需求爆发和购买力持续提升驱动行业高速增长,各细分子行业的龙头已经具备了强者恒强的地位,具备了可以长期投资的价值,未来有可能出现“十年涨十倍”的投资标的。

电子行业下游需求持续旺盛和产业链转移推动行业高速发展,一个个“苹果皮”、“三星皮”式企业高速增长,以苹果为代表的手机、平板电脑产业链取代了前期笔记本电脑、平板电视的产业链。未来数年,这个行业仍然能够维持高景气度,但是具体的公司景气度可能会大相径庭。

**安昀:**我们长期看好医药行业,因为老龄化趋势不可阻挡,人均用药金额的上升也不可阻挡,只要能够找到质地优秀的公司持有,就可以分享快于行业的增长。另外,比较看好天然气采掘相关产业链,天然气对传统能源的替代是非常明确的趋势,虽然有一定涨价压力,但环保优势很大,且产业链比较成熟,盈利丰厚。此外,还看好自动化和智能装备,因为中国制造业改造升级空间巨大。

**荀玉根:**城市更“智慧”,涉及移动互联、安防、医疗信息化。依托云计算、物联网等技术手段,实现包含交通、医疗、电力、水务、政务、商务、城市安防等多方面的智慧化。

城市更舒适,有利于医药、传媒。过去10年城镇化过程中,居民消费从生活用品的基本消费走向耐用品舒适消费;在未来新型城镇化过程中,消费结构也将不断升级,医疗保健、文化娱乐是重要内容。

城市更美丽,有益于环保行业。目前我国环保投资占国内生产总值(GDP)的比重远低于海外,从上市公司业绩来看,环保工程类公司、水务类公司2012年来盈利明显好转。

## 经济回落是最大风险

证券时报记者:下半年市场会有哪些风险?

曹晋:目前经济仍旧比较疲软,一旦经济出现超预期下滑,将使相当一部分投资者的期望落空,有可能引发市场恐慌。

新一届政府对流动性的思路将成下一阶段判断的重要指引。综合考量金融机构表外去杠杆、海外热钱流出新兴市场、国家仍将坚持“控制增量、激活存量”的货币政策等因素,我们认为下半年流动性不确定性继续上升。

**安昀:**首先,三大需求都面临减速,尤其是投资和消费,我们认为出口也面临下调,但是对GDP影响不明显。其次,投资方面,基建投资面临地方债务清理和银行表外业务整顿的压力,融资成本抬升;地产投资面临同样的问题,但由于市场较旺,增速不至于下滑太多;制造业企业面临债务高、回报低的困境,增速将继续下滑。第三,消费方面,公务消费缩减和居民收入预期下降的叠加效应非常明显。第四,表外业务整治和美元升值将抬高国内利率水平。

**荀玉根:**国内去杠杆过程中如果出现债务危机,将会有系统性风险,就像2008年美国的次贷危机。如果再叠加美元走强,则风险更大。上个世纪80年代拉美债务危机,1997年亚洲金融危机,都是在美元走强、美联储加息背景下发生的,这也是需要密切跟踪的。

## 基金7月看政策脸色行事 关注超跌反弹机会

证券时报记者 方丽

7月份市场纠结的走势牵动人的心,而从各大基金公司的观点来看,纷纷认为7月份关键是看政策面态度,部分超跌股具有反弹机会。

国投瑞银基金认为,未来宏观经济仍有下行压力,流动性的整体格局不会比上半年更宽松,建议密

切关注7月下旬召开的年中经济工作会议,以明晰后续政策托底的方式和力度。短期A股市场反弹格局有望延续,建议继续关注金融、房地产板块超跌反弹的机会;从中长期来看,可以关注中低收入群体收入边际改善和政府投资托底下的结构性机会,包括传媒、医药、旅游等消费相关行业,以及环保、通信、电力

设备等相关行业的投资机会。

大成基金也认为,短期大盘仍处于震荡格局,市场难有趋势性投资机会,需要密切关注物价及利率政策动向,防范部分整体估值较高、警惕伪成长股低于预期的风险;有业绩支撑的行业个股将继续上涨。

招商沪深300高贝塔拟任基金经理罗毅认为,总需求疲软抑制经

济复苏的步伐,经济增速放缓但未明显恶化,高层已传递出一些政策方面的利好,改革红利有望逐步扭转当前经济走向,流动性最紧张的时刻已过。预计短期内市场走势将以区间震荡为主,三季度A股市场风格或进行轮换,短期超跌后的低估值大盘蓝筹及超跌的采掘、有色、建材等行业可能有反弹的机会。

博时基金陈凯杨:  
债基迎建仓良机

今年以来市场对宏观经济的预期普遍下调,加之6月底以来资金面紧张引发债市调整,博时月薪定期支付债券基金拟任基金经理陈凯杨表示,这将为新基金在三季度建仓带来良机。

陈凯杨认为,短期来看,由于利率水平较高,新基金的配置仍将优先考虑货币市场工具。而随着低评级信用债的调整,三季度末,信用债或将迎来较好的配置时机。

陈凯杨指出,在钱荒导致的股债双杀中,中高评级的信用债率先调整,而流动性较差的低评级信用债则调整得还不多,在性价比优势大幅消失的情况下,其后续还有调整空间,这对新基金的建仓来说比较有利。(杜志鑫)

## 蓝筹风格基金起舞 市场风格转而未换

证券时报记者 程俊琳

上周基础市场走势回暖,行业板块普涨。股指在金融、地产等权重板块的带动下大幅上涨,偏股型基金净值平均上涨1.94%,尤其指数股票型基金涨幅最大,平均上涨3.84%。不过,这并没有改变部分公募基金对行情的看法,行情转换难言实现。

上周最明显的特征是蓝筹风格基金集体起舞,指数型基金一周收益率平均上涨4.78%,与金融、地产等概念相关的指数基金涨幅靠前。从积极投资股票型及混合型基金的业绩来看,持有金融、地产等周内涨幅较多的行业配置的基金有不

错表现,包括中欧小盘、南方精选、博时主题等基金周涨幅超过5%,其中对地产行业配置比例超过80%的中欧小盘涨幅达到9.1%。

对于大盘蓝筹起的上涨号角,海富通基金在接受采访时表示,目前判断股市反转言之过早。在当前就业形势稳定、经济增速短期难以跌破政府容忍底线的前提下,预计较难有实质性宽松的政策出台,大盘强势反弹后或将以弱势震荡为主。在强调优化金融配置支持经济结构调整与转型升级的宏观政策基调下,短期内货币政策仍将维持稳健。

汇丰晋信基金更是直接将这定义为一次大面积的超跌反弹,周五的盘面已然有所暗示,短期的疯狂

未必能够彻底改变今年行情的主轴,随着年报披露密集展开,成长类小股票仍将是香饽饽。”

华富基金投资总监龚伟在接受采访时表示,即便下半年出现成长股下跌,市场也不具备行情绝对转换的动力。他认为,首先是经济结构调整本身注定传统行业面临巨大的去产能压力,其次是当前流动性也无法支撑传统蓝筹行业的普遍上涨。

招商基金则明确表示,风格切换正当时。该公司认为风格调整的触发因素有三个层面,一是经济基本面持续下滑,市场对经济基本面调整产生较为明显的担忧;二是流动性发生了明显变化;三是成长股估值过高,业绩成长未能消化估值,

超额收益过高,机构集中持有。招商基金认为,下半年经济面临持续下滑,流动性环境持续恶化,创业板为代表的成长股业绩面临大幅下调的风险。

数米基金认为,大盘蓝筹股估值相对更具诱惑力,存在更多投资机会,建议投资者关注大盘蓝筹基金;成长股存在估值泡沫,建议投资者短期回避此类风险。

国金证券分析指出,短期市场情绪的稳定有利于反弹,但在基本面和政策面都尚未确认的背景下,反弹空间也将有限。从风格角度看,短期可继续增加组合安全边际较高、注重价值投资的资金配置;对于中长期投资者来说,可战略配置对成长股有不错把握能力的基金。

定期支付债基:  
现金流管理好帮手

经济的不确定性增长使人们未来收入存在很大变数,为平衡收支状况,家庭理财规划更注重现金流的管理。

日前,工银瑞信月月薪定期支付债券基金的面世为投资者提供了稳定现金流的理财工具。作为一款追求绝对收益的产品,工银瑞信月月薪定期支付债基将业绩比较基准设定为“三年期银行定期存款收益率(税后)+1.5%”,约定首年6%的支付比率,在同一批获准发行的定期支付型基金中支付比例设定最高。此外,工银月月薪还给予了参与定期支付机制的选择权,投资者可自愿选择参与或退出。

定期支付相当于定期自动免费赎回,大大节省了投资成本,当期定期支付后,基金份额持有人持有的基金份额数将相应减少,同时,资金账户将获得对应的现金支付。(孙晓霞)

长城基金向威达:  
市场估值明显偏低

通胀不超出上限,经济增长不滑出下限,这个“下限”应该离年初两会提出的7.5%的目标不远。

向威达认为,目前的市场估值无论是纵向比,还是横向比都明显偏低,已经对悲观预期反应比较充分,投资者不宜过度悲观。

向威达表示,7月11日A股市场大涨的直接原因是国务院总理李克强在广西关于稳增长的讲话大大恢复了市场信心。6月初以来,A股连续出现恐慌式暴跌,最重要的原因就是市场对下半年和未来一段时期的经济形势感到悲观。这次李总理明确提出要确保

大摩华鑫李轶:  
看好高评级信用债

银行钱荒过后,理财产品预期收益率不断下滑,但货币基金收益率依然保持良好的势头。大摩多元收益债券、大摩货币基金经理李轶认为,在稳健的货币政策和偏弱的经济周期的局面下,信用风险累积的速度会大幅加快,从规避风险的角度考虑,更看好高评级的信用债。李轶表示,三季度短端利率的高企将使得货币市场基金作为风险管理工具的优势得到充分体现。

李轶预计,三季度债券市场仍然面临着资金利率的抬升和经济下行的交织的局面,当前收益率曲线平坦甚至倒挂的状况可能会持续。在经济维持弱势难现实质性复苏背景下,利率债虽有基本面的支

撑,但资金面的不确定性使得把握收益和风险变动方向较为困难。在稳健的货币政策和偏弱的经济复苏背景下,信用风险累积的速度会大幅加快,从规避风险的角度考虑,更看好高评级的信用债。李轶表示,三季度短端利率的高企将使得货币市场基金作为风险管理工具的优势得到充分体现。

据银河数据统计,截至7月5日,李轶管理的大摩货币基金过去一年收益率为3.78%,在51只同类货币基金中排名第二位;今年以来收益率为1.9%,在52只同类货币基金中排名第九位。(杜志鑫)

