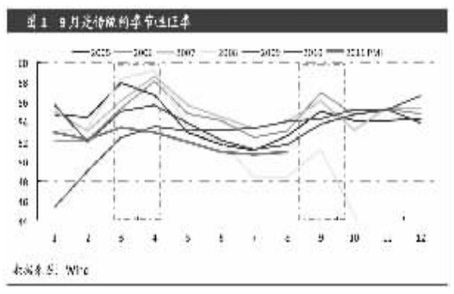
■每周酷图与思考 | Chart and Idea

周期弹性下降后买什么?

国泰君安策略团队

8 月经济数据显示出经济回落趋势不变。但传统上，9 月份是一个旺季；另一个则是 3 至 4 月份。即使在 2008 年 9 月份，我们也看到了 PMI 回到 50 以上。今年 4 月的旺季落空了，9 月这个季节性的旺季能否出现?



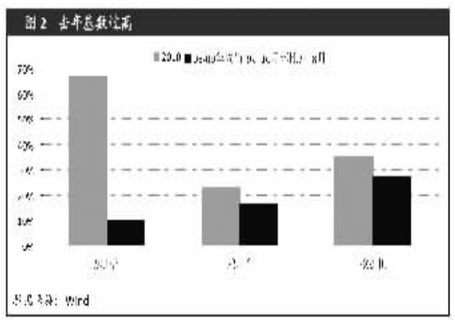
从行业历史 PMI 看，周期性行业中，化工、有色、机械、交运设备、电子通信这些行业有明显的 9 月旺季效应。之所以有这样的旺季效应，一方面与天气有关，9 月份降雨明显下降，秋高气爽；另一方面也与下游需求的季节性有关，也就是地产与汽车销售的“金九银十”，以及出口的圣诞订单。

今年季节性依旧，但需求难期待。导致的结果是环比有所改善，但同比依然较弱，

主要原因：

1、去年高基数

去年 9 至 10 月出现了典型的地产与汽车销售旺季。2010 年 9 至 10 月地产销售额环比 7 至 8 月上升了 66%。乘用车销量环比上升了 23%，挖掘机销量环比上升 34%，均明显高于历史平均值。



2、资金短缺

地方政府卖地收入和负债是基建等投资项目的主要来源，而非地方预算内财政收入。往年，地方土地收入的一半来自于 9 至 12 月份。这源于“金九银十”的销售盛况。开发商资金得到补充，并预期乐观，但这一条件今年不再具备。地方政府负债收入的可获得性与成本均在恶化，所以城投债平均到期收益率从 6 月的 6.08%上升到 9 月的 6.58%。

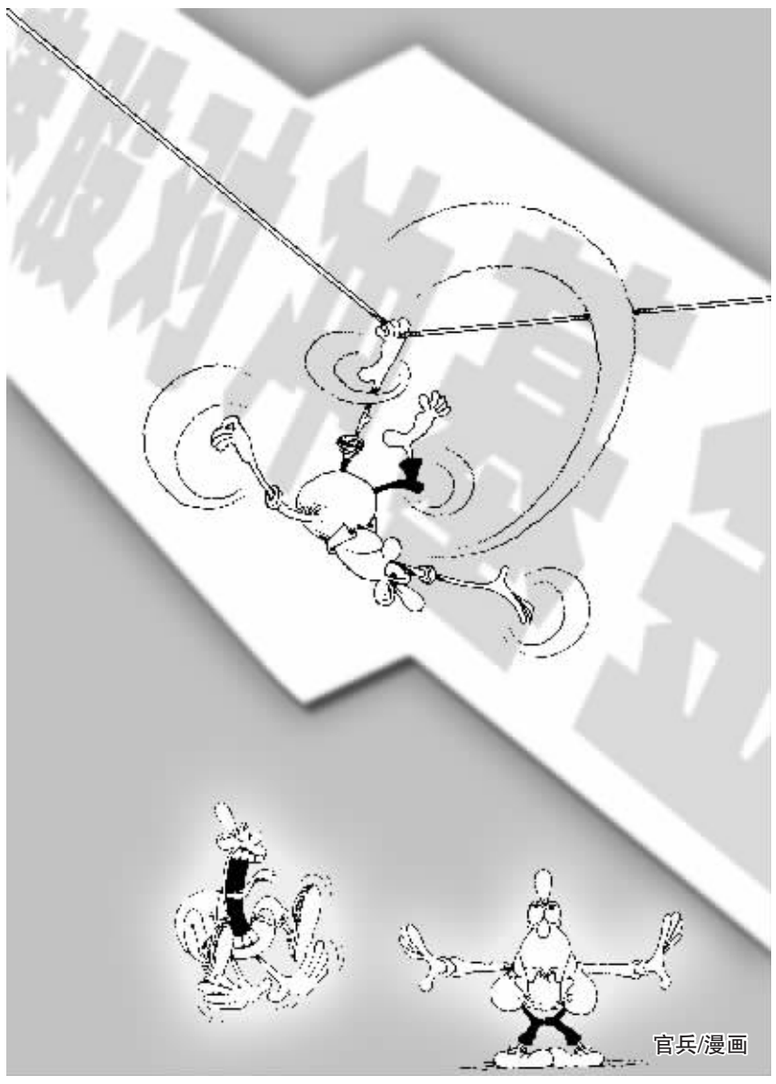
除此之外，资金的短缺可以分为几个层次：宏观流动性、银行流动性和市场流动性。银行体系流动性进入到稳定状态，回购利率波动开始缩小，但是票据融资利率依然上升，并创出新高。这主要源于银监会对于票据业务的规范，这一影响在 10 月票据逐步到期之后才能缓解，这一时点将会出现流动性的环比改善。

9 月份这一传统旺季，可能出现旺季不旺。但政策在增长和通胀之间作为稳定剂，市场依然拉锯。所以，在旺季的开端，水泥价格出现了下跌，并需要通过限产来保价，这并不是一个旺季应有的特征。旺季不旺的风险可能正在逐步体现，这对于股票市场是一种“祸兮福之所倚，福兮祸之所伏”的状态。在通胀和经济缓慢下滑过程中，政策周旋的空间不大，政府必须要让渡一些利益给消费者。所以，继出口、基建、地产之后，消费成为了市场的一条主线。我们认为需要逐步向一些新兴消费过渡，譬如，我们推荐的文化产业，现在“地产+X”模式也开始转向于此。

解构股神级对冲基金8月香港大溃败之谜

编者按：今年这个 8 月份，虽然骄阳似火，但对瞄准港股的对冲基金来说，却实在太冷了。8 月份恒生指数下跌 1905 点，一度低见 18868 点，月跌 8.5%，成为 2008 年底金融海啸以来表现最差的一个月。

彭博数据显示，538 只以内地、香港为目标的对冲基金，仅 8 只有正回报，530 只出现亏损，亏损逾 30%的达 8 只。另有数据显示，451 只以亚太地区为目标的对冲基金，截至 8 月获得正回报的不足 10 只，表现最差的更是亏损达 36%。



官兵/漫画

证券时报记者 钟恬

知名基金经理难敌市况

市况每况愈下，市场一片愁云惨雾。面对此情此景，不少知名基金经理都难独善其身。

在香港投资界，刘央是个非常活跃的基金管理者，被冠以“女巴菲特”、“中国女股神”等称号。一方面是由于她在基金经理这个男人占主导的圈子里打出了一片天地；更为重要的是，她作为内地背景的华人，却能掌控一家声名显赫的对冲基金公司——西京投资管理公司。

官方网站资料显示，西京投资是英资投资管理公司，成立于 1994 年，现管理资金约 40 亿美元，旗下有约 10 只基金，其中 3 只中国基金由刘央带领团队亲自打理。

不过，今年以来，由于接踵而至的民企危机、美债和欧债危机，加上 8 月份港股大跌，刘央旗下基金表现均不尽如人意。截至 8 月 31 日，3 只中国基金收益率分别为–10.77%、–13.46%和–23.47%。

因擅长挖掘爆升低价股、有“金手指”之称的惠理集团主席兼首席投资总监谢清海，过去两年“点石成金”的股票包括中国秦发（00866）、利君国际（02005）、华晨汽车（01114）等。不过今年其旗下基金都受影响，惠理价值基金A今年以来累计亏损 3.86%。

去年惠理以每股平均价 12.162 港元至 13.485 港元连续增持瑞金矿业 (00246) 股权至 9.27%。但瑞金矿业由于账务问题从 5 月底停牌至今，停牌前报 8.86 港元，账面上亏损已近三成。惠理的另一只重仓股、持有 9.1%股权的中国无线 (02369)，平均增持价格在 3.319 港元至 4.447 港元之间。但中国无线在 5 月份发出盈利预警后股价急挫，使惠理不得不忍痛“割肉”。

“本地和尚”执掌的对冲基金遭遇滑铁卢，同样的，“外来和尚”也不好念经。有“欧洲股神”之称的安东尼·波顿，去年成立“富达中国特别情况基金”，高调宣布将投资中国股票市场。不过，其投资的霸王集团（01338），因受“二恶烷事件”困扰，股价一路向下，最新公布的半年业绩仍亏损 2.95 亿元人民币，股价从 6 港元一路跌至昨日收盘的 0.73 港元，富达中国特别情况基金不得不低价抛售。其投资的另一只股票联邦制药（03933），今年以来跌幅更是超过五成。

另外，在去年底恒指逼近 25000 点创金融海啸后新高时，“金融大鳄”索罗斯旗下的量子基金，以 4.6 港元认购来自海南的新股四环医药（00460）。名人效应之下，该股在挂牌初期一度升至 6.19 港元高位，但此后震荡下跌，8 月 22 日一度跌至 2.51 港元低位，近期略有反弹，昨日收盘 3.23 港元。如果索罗斯早期没有获利卖出，目前亏损幅度仍达约 30%。

规模大难灵活部署

2010 年初开始，大量国际对冲基金涌入香港。2010 年 11 月 8 日，索罗斯携 90 亿美元在香港设立的对冲基金公司正式开业，一度成为市场的焦点。据香港证监会有关人士称，去年已批出多家欧美知名对冲基金来港开业的牌照。资料显示，香港的对冲基金公司超过 300 家，较过去 18 个月增长五成，无论持牌对冲基金公司或个人的数目均创出新高。此外，在香港向对冲基金借出股票，供它们沽空而生成的收入，去年底已超过了日本。

不过，这些对冲基金今年以来并没有在香港取得骄人的成绩，反而在 8 月份遭遇了大溃败，连这么多大名鼎鼎的股神级人物都未能幸免。对此，翱腾投资管理（香港）董事总经理祝振驹认为，过去一段时间，亏损严重的主要是偏重长仓的对冲基金。“一天跌 1000 点，两天跌 2000 点，这样跌，怎么对冲都来不及，所以偏重长仓的基金就会中招。这些基金由于规模较大无法变动，跌得太厉害了，根本没有人想接，要抛都抛不了。所以，不灵活就要挨打。”

卓司高资产投资总监司马毅也表示，这样的市况下，除非每个时机都捕捉得很准，转得很快，否则亏损是难免的。基金经理管理的资金庞大，可能卖一个星期都卖不完。

而前星展唯达高香港投资研究主管张一鸣目前正在为其对冲基金公司 Neutron Pacific Ltd 进行集资。他认为当前对冲基金经理亏钱的主要原因是缺乏对冲风险管理。他自设了一个买卖模型，“模型是长、短仓配对交易，以赚取差价，好处是不用猜测市况。这么多著名对冲基金亏损，就是因为猜测市况，现在的市场变化就是炒消息，炒政策，我就不猜。”

而投资经验逾 20 年、资深对冲基金经理钱志健则表示，8 月份为对冲基金上了宝贵的一课。目前，除了少数决定结业的对冲基金需要低价抛售，以应付要赎回基金的投资者外，不少基金已经开始分段入市了。“看看过去几个星期惨遭损失的散户和一些专业操盘手，你或许会更珍惜适当时候手持现金的重要性。”

打翻身仗仍靠中资股

尽管在大市风高浪急之际，旗下基金难逃亏损宿命，但刘央依然像往常一样高调。日前，她宣布，由于即将于香港招股的中信证券（06030）H 股招股范围较原定计划便宜 20%，因此计划再斥 2000 万美元认购中信证券 H 股。刘央又指出，虽然近期环球金融市场大幅波动，但由于内地经济表现仍然健康，相信经济走向可以实现软着陆的目标。

刘央是价值投资的信徒，更一直钟情中资股，在 8 月份又买进了银建国际（00171）、中国网络教育（08055）、文化中国传播（01060）等。

谢清海也跟刘央一样，认为中国市场前景非常乐观，相信中资股仍是避险天堂。他相信今年中国经济不会硬着陆，也不会软着陆，情况介于两者之间，这对股市有利。他同时指出，中国对出口的依赖已减弱，内地经济更多的是依赖投资和消费，不用担心欧美经济萧条影响内地出口。

惠理于 8 月份增持了特步国际（01368）、南车时代（03898）等中资股，惠理价值基金十大持股中，华晨汽车（01114）、恒大地产（03333）、中海油（00883）和中国神华（01088）包揽了前四名。在 9 月初的一个讲座上，谢清海指出，环球股市在两三年后可能仍会出现危机，投资者的应对策略是，目前买入中资股，在股灾再发生之前赚取更多利润。

不过，对冲基金经理们也并非一边倒地看好中资股。司马毅表示，内房股资金短缺危机最大，他已逐渐卖出内房股、水泥股。因为这些股份对经济周期较为敏感，或是负债较高。他仍看好消费股，认为这类股份没什么特别负面的东西，还可以继续买入。

■记者手记 | Reporter's Note

曹仁超:对冲基金9月难翻身

证券时报记者 钟恬

8月份港股风雨飘摇，国际知名对冲基金多数重创而归。9 月份以来，港股也未出现期待中的反弹，反而下跌了 5.26%。那些积极部署 9 月份翻身的基金经理们还有机会吗?为此，证券时报记者请来熟悉内地、香港两地股市，有“香港股神”之称的投资评论家曹仁超，让他为投资者解惑。

证券时报记者：您对 8 月份在港对冲基金如此大规模的亏损有何看法?您认为主要是几方面原因造成的?

曹仁超：目前市场处于牛市二期，特点是选股不看市，只有那些十分有经验的基金经理才精于拣股。对冲基金成绩好坏由选股决定，真正的对冲是同时持有优质股及抛空低质股，可惜大部分对冲基金并没有大量抛空低质股，这使基金表现无法摆脱大市影响。

证券时报记者：您对 9 月份的市况如何预测?这些亏损的对冲基金有可能在 9 月份翻身吗?

曹仁超：9 月的市况仍是上下波动，甚至略为偏淡。理由有：一，欧债危机仍在恶化；二，美国失业率未见改善；三，中国 CPI 升幅 8 月刚见顶，理论上内地银根仍需抽紧 3 个月到 6 个月。另外，传统上很少升市是由 9 月开始的。

基于 9 月份大市将继续寻底，因此 8 月份有亏损的对冲基金在 9 月份翻身机会不大。相反，9 月部分对冲基金可能需面对投资者的质询，从而进一步抛售亏损项目。

证券时报记者：目前不少对冲基金仍强调会在 9 月份重点部署中资股，您对此赞同吗?为什么?

曹仁超：去年曾估计中资股低潮在今年第四季度，因此决定第四季度才进军中资股。可惜大部分基金经理由于缺乏耐性，到目前现金水平已不高。我暂时看好的有航空股，因为油价进入回落期，而内地乘客进入高增长期。

证券时报记者：如果国际基金大举进入，会对香港及内地股市带来什么影响?它们在香港会遇到水土不服的问题而再引发大规模的亏损吗?

曹仁超：在国际基金大举进入香港前，无法做预测。因为预测经常会出错。作为分析员只能分析而非预测将来，不然就和占卜算命的人差不多了。

欧债危机恶化倒逼体制变革

恒泰证券

种种迹象显示，欧债危机正在急剧恶化，欧元正面临严峻考验。

希腊国债价格的连续暴跌已导致其国债收益率远远超出正常范围。高企的国债收益率表明希腊政府已经基本被逐出了债券发行市场，这导致希腊政府财政高度依赖外部资金援助。此外，希腊经济正在陷入严重的衰退。同时，希腊政府在执行财政改革措施方面也表现不佳，进一步加重了市场对希腊国债违约风险的担忧。更糟糕的是，欧债危机的恶化已经开始损害到欧元区核心经济体的经济增长。法国和德国二季度的经济增速都出现明显下滑，法国二季度 GDP 增速为零，而德国二季度 GDP 增速仅为 0.1%。欧元区核心经济体经济增速下滑有可能导致其救援能力降低。同时，经济景气下滑还可能导致欧元区核心经济体内部反对救援的声音增大，这可能给救援措施的出台增加障碍。

对市场预期的管理和正确引导是欧债危机治理成败的关键。试想，如果欧元区整体对重债成员的债务提供担保，市场就不会预期希腊违约，那么希腊国债收益率也就会维持在正常范围，希腊就可以通过借新债还旧债缓解当下的财政困难，其对欧洲金融稳定基金（EFSF）和国际货币基金组织（IMF）等外部援助的依赖性也会大幅降低。同时，市场对重债国不会违约的预期也会推动葡萄牙、意大利、爱尔兰和西班牙等其它欧元区外围经济体国债收益率下降，从而大大降低危机治理成本，并推动各国财政走上良性循环轨道。

此外，如果市场预期欧元区重债国政府不会违约，欧洲各国的银行体系就没有必要为防范重债国的违约风险而持有大量的风险准备金。更重要的是，市场如果预期重债国不会违约，银行就没有必要对持有重债国债务头寸的同业或其它私人部门的财务稳健性太过担忧。而这将从根本上改变欧洲银行同业拆借市场的惜借局面，扭转部分欧洲银行严重依赖欧洲中央银行融资的现状。欧洲银行体系重回正常运作将推动信贷扩张，缓解实体经济的流动性紧张局面，并助推欧元区经济复苏进程。而宏观经济面的改善将提升整个欧元区抗风险的能力，反过来也会进一步强化市场对重债国不会违约的预期。

建立共同的债务担保机制是根本解决之道。目前，市场对 EFSF 能否有效遏制欧债危机恶化局面存在广泛疑虑。要扭转市场的悲观预期，欧元区需要建立共同的主权债务担保机制，而这一机制的建立需要对欧盟现有的立法框架做出重大调整。欧洲中央银行的候任行长、现任意大利央行行长马里奥·德拉吉 9 月 5 日表示，欧元区各成员国目前采取的短期应对措施不足以有效应对危机，欧盟成员国应对《里斯本条约》做出重大调整，从法律层面强化各成员财政纪律，推动结构改革，解决欧债危机的体制根源。然而，建立欧元区共同的政府债务担保机制面临重重阻力。建立共同的债务担保机制要求欧元区各成员进一步让渡国家主权，而这可能会与各成员国现有的宪法和法律发生冲突。对德、法等欧元区核心经济体来说，建立欧元区共同债务担保机制无异于用本国纳税人的钱为其它成员国的债务提供担保。因此，建立欧元区共同债务担保机制的提议很可能在德、法等国遭遇巨大的政治阻力。

此外，欧元区共同债务担保机制需要满足多重要求，这增加了机制设计的难度。首先，该机制必须能够对市场预期提供明确引导，比如明确的决策机制以及危机发生时的行动指引等。其次，该机制必须使严格的财政纪律得到有效执行，从而防范各成员的道德风险。最后，该机制必须是“激励相容”的，具有“自我执行”的性质。监督各成员执行严格的财政纪律很可能涉及高额的监督成本。同时，由于各国在应对债务危机方面存在共同利益，惩罚措施可能只是一种“不可信的威胁”。因此，欧元区共同债务担保机制本身应该对执行严格财政纪律提供有效的“激励机制”，使得严格执行财政纪律符合成员国自身利益。

危机恶化倒逼体制变革。欧元区政府债务共同担保机制推出的时点在很大程度上决定了欧债危机的治理成本。虽然任何欧元区成员选择退出欧元区的可能性都微乎其微，但只要欧元区没有建立起共同的政府债务担保机制，则其危机治理成本就会维持在较高水平。并且，在缺乏体制保障的前提下，市场预期的“自我实现”机制随时可能导致欧债危机出现急剧恶化。因此，欧元区政府债务共同担保机制的建立已经迫在眉睫。

目前，欧元区各成员国在进一步让渡国家主权建立共同债务担保机制方面仍表现出犹豫不决。笔者认为，欧债危机最终的出路很可能是“置之死地而后生”。当欧债危机的不断恶化触动和损害到更广泛的经济利益时，各成员国利益权衡的天平自然会倒向体制改革。