

## 香港中资高息债券存在投资机会

苏圻圻

相对于目前市值规模超过 2.3 万亿的香港中资股票市场，香港中资债券市场还是一个小众市场，但我们认为其中蕴含的投资机会，仍值得投资者关注。

据统计，目前中资企业在港发行债券规模达 696 亿美元，其中公司债 642 亿美元，可转债 54 亿美元。按计价货币计，美元计价约 344 亿，人民币计价（点心债）约 352 亿美元。

2010 年开始起航的点心债，其发展速度惊人。受益于香港快速成长的人民币存款余额，仅两年时间，点心债市场规模已达到 352 亿美元。但目前国际机构对于点心债市场的参与刚刚起步，投资者更多的是买入持有，二级市场活跃度仍较差，因此投资机会更多是在一级市场。

相比点心债，美元计价的中资债券市场更为成熟，流动性、机构投资者参与程度相对较高。按信用等级划分，投资级约 126 亿美元，高息债券约 218 亿美元。投资级的发行主体主要为国内银行和国有企业，从收益率比较来看，由于资本管制的存在，类似企业、类似期限的企业债，在香港的收益率略低于国内市场的收益率，原因在于境外投资者如果投资境内债券，需要更高的收益率来弥补由于资本管制导致的 QFII 额度的成本。

因此，在正常市场环境下，投资级的中资美元债相对于国内企业债吸引力并不大。而主要由国内房地产企业和民营工业企业发行的高息债券，在控制风险的前提下，我们认为具有吸引力。首先，从宏观层面来看，低利率环境和经济周期有利于债券价格。其次，中资高收益债券存在其特有的投资机会。

（作者系华安香港精选、华安大中华股票基金经理）



## 市场僵局需靠经济反转打破

程涛

4 月进出口数据大幅低于市场预期。4 月贸易顺差 184.2 亿美元。4 月中国出口增速低于预期，主要受欧洲、印度、巴西等拖累。进出口增速回落，以及国内经济增速的放缓，势必将增强政策稳定增长的力度。

4 月 CPI 数据为上涨 3.4%，4 月 PPI 数据为下跌 0.7%，连续第二个月大幅度回落，PPI 的大幅度回落说明全球和中国需求都很低迷。通胀回落是好事，为政策宽松提供了空间。预计国家将进一步通过调整出口退税率、稳定汇率、加大对外贸企业金融支持等政策来稳定出口。通过加快实施水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房、中西部等投资来稳增长。

当前经济依旧在底部运行，货币政策并未如市场预期般放松，证监会新政的实施将对大盘蓝筹股形成支撑，令交易规划更加清晰，交易费用更加低廉，从而激发市场的人气。市场僵局只能依靠资本市场本身的努力来打破，还需观察经济、企业盈利是否能够有二季度反转。

（作者系农银策略价值股票、农银中小盘股票、农银沪深 300 指数基金经理）



### 环球股市下半年向好

随着欧洲央行推出长期再融资操作（LTROs）、希腊完成债务重组，再加上美国经济出现缓慢复苏，部分外资基金资产管理公司看好环球经济。德盛安联认为，环球股市不会重演去年惨况，而富兰克林邓普顿人为较乐观的投资情绪或主导下半年环球市场走势。

德盛安联资产管理公司表示，从去年初至今年 5 月上旬，环球股市（MSCI 世界指数）上涨约 9%，上市公司盈利稳健，尽管欧洲债务危机仍然持续，但影响并不显著，今年全球经济应好于去年。

富兰克林邓普顿认为可以考虑投资欧洲有潜力的企业。富兰克林邓普顿相信许多欧洲公司拥有来自世界各地的多元化收入，部分企业超过一半的收入来自欧洲以外的地方。

（季雯雯）

# 中国经济潜在增长率提高需制度释放



潘向东

4 月经济数据超出市场想象，单月国内生产总值（GDP）同比增速已降到 7% 左右。令人忧心的不仅是经济增速的下降，而是在经济增速快速下降的同时，高企的物价和房价并未出现一定幅度的回落。这说明，尽管经济运行复杂，但潜在增长率出现较大幅度的回落已是不争的事实。

资本市场投资更关注的是当前经济所处的周期阶段，但由于中国经济的高速增长更多来自制度的释放，导致其增长框架有其特殊性，政治和政策敏感性更强。这就使我们很难秉承西方经济周期理论去分析中国经济的波动性。尽管康氏长周期、朱格拉周期、熊彼得创新周期等在分析西方经济增长时似乎很有市场，但用它们来解释中国经济的现实仍显偏离。

因此，解释中国经济增长的中长

●今年中国经济走势和经济增速的高低完全依赖于固定资产的投资增速。

●在物价和房价没有出现“软着陆”之前，任何刺激只会使未来的经济运行更加复杂。

●解释中国经济增长的中长周期更应从制度释放的角度去分析，而分析中国经济增长的短周期则应更多侧重于决策当局的政策取向。

周期更应从制度释放的角度去分析，而分析中国经济增长的短周期则应更多侧重于决策当局的政策取向。尽管很多学者偏向于认为制度的演进属于内生演进，政策出台是由经济发展的内生性决定的，但对于中国这一经济体而言，决策当局对制度释放的魄力和取向，无疑会决定中长经济周期的产生和延续，同时决策当局对经济增长或通胀的偏好无疑会影响短期经济的波动性。

但无论何时短期的经济政策很难改变中长期经济的运行趋势，中长期经济运行受制于潜在增长率的高低，像中国这样的经济体，潜在增长率的提高只能依赖于制度的释放，因为技术的进步，劳动生产率的提高，对于一个非创新型经济体而言，也只能依靠制度的释放。

4 月经济增速再次出现快速下降，市场自然会想到经济政策的再次刺激，以扭转经济下降的趋势。

其实，自 2011 年 10 月“预调微调”政策出台以来，经济政策已经转型，但在物价和房价都还没有实现“软着陆”之前，臆想通过政策的大幅刺激，显然不合时宜。况且当前全球经济增长的困局，很大程度上是 2008 年金融危机全球大幅扩张所带来的后遗症。

经济刺激只有在经济体运行过程中忽然出现突发事件，为避免出现休克式下降时才会采用，但刺激政策并不能成为常态政策，上世纪 60 年代肯尼迪长时间刺激所带来的“滞胀”后遗症，至今记忆犹新。

在当前全球都未走出金融危机阴霾之际，我们更需要去面对的不是商讨如何实施进一步的刺激计划，而是如何去面对潜在增长率下降，以及如何才能提升潜在增长率。

以美国为例，美国经济自 2011 年四季度以来表现较为强劲，美国此轮经过刺激政策的不断推出，经济体的复苏已经开始从制造业领域渗透到消费领域，就业状况也得到了改善，

目前美国房地产市场也已经呈现转暖的迹象，因此美国经济复苏在今年仍将延续。只是这种复苏在未来的强劲程度以及能否引领美国进入新一轮增长周期，值得质疑。首先，此轮美国经济的复苏更多依赖财政政策和货币政策的扩张，随着未来一些刺激政策的到期，经济增长将受到影响；其次，今年一季度以来美国经济的复苏更多受到消费复苏的影响，消费需求的复苏无形之中加剧了美国经济的不平衡，贸易逆差随之扩大，这种不平衡的加剧很难使经济的复苏具有持续性，毕竟 2008 年次债危机的产生更多源于消费信用的过度扩张，导致经济出现不平衡，危机的出现显示出过度依赖消费扩张的增长模式在相当长的时间内很难再重新复制。

受国际需求放缓等因素制约，2011 年以来，中国进出口贸易增速呈现高位回落态势。由于次贷危机和欧债危机的阴霾并未散去，全球经济要想重新步入新一轮经济增长，路途依然遥远。因此，未来美国引领的全球复苏仍然呈现弱复苏状态，我国未来出口仍将呈现“弱势”格局。

由于中国的消费更多呈现被动型消费格局，即投资需求旺盛，消费需

求随之旺盛，投资需求下降，消费需求也随之下降。对于 2012 年而言，尽管国家政策想拉动内需消费的动力很强，但短期而言，制约消费增长的其他因素同样存在，包括：汽车和住房消费难以摆脱政策调控的影响，住行消费升级步伐放慢；物价水平保持高位，对低收入群体的消费具有负面影响；中高端商品进口关税迟迟不下调，影响高端商品消费的释放；负利率和股票市场低迷，损害居民的财产性收入和消费能力等。因此，2012 年消费需求也将呈现“弱势”格局。

不难看出，今年中国经济走势和经济增速的高低完全依赖于固定资产的投资增速，尽管固定资产的投资增速今年将面临挑战，但由于今年是“十二五”规划第二年，只要投资项目能较快集中投放，也容易带动固定资产投资增速较快增长。但经济运行的复杂性在于，2008 年扩张政策实施后，物价和房价经历两年多的政策抑制，目前并未出现当局所希望的回落，在物价和房价没有出现“软着陆”之前，任何刺激只会使未来的经济运行更加复杂。

（作者系中国银河证券首席经济学家）



## 南方基金杨德龙：存款准备金率下半年还可能下调

央行决定，从 5 月 18 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。南方基金首席策略分析师杨德龙分析认为，本次下调存款准备金率的举措是市场预期已久的政策利好，对市场反弹形成正面影响。

杨德龙表示，本次下调存款准备金率释放资金近 4000 亿元，对市场反弹形成正面影响，此次降准 0.5 个百分点符合之前市场预期。在经济衰退风险显现、通胀下行趋势确立、欧美经济低迷的背景下，货币政策进入实质性放松阶段。前四月信贷规模低于预期，5、6 月份信贷可能会有所回升。从近期公布的经济数据看，经济仍在下滑过程中，保增长已成为政府调控的首要任务。我们预计下半年还会再次下调存款准备金率，而减息窗口也已经打开，下半年有望出现首次降息。（方丽）

## 华商基金梁永强：通胀水平很难大幅下降

华商主题精选拟任基金经理梁永强表示，4 月消费者物价指数（CPI）数据基本符合市场预期，短期看 CPI 将继续出现小幅回落，但从中国经济转型的长期角度考虑，通胀很难大幅下降。

梁永强分析，目前我国经济正处于转型关键期。在靠粗放式投资带动经济增长的模式下，我国的资源价格、要素价格相对比较低，但这种模式难以维系。在经济转型过程中，其显著的特点是，要素价格将逐步正常化或市场化，如劳动力价格，电价以及一些原材料价格，相对于国际水平有一定差距。从大的逻辑来讲，如果要素价格逐步正常化，长期看通胀出现大幅下降的概率较小。”梁永强表示。

虽然经济转型过程中会面临经济增速下降，但梁永强认为，未来中国经济发展更倾向于消费，更倾向内生的动力。因此未来整个经济效率不断提升，整个经济平衡度不断提升，整个经济的安全度在提升。在这种情况下，市场的安全度在提升，大家对风险的承受能力也在提升，整个股市将会出现估值水平慢慢上移的过程。

（孙晓霞）

# 创新提速将加剧券商股业绩分化

信诚基金数量分析总监兼沪深 300 分级基金经理吴雅楠：尽管券商短期内无法改变收入结构并大幅提升其收入，但创新预期将对券商股估值形成明显支撑，将是券商股投资的长期主线。

国投瑞银沪深 300 金融地产指数基金经理孟亮：资产管理创新、业务及产品创新、业务范围和投资方式创新等方向值得关注，随着业务细则的逐步颁发，未来将对行业发展有深远影响。

海富通基金投资经理吴科春：从上市券商已获创新牌照看，大型券商已走在前列。创新业务基本均为资本消耗业务，因此净资本充足、客户资源丰富的大型券商将更具优势。

目前经纪业务独大的格局会成为券商商业发展的趋势。

### 创新力度仍需观察

《证券时报》记者：怎么看创新为券商插上起飞的翅膀这一观点？

吴雅楠：中国证券业创新已开始提速。尽管短期内无法从根本上改变券商的收入结构并大幅提升其收入，但创新预期将对券商股的估值形成明显支撑，将是券商股投资的长期主线。未来一段时间，券商股分化不可避免。资本充裕、战略领先、传统业务有优势的大型综合类券商最有可能脱颖而出，可以在未来作为长期配置的品种。中小券商目前特色尚不明显，但其中也将诞生一批在某项或某几项业务上有核心竞争力的专业性券商。

在创新提升证券业在经济中作用的总体思路引领下，未来证券业创新将朝着四个方向演进，帮助企业融资、并购、发展以及解决融资平台；在促进经济转型、扶植中小企业发展方面，“新三板”等市场建设和风险投资基金的创新；通过资管产品和营业部渠道创新，券商有望在各方面满足社会财富管理需求；在建设多层次资本市场过程中，券商创新可能集中在交易机制和市场结构两方面，从事业务领域也将扩展到各类市场。

孟亮：从趋势上看，这种说法有逻辑上的合理性，未来需要持续跟踪关注创新的力度和实际效果。吴科春：券商近期的表现活跃肯定不是缘于估值，更多来自对其创新改革的预期，譬如新三板、转融通和保证金等。



吴比较/制图

吴科春：从上市券商已获创新牌照来看，显然大型券商已走在前列。同时创新业务基本均为资本消耗业务，因此净资本充足、客户资源丰富的大型券商将更具有优势。

### 七大创新被业内看好

《证券时报》记者：最看中哪类创新对券商行业的推动作用？

吴雅楠：融资融券和做市制度的大力开展将大大推动券商的创新业务。这些在海外券商都属于常规业务，但国内还处于培育阶段，还有很大发展空间。在目前各种说法中，最核心的是“放松审批，加强监管”。目前对券商监管思路一直是“事前审批”，即法律法规以及证监会明文允