从经济发展阶段看投资型行业分类

章海默

一个成熟发达的经济体，往往需要经历从农业社会、到重化工业发展、再到以耐用消费和个性消费为主的发达经济阶段。在不同国家的不同经济发展阶段，投资者对于所交易的行业在不同产业、特别是工业和服务业中的划分细致程度也呈现了相应的差异。

行业分类按区分目的分为管理型和投资型。前者旨在反映国民经济内部的结构和发展状况，比如联合国的国际标准产业分类、中国统计局国民经济行业分类标准等。而投资型则更侧重于满足金融行业对于一个准确、完全、标准的行业定义的需求，最典型的是全球行业统一分类标准（GICS）行业分类。有趣的是，当标准普尔和MSCI于1999年8月推出GICS时，大部分发达国家都早已进入发达经济阶段。所以，我们现在看到GICS的一级行业分类中，对于消费及服务业的划分，较为细致，也更为偏重。

国内投资者习惯交易的行业分类，一般是既对工业部门进行细分，如钢铁、机械、化工等，又对消费进行细分，如食品饮料、餐饮旅游、汽车、家电等。这也折射出，虽然我国整体产业结构已逐步从第二产业为主，转向以第三产业为主，但我国要进入以消费为主的发达经济初级阶段仍有时日。

未来如果有更符合我国产业结构现状的细分行业分类，无疑将为投资者进行长期的行业配置提供更好的标的和工具。

（作者系华安深证300指数基金经理、上证180ETF基金经理助理）

危中见机 反弹有望

宋永安

承接去年经济下滑的态势，今年以来经济增长继续乏力，且一再低于市场预期。支撑经济增长的力量都在减弱，今年二季度数据整体也不乐观。

三季度将验证经济阶段性见底，年内可能实现经济平稳发展。物价上，三季度通胀回落低位，政策放松的空间增大；房地产整体维持价格稳定，销售量回升，9月是房地产旺季；从政府一再降息看，三季度“稳经济”仍会是政策主要任务，降息、降准、减税、财政补贴等政策都有可能在三季度推出。借助政策之力，经济会逐步实现平稳发展。

中国经济的增长动力依旧，短期的调整不该影响长期的判断。我们应该危中见机，把握机会。A股市场的估值状态已接近历史底部，它的长期投资价值已经显现。即使在短期来看，三季度经济的触底回升也增加了市场反弹的可能。

（作者系农银沪深300指数基金经理助理）

在投资中学习寻找美

侯清濯

近千年来，人类对美的追求一直没有停止过，形式上也不一而足。

对“美”的追求和“完美”的追求不是一个过程的两个阶段，有时候更是背道而驰。试想一个企业和国际经济形势、国内货币政策、产业政策都完美契合，且所处行业竞争格局良好，主业突出、现金流充沛、毛利率逐年扩大……企业在二级市场的估值是否还会令人满意呢？

投资者不是企业家，不能像画家一样用自己手中的画笔来探求美或者完美，只能像艺术鉴赏家一样寻找合适的投资对象。如果用详实的数据客观分析企业的优缺点是投资科学的一面，跳出数据之外，用欣赏的眼光来从一个个不完美的企业中寻找投资机会，就是投资艺术的一面。不少人把寻找投资标的的痛苦归罪于阶段性下行的宏观经济，其实，令我们痛苦并且无所得的是我们在投资过程中的心态和方法。如果能够抱着寻找美而不是完美的心态来进行投资，效果可能会更好，过程也会更轻松。

（作者系易方达平稳增长基金基金经理）

完善产品链 推动投资者机构化

机构投资者作为资本市场中的重要参与主体袁是构建和完善市场化约束机制的切入点和突破口遥

蒋健蓉

我国市场上个人与机构投资者呈现“二八开”的局面，散户在市场上占比过高容易引起股市大起大落，也使A股市场的投机性强、投资性弱，缺乏有效市场约束机制，对推进证券发行制度的市场化改革形成阻力。

多元化机构投资者是市场中坚力量

从成熟市场看，多元化的机构投资者是资本市场的中坚力量，当前，养老金、保险资金和共同基金是成熟市场上三大主要机构投资者，为市场的稳定发展提供了稳固的“三点支撑”。上述三大机构投资者之间好似“桃园结义”的关系：养老基金和共同基金是保险公司的重要投资机构；养老基金和保险资产都会投资于共同基金的产品；保险公司和共同基金的发展壮大都依赖于众多退休投资工具的出现。他们都以价值投资为宗旨，始终把持有人利益放在首位，有明确的投资策略，不同的投资偏好也利于金融市场各子市场的共同繁荣。三强联合，互生共荣，他们对资本市场发挥的应该说不仅仅是“输血”而是“造血”的功能。

重塑我国投资者队伍“金字塔”

我国要改变目前机构投资者力量单薄、结构单一以及投资行为短视的现状，必须走机构化和多元化道路。首要任务是重新搭建我国投资者队伍“金字塔”：引入养老金、企业年金等长期资金作为基础；加快发展共同基金，主导市场投资方式和投资理念的转变；以保险公司、投资公司、信托公司为机构投资者先锋；以产业资本、境外资本为生力军；以个人及短期资金为有益补充。这自下而上的五个层次，资金量依次由多到少，投资时期依次从长到短。

首先，要深化个人投资者的适当性管理。我国目前证券市场上的最大主力是个人投资者，就数量而言（约有8500万人左右）基本上与美国共同基金的个人投资者规模相当，但双方在资产规模、投资质量等却相差甚远。因此，个人投资者的适当性管理在我国尤为急迫。金融中介机构有必要从个人投资者的资产状况、投资经验、风险承受能力等多个方面，对自身的客户群进行全面考量，并在此基础上有针对性设计并丰富产品线，满足各类投资者的投资需求。

其次，要多元化壮大现有机构投资者。机构投资者的多元化是调节证券市场内部机理、控制证券市场运行参数波动幅度的有效手段。养老金要通过建立多元的“合格养老金计划”体系，并适时引入养老金储蓄和投资税收优惠政策逐步做厚家底，加快入市步伐，引导市场长期稳定的投资理念。基金、保险、信托等机构应加快业务、产品和服务的创新步伐，有效激活各类资产，实现机构投资主体和投资风格的多元化。

再次，要推动产业资本直接或间接入市。数据表明，中国产业资本占流通市值比例已从2005年的5%逐年上升至超过50%，产业资本在证券市场的影响力逐渐扩大。但相对于产业发展程度和活跃度的不断提高，目前我国的金融发展显得步履蹒跚，双方步调的不协调严重影响了金融作用的发挥。未来产业资本与金融市场的对接宜采取直接和间接相结合的方式。所谓直接方式，是指产业资本可以借道企业年金、市值管理、产业基金、约定式回购等业务方式，建立良好的资本形成转化机制。所谓间接方式，是指通过定向理财、委托理财等定向资产管理业务方式，加强与金融中介机构的融合，借助各种金融工具实现产业资本的保值增值。

完善产品链 推动投资者机构化

我国“金字塔”各层级投资者之间应是相互依赖、相互促进、同舟共济的良性关系。首先，养老金作为整个资本市场的资金蓄水池，是共同基金和保险公司等的重要机构投资者之一，在个人金融资产配置中占据重要地位。其次，共同基金依靠丰富的产品线和优质的服务，成为养老金、保险资金、产业资本、个人资产等各类资金的最优配置选择。再次，保险、证券、信托公司等凭借专业化、全球化的优势，通过多渠道的金融投资强化对养老金、共同基金、产业及私人资本的资产管理，成为资本市场深化的重要推动力量。此外，产业资本通过加强与金融资本的融合，形成产业资本市场化的流动导向机制，并充分利用资本市场以及金融衍生工具以促进公司资本的价值最大化。还可以适时引入境外投资者，做大做强国内资本市场。最后，个人投资者及短期资金合理化资产配置，通过多渠道购买各类金融产品，实现资产的保值增值。

通过上述对各类投资者的发展路径分析，丰富壮大金融市场产品链是投资者队伍建设的抓手和突破口。一方面，市场上只有向各类机构投资者提供更加多层次、多元化，且具创值能力的丰富投资产品，机构投资者才能真正壮大发展起来；另一方面，各类金融机构只有通过创新创造出符合个人投资者需求的财富管理产品，才能真正推动个人投资者资金的机构化。然而现行产品供给与新金融需求间的背离日益清晰和加剧。因此，未来我国金融产品的加速创新势在必行。只有实现金融产品的个性化、复合化、高附加值化和便利化，才能促进各类投资者的协调发展。

机构投资者作为资本市场中的重要参与主体，是构建和完善市场化约束机制的切入点和突破口。机构投资者的大力发展能够有效提升金融市场的运行效率。我们要通过机构投资者的结构改善，进一步促进市场投资理念的转型，依靠市场力量推动上市公司的质量提升。

（作者系申银万国证券研究所发展研究部首席研究员）

投资大视野

多家基金公司发布三季度策略报告：

政策托底 A股有望触底反弹

证券时报记者 陈春雨

三季度伊始，央行宣布年内第二次降息，为股市打了一剂强心针。政策成为市场关注的焦点，多家基金公司也陆续发布三季度投资策略报告，认为在政策放松的背景下，经济已阶段性触底，三季度无论经济、资金、比较估值还是企业盈利，都逐渐朝着有利于市场的方向发展，投资应防御中偏进取，有望先触底回升的早周期行业和防御类的消费行业进入基金公司视野。

宏观经济阶段触底 三季度环比上升可期

多家基金公司认为，三季度经济有望触底回升，其背后逻辑是政策不断放松。

富国基金三季度策略报告认为，预计央行将继续通过降息、降准等货币政策刺激需求回升。年内或再降准1-2次、降息1次，预计2012年贷款额度可以达到8万亿，人民币汇率将维持目前水平；政策执行上，继续地产调控政策，不会允许明显的刺激行为，同时实行积极的财政政策，未来将通过对基建投资和保障房项目的支持为经济托底。在此背景下，经济将在三季度见底企稳，四季度回升，但经济增速长周期放缓趋势难改，维持全年8.0%的增速预测。

大成基金认为，二季度环比见底，三季度后期触底小幅反弹是较大概率事件。通胀将出现趋势性下降，政策空间已被打开，但政策力度将明显弱于2009年；整体而言，经济基本面依然处在衰退后期向复苏阶段的过渡阶段，就三季度而言，实体经济的趋势中性略偏积极。

银河基金则表示，3月、4月和5月工业增加值环比增速分别为5.89%、6.39%和6.83%，由此判断，国内经济或正处于阶段性底部。此外，考虑到内外需求疲软，眼下通胀的回落更多是由于经济下行所推动的，因此，在短期内通胀的风险不是很大。

新华基金认为，目前较差的经济数据在很大程度上是去年政府控制通胀水平和平台贷款风险的结果。从中期看，经济增长整体下一个台阶是正常的。从短周期看，企业实体在三季度会进入补库存生产期，进而呈现出经济增长的短期环比改善。预计三季度初经济增长会持续放缓一段时间，但积极的政策对市场的正面作用会逐渐再次占主导，三季度中后期预计会看到政策落实的效果。

不过，新华基金认为，在没有更好的扩大内需措施下，如果不放松房地产调控，经济获得实际改善还是比较困难的。第三季度房地产政策有望进一步放松，具体措施可能为：二套房的认定标准、更多城市上调公积金贷款上限、放宽普通住房标准等。

市场震荡中前行 有望企稳回升

富国基金认为，由于前期政策放松经济基本面有所企稳，加上三季度即将迎来“十八大”召开，在维稳氛围、通胀回落和海外风险阶段性释放等有利因素下，市场有望在三季度企稳回升，但总体上升空间有限。

对于A股市场，大成基金表示，上证A股估值并不在绝对低点，但是各行业相对历史估值均处于低位，企业盈利有望三季度后期企稳，四季度出现环比反弹，从估值层面判断，市场总体风险程度不高，但产业资本仍维持净减持，市场情绪偏谨慎；同时，从未来的大小非解禁规模看，市场供给下半年面临的冲击大于上半年，而规模扩大的理财产品也将继续对A股市场资金面形成分流冲击。因此，大成基金对A股市场总体维持中性判断，等待三季度宏观面反弹利好。

银河基金认为，从目前时点来看，无论是政策、资金、比较估值还是企业盈利，都逐渐朝着有利于市场的方向发展。在对经济刺激政策效果仍有疑虑的情况下，三季度市场或将在验证中前行，大概率呈震荡格局，结构性机会依然存在。

而新华基金表示，基于对宏观经济周期和企业盈利周期的判断，目前经济处于衰退后期，且持续时间将较长。预计三季度股票市场将呈现探底回升的走势，整体上仍然维持震荡筑底的格局。

进攻看早周期 防御看消费

在行业配置上，大成基金认为，首先应立足防御，以稳定类的食品饮料、医药生物等板块为基本配置，同时可沿着以下三条线索对经济反弹带来的市场波动机会进行布局：利率下调高敏感性行业，估值领先盈利启动的前周期行业，风格配置偏向小盘、低PE、成长股。其中，地产、汽车、家电、医药、纺织服装等板块值得重点关注。主题投资可重点关注非银行金融改革和通胀预期回落导致的公用事业价格改革领域的机会。

银河基金表示关注金融和消费量大行业，而富国基金重点考虑中报业绩冲击风险较小的行业；受益于制度改革和政策红利的行业；受益于经济逐步复苏的早周期行业；受益于成本端改善的行业；具有相对估值优势和盈利预测下调风险小的行业。

在新华基金看来，三季度的投资机会将围绕以下投资主线展开：有望先触底回升的早周期行业、对制造成本和融资成本下降敏感的部分制造业，以及股价回调后带来买入机会的消费优质成长股。 看好受益于金融改革创新、估值水平提升，对短期业绩预期不高的保险和券商；受益于降息利好、行业加杠杆。销量已触底的早周期行业，如地产、汽车；受益于政策利好、需求有待改善、成本有待降低的电力、工程机械、建筑建材等行业。另外，由于存量资金会博弈市场中有限的投资机会，因此，中报业绩增长幅度高的个股估值水平可能比在牛市中放得更大。

宝盈基金同样看好早周期行业，认为目前经济基本面处于恢复早期，配置上仍旧以早周期品种为主，但是逐渐向中游倾斜。

基金看降息：

有利提振市场信心 高负债行业受益

上周，央行时隔1个月再次降息，对此，大多数基金公司表示此举将提振市场，但也有少数基金公司持谨慎观点，认为非对称降息显示了市场抑通胀与保增长的用意，且前一次降息对股市的推动作用不明显，因此本次降息对股市的影响可能仍然比较有限。从行业方面看，基金公司普遍认为非对称降息进一步降低市场资金利率，高负债和利率敏感行业将显著受益，如券商、地产、保险、电力、房地产、券商、纺织和钢铁等。同时，降息有利于实体经济需求回升，提振周期类行业。

光大保德信基金认为此次央行非对称降息，加上欧洲央行降息25个基点，英国央行推出500亿英镑的量化宽松，这些动作整体而言对市场是正面，反观近几次反弹都是在深跌之后出现的。

汇添富基金认为，经济持续低迷是本次非对称降息的主要原因，本次降息表明货币政策开始向促进经济回暖转移，对降低企业财务成本有较大积极作用。

东吴基金表示，基于通胀继续回落下的正利率环境，及低迷的二季度经济数据，不对称降息意在直接减轻政府和企业负担，刺激经济。

汇丰晋信基金也认为，这次降息在时点上超出市场预期，而非对称降息和继续下浮贷款利率下限在力度上也超预期。这是央行在上次降息后，对一次降息力度不足的补充。由于时间及力度均超预期，预计对市场信心有较强的提振作用。

诺安基金认为，央行第二次非对称降息超出市场预期，这也说明当前实体经济非常低迷，通过大幅度降低贷款利率来刺激需求已成为当务之急。但效果如何不可期望太高，目前来看对股市短期有维稳作用。尤其是高负债行业如地产和电力受益显著。

海富通基金预期利率市场化的步伐将进一步加快。从市场反应来看，央行再次降息在预期内，但速度和方式还是超预期的，两次降息间隔时间较短，表明政府对货币政策态度较积极，但由于前一次降息对股市的推动作用不明显，此次降息对股市的影响可能仍然比较有限。

长信基金表示，从行业配置的角度看，本次降息的主要影响受益于流动性宽松和利率水平降低的行业，如房地产、保险、证券以及有色和煤炭。维持对于银行偏负面的观点。

（海通证券）

■微言大义 Word by Word

2009年底去纽约拜访某对冲基金，他们介绍市场观点时提及当时的三个“最拥挤的交易”：1、买人民币NDF卖空美元；2、买台币卖空美元；3、买韩币卖空美元。本人据此看多美元。之后半年，美元指数从74飙升到87，令众多看空者大跌眼镜。人多的地方别去，尤其在市场拐点附近。

——南方基金投资总监邱国鹭

做服装，店面成本虽然大，周转库存的影响是巨大的。依靠烧钱的顺风顺水，如同贷款信托，未显示出问题时，一切皆好，出了问题，万般皆差。不如让人日日清晰的基金，每日知道痛苦，长期追上或战胜市场，最终带给人财富。只是痛苦骂声下，比起顺风顺水，日子实在难捱。

——摩根士丹利华鑫基金副总经理秦红

偶遇十多年没见的同学，从卧底外资行学艺，到现在已经是小有名气的PE投资人。投资原则很有意思：入股价一般不超过八倍、不参与权贵染指项目、提前五年布局、重点选行业、花很大精力甚至动用私家侦探来做企业家背景调查。这样不必在意短期波动、用做企业的心态来投资，让在二级市场拼杀的人心生羡慕。

——兴业全球基金管理公司副总经理徐天舒

今天与法国同行交流，自然聊起欧债危机。我说解决路径无非是赖账、通胀、增长，问他们怎么看。老外说：经济增长太难，行不通；通胀做不了，制造业都在中国；只有赖账，欧洲央行还会降息直到0，还会不断地印钞票。戏称最终解决是个哲学命题：民主，法国选举社会党上台，要走社会主义，当然还得砍福利。

——东吴基金总裁徐建平

我国要想步入中上等收入国家行列，就必须再有100家华为、中兴、三一、中联重科这样的企业。但这还不够，还要再有更多的富士康。全球市场容纳得了吗？第一，产品首先满足不断增长的内需市场，不会都出口。第二，我国目前12%的全球出口份额远没达到作为世界工厂30%-40%的峰值，而这包含了四成的进口零部件价值。

——汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌

（刘明 整理）