

# A股“流动性”的两难判断

◎本报记者 周宏

过去9个月来,市场流动性逐渐成为整个行业判断的焦点词语,伴随着越来越多的投资者(包括基金)把本轮自去年11月份以来启动的行情判断为主要由“流动性驱动”的行情,对于流动性的分析、预测和关注程度,渐渐像“奥运”、“世博”这类词语,成了各类投资者关注的焦点。

但我们也发现,对市场流动性的预测,以及其与A股市场的互动关系的判断,则越来越成为市场的一大难题,不仅对于流动性的定义,各方存在差异,对于其整体方向的判断也大相径庭,更关键的是,面临政策的逐步转向,“微调”后的政策氛围下,流动性的方向也出现了针尖对麦芒的分歧。流动性的分析究竟会走向何方呢?本期基金周刊予以关注。

## 哪里的“流动性”?

任何问题的讨论,首先要明确定义,但是,这在当前市场中可能是最难的。

如果把流动性简单地理解为“钱”,把对象限制在A股市场内的话,那么一句股市俗语就把所有讨论者给打发了——中国股市从来就不缺钱。历史上,中国股市显示了政策市、信心市的特点,哪怕是基本面不好的年份,只要市场信心充足,股票展现其挣钱效应,资金的循环常常并不是问题所在(当然,国外股市和基本面时而“脱钩”的情况也屡有发生)。

而如果更广义的讨论问题,比如把流动性的定义外延,扩展到货币供应量、银行贷款数据乃至政策导向等实体经济方面的数据的话,则我们面临两个考验:1、实体经济和股市的资金并不是亦步亦趋变化的。2、实体经济流动性的方向时常也并不好判断。

我们在此摘录一段有关基金对流动性的最新分析,看看您是否能看出它对股市的指导意义来:“9月份货币供应继续保持高速增长,M1和M2增速都创下有统计数据以来的历史新高。另外M1增速自去年5月份以来首度超越M2,显示经济活跃程度进一步提高。据央行数据显示,9月末,广义货币供应量M2余额为58.54万亿元,同比增长29.31%;狭义货币供应量M1余额为20.17万亿元,同比增长29.51%;市场货币流通量M0余额为3.68万亿元,同比增长15.96%。前三季度净投放现金2569亿元,同比多投放965亿元。”

## “流动性”的方向在哪里?

而当流动性的讨论,进入上述的境界的时候。我们发现它已经逐步进入一个“新境界”。买方和卖方机构关于流动性的讨论成了海量数据的堆砌,而真正的结论往往是模糊且“方向莫名的”。或者有些时候成了某些主观观点的万能论据

比如关于流动性的判断,之前聆听的一个业内前五位的卖方机构老总,长达30分钟的演讲结论是,“流动性的拐点未来将出现,但短期内流动性仍处于充裕状态,市场仍



旧有进一步表现的机会,而投资者需要警惕未来的风险”。

这样的结论怎能让人不想起,诸如当年上证指数5500点以上,大批研究机构所做的,“目前市场估值偏高,但行业业绩仍有进一步表现机会”的观点。

## 回归基本面?

或许这个时候,我们只能回到基本面上来看一下,总体来看,各家基金对于未来的业绩判断还是相对良好的。

汇丰晋信基金认为,与股指走势的步履蹒跚完全相反的是,近期市场利好消息频传:宏观经济不断

好转,信贷数据超出市场预期,汇金公司增持三大行等等。那么为何市场上涨的动力仍显后劲不足呢?

其原因主要有两点:第一,9月市场的反弹更使得不少大小非放量减持,大盘承压不小,加之新股申购造成扩容压力,共同制约了市场的做多热情。与此同时,除了直接的资金分流压力外,创业板发行市盈率普遍高企,不少投资者担忧其挂牌上市后高开低走压制大盘上行。第二,目前正是3季报开始公布的时期,投资者需要更多的、实际的企业盈利增长的消息来证实经济的复苏,可也恰恰是在这种心理下,任何低于市场预期的消息都会被放大,成为做空的动力。

## 基金手记



太平洋投资管理公司首席投资官 比尔·格罗斯

世界正变得越来越“绿色”了——全球变暖、电动汽车、散养鸡,还有白宫的菜园子,似乎都昭示着未来趋势。但是,定义谁是环保主义者的标记并不是以上这些。而是蓝色。狗出门遛弯时,主人们亦步亦趋地提着那些蓝色的“便袋”,随时准备帮助保持邻居家的草坪清洁(现在的人不再被允许使用那种长柄叉了),这种蓝色的塑料袋子提醒我们,世界正在变化,我们日常生活正在变得像狗们一样。

一个类似的比喻可以使用于加州的4500万居民。这个曾经是企业家

## 经济政策的“遗迹”

金乐园的州,最近好像从菲力牛排降到了碎牛肉。居民们则是脖子上被拴了一条链子,再也不是这个星球的主人。目前加州12.2%的失业率是历史上最高的,而下降到BAA级的债券评级却是这个国家的最低值。学校变得难以置信,仿佛正在竞争联邦政府教育评价体系的倒数名次。空气倒是比20年前更好,不过拥堵的高速公路却越来越自由——公路收费服务激怒大家的日子到来了。

政府的公仆有许多婆家要兼顾。加州也许比其他任何州都要多,比如通过一个财政预算需要取三分之二的赞成选票。除此之外,加州的法律体系也基本上不幸地按照了杰克逊总统时代的体系来构架。1978年的第13号提案削减了57%的个人财产所得税。1988年的第98号提案将40%的公共基金用于学校。最近,余下来的大部分不但被教师系统瓜分,还难以置信地被监狱系统使用。

结果就是现在高达260亿美元赤字,这些赤字被认为应在近几个星期里被填补。但是,这些巨额赤字只能是会计技巧得以暂时缓解痛苦,或者更好的情况是,让联邦政府来解决这个由他自己造成的伤害。每年的财政预算都要求

实现收支平衡,但对于许多国家来说,这已经很久不曾实现了。不过,加州2009年的计划也许是历史上最“捣糨糊”的。他们拒绝执行可以收到效果的税收提高策略,而是浮浅地削减开支,驳回了下属市县和团体数十亿的费用申请,并使用连小学生都没法骗过的会计伎俩。这让政府已经在毁坏的形象进一步恶化。最近,他们整出了用白条支付所买东西的解决方案。他们发行各种形式的税收共付票据。上周,加州政府还把他们的“讨饭碗”伸到了总额80亿美元的“RANs”(收入预期票据)。再之前他们还发行过“RAWs”(收入预期债券)。接下来可能就轮到“BAGs”了(蓝色的狗粪袋),加州居民已经习惯带着它们!

有迹象显示,加州的选民们正准备作出些艰难的抉择。他们最近拒绝通过五个关于增加赋税的提案,并否决了开支计划。不管施瓦辛格州长和议员们是否会通过那个让大麻交易合法化并向其征税的提案,结果本身只能由加州经济来回答——而这看起来很有可能引向进一步的危机。

加州的问题,虽然存在某些具体原因,但事实上就是美国的问题,这不仅仅因为加州占了全美

GDP的15%(虽然加州260亿美元的赤字不能直接和整个联邦高达一百亿的缺口相比)。他们都反映了在风险监控失灵和过度杠杠化的情况下,财政收入的短期增长是强劲了,但最终却必然被推向悬崖边缘的道理!

加州的财产税、个人所得税和营业税……加州税收总收入实际上在过去的12个月里下降了14%,其他州则降得更多。从某些方面来说,梦幻的“旋转木马”必须停下来。贝尔斯登、雷曼兄弟或者2008年9月那混乱的一周其实并不是真正的节点。

认识的重点在于,对于加州,美国,乃至全球众多情况类似的国家,比如英国、西班牙等等来说,它们都处于一个糟糕的境地中,那就是过去数十年被强调的全球经济环境下的资本主义已经发生了变化,从过去一贯强调的承担金融与杠杠化风险回到更多强调保守、规则,更加节约和延时满足。

加州曾经拥有和正在迅速失去的就是他的“资本”:毫无疑问包括还在不断发展的数百亿美元的赤字,除此外还包括它曾经“皇冠上的明珠”——硅谷奇迹。比如惠普、苹果、Google以及其他数不清的划时代的创新。

## 资金观潮

### 贵在落实

◎本报记者 周宏

“赎回费”上涨了,而这次直指的是短炒基金的炒家们。

证监会日前发布《开放式证券投资基金销售费用管理规定(征求意见稿)》,向全社会征求意见。据悉,《规定》在基金销售方面做出基本制度安排。首先,销售费用结构和水平与现行做法保持基本一致。其次,鼓励后端收费模式,引导投资者长期投资。三是增列短期交易的赎回费,抑制短期交易。此外,《规定》规范了尾随佣金,建立基金管理人与销售机构的共赢机制,以此维护销售市场秩序。

但毫无疑问,《管理规定》的最大看点在增列短期交易的赎回费上。根据相关条款的第八条:对于短期交易的投资者,基金管理人可以在基金合同、招募说明书中约定按以下费用标准收取赎回费:(一)对于持有期少于7日的投资者,收取不低于赎回金额1.5%的赎回费;(二)对于持有期少于30日的投资者,收取不低于赎回金额0.75%的赎回费。

上述规定如果在正式发布后无疑会在基民的利益保护上,尤其是长期持有的中小基民的利益保护上起到重要作用。事实上在过去很多时候,对快进快出的投资者,尤其是大进大出的大投资者,基金行业内一直缺乏有效的利益约束机制,以至于时有机构“套利”散户基民的消息传出。而基金管理人出于行业客观环境和争取大客户等因素考虑,也对类似损害长期持有人利益的行为“睁一眼、闭一眼”,致使类似行为一直无法杜绝。

而现在新的征求意见稿的发布,让人看到了一些希望。

笔者觉得,在相关条款的制定和执行上,有关方面可以考虑的更加周全一些。

比如,在目前的规定中,征收短期交易赎回费为“可选动作”,应将其列为“必选动作”。明确基金管理人,必须对持有周期少于7日和30日的基金投资者收入短期赎回费。既然,短期的频繁买卖,会对其他持有人的利益造成影响,就应该强制征收。

第二,应对大额赎回,加倍征收赎回费。比如对于单笔赎回金额在1亿元,或者赎回金额占基金总资产比例超过1%的赎回行为,加重“惩罚性”赎回费,比如1%。因为,一笔赎回行为对其他持有人的利益影响除了持有时间外,更多地体现在其规模上,因此,按照公平原则,对于大额的赎回行为,尤其是大额的短线买卖,完全有理由征收更多的费用。

第三,应明确相关规定的执行责任是基金管理人,对基金管理人多加监管,对于不切实执行有关措施的基金管理人实行公开批评或是相关惩罚性措施,推动行业自律。

## 最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
博时策略	88
嘉实回报	101
央企ETF	45.34
德盛主题	8.4
信诚精选	23.56
易方达300	167.46
国富300	24.24
中银100	35.58
大成行业	30.86
鹏华精选	30.15