

“通胀时代”的投资

国家统计局上周宣布,11月份CPI正增长0.6%,比上月大幅上升了1.1%;而PPI同比虽下降2.1%,环比则增长0.6%,实现了连续8个月的正增长。至此中国经济彻底告别通缩时代,对于有可能到来的“通胀时代”,基金们做何打算?

——本报记者 弘文

保增长政策效应趋淡

在今年保8无忧后,上个月CPI转正,意味着管理层的中期政策导向将有所调整。而这一点已经被基金经理察觉。

交银基金认为,11月的工业增加值同比增长19.2%,单月同比增长已经恢复到07年高增长的水平,这表示在国家一揽子经济刺激计划实施一年以后,中国经济已经成功实现了保增长的目标。

同时11月的投资则继续低于市场的预期,交银施罗德投研团队表示并不意外。当月固定资产投资增长25%,比上月回落6个百分点。虽然房地产投资继续保持增长,但是由于政府项目的严格控制,以及政府工作重点正在从保增长转移到调结构上,同时结合中央经济工作会议上提出的“严格控制新上项目”的表述。由此,交银施罗德投研团队认为,明年投资的高增长将很难持续。

资金加速活化

而随着经济快速恢复,市场流动性正在迅速增长。

申万巴黎认为,最新宏观经济数据显示,货币流动性指标M1、M2剪刀差扩大,流动性依然充裕:11月新增贷款2948亿,比较平淡,但需要指出的是贷款并不等同于流动性,该基金认为,国内货币增长的来源有两条渠道——外汇流入和银行信贷,伴随外汇占款持续增加,新增贷款对于国内流动性的重要性正在下降。本月M1与M2的剪刀差进一步扩大,M1增长34.63%,而M2增长29.74%,显示活期存款占比持续上升,资金加速活化。

考虑到出口恢复符合预期,进口大幅上升。申万巴黎预计,11月出口同比降幅缩窄至-1.2%,环比增长2.6%的改善势头依然持续。11月进口大幅增长26.7%高于市场预期,则主要是低基数原因。伴随着外需反弹,该基金甚至预计出口将进



一步改善,12月有望转正,明年的出口增速有望达到10%左右。

通胀暂时不会到来

不过,通胀的压力似乎不大。国泰基金认为,11月份CPI同比上涨0.6%,如市场预期由负转正,食品价格同比上涨3.2%是物价主力。PPI同比下降2.1%,比上月降幅缩小3.7个百分点,同比降幅继续收窄。PPI环比增长比CPI快,可能意味着部分中游行业的利润被压缩。维持明年2%-3%的通胀预测。

而且他们认为,11月份人民币

贷款增加2948亿元,明显高于市场预期,但其中主要是居民贷款(2377亿),这其中相当大的部分被用来买房(居民中长期贷款2012亿);企业贷款仅有570亿,与前期动辄千亿元的规模有非常明显的区别,体现了银监会调控信贷的力度已经在加强,种种迹象表明目前决策层对今年释放的天量贷款非常警觉,我们不应该对未来的信贷抱有太大希望。

申万巴黎也认为,CPI如期转正暂时不会导致太大通胀,预计明年仍将呈现温和通胀格局,2010年全年CPI有望维持在2.5%-3%之间。

基金手记



交银成长基金经理 周炜峰

随着全球风险资产的反弹,各个市场的投资者几乎都在讨论资产泡沫的问题,从商品到新兴市场,再到欧美的股市。全球央行也似乎决心要把控制资产价格泡沫放到自己的施政要务上来。而中国,大家更是担心资产是否已全面泡沫化。全球风险资产的泡沫到底有多大?中国的风险资产泡沫又有多大?

要定义泡沫,无非要有两个最重要的因素:首先,估值非常昂贵,远远超出传统估值的正常范围。其次,投资者的情绪高涨,加大杠杆并一致同向进行充分投资(crowded trade),并常用非正常的估值体系来解释已经泡沫化的投资。

如果以这两个要

资产泡沫了吗?

素来看全球的主要股市,目前很难有全面泡沫化的结论。首先,从最传统的市盈率估值来看,目前全球股市平均交易在未来一年14倍PE的水平上,而历史上平均为16倍。其次,从投资者的情绪上看,虽然风险偏好有所增加,但还是在正常范围内。而从最近的情况来看,许多投资者还是选择趁反弹从股市中退出。从杠杆的角度上来看,在主流的美国市场上,似乎只有政府是最主要的借款人,而银行的借贷还是没有起来的迹象,更谈不上个人投资者加大杠杆进行投资了。

中国的股市情况又如何?从估值的情况来看,也很难说明中国的市场整体有泡沫。在目前的市场点位上,中国沪深300指数交易在2010年20倍PE,2011年16倍PE的水平上,均低于历史平均水平。而且,从绝对估值的角度来看,结合中国经济的高成长性,使用相对合理的条件假设的DDM模型来看,20倍左右的市盈率估值也是合理的。目前的估值并没有完全反映中国经济的成长性溢价。当然,不可否认,有一批中小市值股票的结构泡沫已比较大了,同时银行的低估值也拉低了整体估值水平。

所以,从估值和市场情绪这

两个泡沫主要因素来看,我们也并没有看到中国的股市整体存在泡沫。但是,相比之下,中国的房地产市场可能已有泡沫。不管是从静态的房价收入比,还是从动态的收入增速和房价上涨速度之间的比较,中国的整体相对房价水平已处于一个相对较高的水平。

好在中国居民的杠杆率还是很低的,银行在房地产按揭方面的暴露风险不是非常大。根据里昂信贷最近的一个调查,在中国只有1/3的购房者使用按揭贷款,平均贷款额也只是房产价值的46%。而在美国,超过90%的购房者使用按揭,且平均贷款额是房地产价值的76%。从短期来看,虽然中国的房地产相对价格已比较高,但是结合家庭较低的杠杆率,银行的实质性风险并不是非常大。

可见,中国家庭较低的杠杆率,既是有利的一面,它将保证中国经济在未来相当长一段时间的长期发展,并且在目前较好地保证了金融体系的资产安全,但也是笼中的老虎。如果引导得不当而集中释放,超越了实体经济的发展速度,则很可能造成很大的资产泡沫。从中国的股市和地产这两个主要资产类别来看,政府对地产价格再度大幅上涨的容忍度可能要低于对股市上涨的容忍度,因为调

控地产价格更难、对金融体系的影响更大。可以预见,加大土地供给显然会成为明年政府平抑地产价格的核心,并会对投机/投资购房者施行较严格的按揭管制,从而降低银行的资产风险。如果我们真能看到政府明年成功地调控了,使得全国的房地产价格稳健发展,相信在股票市场上,明年的市场表现会比较不错,因为到目前为止,我们似乎并没有看到股市全面泡沫化的状况。当然,如果我们不幸看到了政府没有有效控制房价在全国范围内地快速上涨,那么,中国的股市也会不可避免地受到调控的影响。设想一下,我们的工商银行的市值已远远超过美国前几大银行的市值的总和。如果我们的地产价格下降,结合个人的加大杠杆的过程,将使得我们银行的不良贷款大幅上升,那么,我们现有的银行的估值就存在很大的泡沫。到那时,我们就会发现,中国的A股原来也是那么的贵。

总之,明年通胀的风险可能不大,但资产价格的风险可能更大。明年将是考验政府调控资产价格,尤其是地产价格的能力的一年。历史证明这是不易的。如果平稳过渡,中国经济将会避免全面的信用风险。那将是中国经济的福音,也将是全球经济的福音。

资金观潮

大有大的难处

◎本报记者 周宏

上周一才说到冲刺,结果,基金就真的冲刺了一把。

华夏盛世精选股票基金上周公开募集1天即告结束,据悉,该基金的募集规模在180亿元~190亿元之间。为今年来首只1天结束募集的新基金。

这其中当然有相当多的品牌原因,通过2008年的熊市表现和王亚伟两张王牌,华夏积累了足够的品牌影响力,而同时,其营销也早已积累了短期内冲刺发行这个“法宝”,早在今年7月份,华夏基金发行华夏沪深300指数基金的时候,也是通过快速公开募集,仅用了三天时间就让募集规模超过200亿元,成为新基金的销售冠军。2008年10月份,华夏策略精选基金的发行,同样也是1天结束募集,且募集规模达到了15.84亿元。

而在此之前,易方达基金的新发基金,深证100ETF联接基金也创下了190亿元以上的发行规模。两只基金都是这种策略,同样的品牌效应,也让人对这个基金行业寄予了不少希望。

当然,对于基金来说,回顾这些发行业绩都没有用。现在去讨论,其中基金营销的诀窍,意义已经不大。相反更有意义的是,展望下这个基金的未来。

不得不说,对于大基金来说,业绩压力是第一位的,也是最现实的。虽然,我们相信,发行这两只基金背后的管理团队,都是业内人数最多、投入最大的优秀团队之一。但依然让人对业绩捏一把汗。

大型基金的业绩屡屡不佳是无可回避的事实,无论是2004年两只百亿基金,还是2006年的400亿巨无霸,乃至2007年的整体百亿基金,大型基金的运作难度是非常大的。尤其是针对目前,行业考核压力相对较大,中国市场波动大的特征,要在其中把握好投资的力度和诀窍,难度之高让人咋舌。

当然,对于被动基金而言,其难点可能只是在开始6个月里,而对于主动型基金来说,若非整体规模下降到相当水平,则投资的考验和难度会一直存在。所以,业绩会是一个坎,一个很明确的坎。

其次,服务的压力也会非常大,通常一个百亿基金的客户数会很轻松超过10万户,那么在各自新增十多万户(假设老客户追加认购不占太多比例)的两家大基金,如何保持住服务质量恐怕亦是大的考验。一个简单的推算,若每个客户每年增加服务费10元的话,这两只新基金会导致各基金公司增加服务费用上百万。若有增量业务,则实际投入尚不止于此。

因此,面对大型基金的成功募集,我们除了欣喜外,也不得不说一句:大有大的难处。

最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
银华300	6.7
瑞和300	32.16
景顺能源	9.34
诺安100	21.1
光大配置	7.33
中邮优势	39.42
海富100	20.87
建信300	53.26
易方达深100联接	191
华夏盛世	180