

股市方向由宏观经济“掌舵”

——对话交银施罗德投资总监李旭利

◎本报记者 周宏

根据本报基金周刊截至6月末的业绩排名,交银施罗德基金旗下的偏股基金,今年上半年以来的业绩全部进入行业(所有主动型偏股基金,剔除指数基金)前四分之一。有此表现的投资团队,全行业只有三支。

当今年股市进入下半程,宏观经济走入扑朔迷离的阶段,本报对话交银施罗德基金投资总监李旭利,听他谈论未来的经济走向、市场趋势。

宏观经济拐点去年已经出现

问:去年的一系列采访中,交银施罗德是业内少数始终呼吁保持投资理性的团队,年初强调投资理念不能摇摆,年中提醒牛市行情中要保持理性思维,给读者留下了深刻印象。今年的业绩也整体排在行业前列。现在回头看,作出上述判断的逻辑基础是什么?

李旭利:我个人的看法,去年的市场行情不算是个正常年份的行情表现。这样快的资产泡沫发酵、膨胀的速度,对中国股市来说可能超过了10年一遇的级别。

现在回头看,即便不考虑当时市场的估值情况,宏观经济出现拐点迹象也很明显。如果抓住了这一点,今年上半年的资产配置策略和行业配置应该是很清晰的。

从宏观经济角度看,去年3季度,企业景气指数就开始出现下行趋势。今年1季度开始,这个压力开始反映到企业经营中,最明显的就是研究机构对于企业盈利增速的不断调低。从年初到现在,调低企业盈利增速的机构越来越多。市场对于宏观经济认识的不清晰,构成了调整的动力。

进入4月份以后,部分上市公司的现金流开始出现压力,伴随着收入增速的减退,可能有部分企业的盈利在下半年会面临负增长的压力。这是下半年投资最值得关注的方面之一。

问:从去年到今年,大起大落的市场行情对基金的操作考验特别大,你认为,应该从那个层面把握目前市场的投资脉络?

李旭利:确实如此,今年市场的波动很大,对于包括基金经理在内的机构投资者来说都是考验。

有些投资者在近期可能一方面用技术分析在看市场,一方面又在看宏观的东西,搞得思维无法统一。其实,不同时间阶段,重点关注的因素应该是不同的。

我们认为,在市场出现大的方向性抉择的时候,市场博弈、技术面因素永远都不是决定因素。最终能够影响市场大趋势的肯定在基本面,肯定在宏观经济的长期走向上。

在宏观经济方向特别明确的时候,无论技术图形多么明显、各个投资主体博弈的结果多么一边倒,都无法阻挡这个大趋势的演进。这在过去的历史上被多次验证过。

加强“软”投资

问:你认为宏观经济中长期走势对股市非常重要,那么中国现阶段经济发展的关注点是什么呢?

李旭利:中国经济最关键的问题和关注点是经济增长模式的转型。

本轮宏观经济增长在2002年开始,基本上依靠的是出口拉动。GDP从最低8%一路攀升到12%,粗略估计,大概其中出口贡献了近4%。经济增速的上升,主要是出口拉动的。

在此之前,我国的进出口余额基本上是均衡的,既没有持续的巨额外贸顺差存在,也没有巨额外汇储备需要消化的问题,上述情况都是最近6年出口导向型的发展模式拉动的。

现在这个模式开始遇到瓶颈,我们可以看到人民币的币值在上升,贸易顺差在逐步回落,通过出口拉动的原有经济增长模式已经开始显露出疲态,经济增长模式转型已经到了时不我待的时候。

而要让转型更顺畅,中国现在不仅要在防止经济下滑方面下工夫,通过“硬”的投资项目上马平滑经济波动,更应该加强社会保障、医疗、养老,进一步维持消费率。同时,大力加强教育和培训等“软”的投资,为产业升级、经济转型创造条件。

对于中国经济的未来,“软”投资更为重要。

问:有人把中国现在面临的经济环境和日本在上个世纪70年代中期面临的情况相对比,你认为是否有道理?

李旭利:市场里确实有这样比较,认为我们国家目前面临的环境和日本1974年前后面临的环境非常像。

但是,不一样的地方在哪里呢?

日本人口红利期是在1989年至1990年结束的。从经济开始转型的1970年代中期到1990年,期间有15年左右的时间。在这期间,日本成功完成了经济转型,经济出现第二波高速增长阶段。人口红利期是很重要的一个支持因素。



摄影 徐汇

那么,中国的人口高峰期可能到2015年拐头,也就是说,从现在开始到2014年至2015年左右,中国留给经济转型的人口红利期只有大概6至7年时间。

这期间,我国经济能不能做到成功的产业升级,经济增长模式转变是否顺畅,对于中国经济的中长期未来非常关键。

相关宏观政策配套、引导是不是良好,集约型的增长模式是否能够树立,包括人力资源的投入都很重要。这些措施都和中国经济下一个春天的来临紧密联系着。

下半年有结构性机会

问:上半年你们业绩比较出色,主要的投资策略是什么?这个策略是否有变化?

李旭利:上半年,投资的格局其实是比较清晰的,持续关注宏观和企业基本面的,并不容易错判。倒是目前这个时点,基本面的不确定性开始增加。

简单地来说,上半年股市的基本面环境是,通货膨胀率持续徘徊在高位、油价高涨、企业盈利增速有下行的机会。这种背景下,对股市的影响很明显是负面的。

不过,在经历了上半年的市场大幅调整后,股票的估值压力已经释放的比较多了。

而高油价的因素是否在下半年仍然持续,构成第一个变数。

第二个值得关注的方面是,高层对于宏观经济的态度。可以明显地感觉到,在“5·1”假期后,高层对于经济增长速度的担心开始增加,包括近期频频去制造业基地调研,后续的政策会不会调整,也很值得关注。

第三方面是,近期地方基础设施建设上马的力度很大。广东日前宣布了新十大工程,总投资近2.3万亿元,这个数字大大高于此前预期。以此类推,长三角、渤海湾乃至全国其他的地区,如果都有同等力度的基建项目上马的话,对于经济的拉动作用也非常明显。

我们的投资策略并不会太大的变化,总体还是顺应宏观经济的大周期走向配置资产。同时,加强结构性机会的挖掘。我相信,在估值压力充分释放后,结构性的投资机会到了该表现的时候。

问:下半年最值得关注的投资主题是什么?

李旭利:回头看,去年市场飙升时的主题就是流动性驱动下的资产价格上升,无论怎么表述,其实,归根结底就是这个。

而到了今年上半年,最重要的投资主题就是通货膨胀,如果从这个主题出发,无论是仓位部署、还是行业配置,结论都是很清楚的。基金的业绩很大程度上,就是对对这个主题的判断决定的。

下半年,我觉得最值得关注是公司盈利的变化。包括净利润是否出现负增长,净资产收益率(ROE)会回落到什么水平。消费会回落到什么水平?是好于预期还是比预期艰难。这对市场走势影响很大。

值得注意的是,对于盈利增长,场内机构的认识并不统一。今年年初,有很多卖方机构并没有意识到盈利下调的可能。近期逐步开始调整。而且现在的调整也只涉及到今年,明年的盈利增长幅度很多卖方机构没有调整,这并不符合经济规律,有过于乐观之嫌。

从这个主题出发,我们下半年会加强由下至上的个股挖掘力度,重点寻找能够抗通胀、抗经济波动的品种。

问:最近很多机构在反弹中开始买入银行股和地产股?你对银行地产行业的看法是什么?

李旭利:我对地产行业并不是太乐观。我理解,地产行业是个大周期行业。在向下周期中买入地产股,我们还是比较保留的。

房地产本质上是个利率周期,随着利率不断上扬,地产价格会有向下的拐点。同样当价格下降到一定程度,刚性需求逐步体现,房地产价格也会走上上升通道,如此循环往复。

考虑到房地产的价格黏性很高,一跌可能跌好几年,一涨也会涨很多年,我们不认为现在的投资机会很大。

银行股,我认为机会会好一点。地产价格跌到相当程度才能伤到银行的贷款资产质量。中国的房屋贷款首付比例很高,这和美国次级贷的状况完全不同,我们的房屋贷款都是优质贷款。

接下来市场会更多的关注以下两个方面。一方面是银行股整体的2季度环比息差,是否出现收缩的趋势。虽然银行的息差基本上是央行确定的存款、贷款利率决定的。但是,老百姓的存款结构变化更值得关注。去年居民存款活期化,使得银行息差比预想中大,今年居民存款是否有定期化的趋势,这个趋势有多强烈,会左右机构的判断。

另一方面是银行整体的资产质量状况,这也是市场担心的主要方面。我个人判断,银行资产质量没那么悲观,当然这要视未来公布的数据状况而定。