

Fund

■ 聚焦基金半年报

在不确定的市场中寻找确定的股票

◎ 本报记者 徐婧婧

截至昨日已有 11 家基金公司陆续披露了 2008 年半年报, 记者查阅这些半年报发现, 基金经理对下半年的证券市场依然是持谨慎的态度。众基金认为, 下半年的证券市场仍可能呈现宽幅震荡的格局, 但这其中也不乏局部性的反弹机会。面对这种局面, 很多基金经理提出了将重点关注宏观经济变化的新趋势及其对行业的影响, 以此来寻找特定行业中的投资机会。

谨慎看待下半年

金鹰增长基金表示, “考虑中国正面临着通货膨胀和经济转型的挑战、宏观经济和企业盈利进入下行周期以及全流通的压力, 期望近期出现真正意义上的底部反转不太现实。”

由于宏观经济仍不明朗, 全球经济的下滑对出口形成负面影响, 高油价、高通胀压力继续存在, 原材料成本上升侵蚀企业盈利, 大小非减持以及融资压力继续存在, 这些负面因素使得下半年的证券市场的走势依然不太乐观。

广发聚丰基金认为, 目前国内经济政策的调整也是在摸着石头过河, 走一步看一步, 证券市场信心也极度匮乏, 预计大盘下半年整体维持震荡筑底格局可能性较大。

金鑫基金称, 我们对下半年 A 股市场谨慎乐观。首先, 我们预计三季度宏观数据将趋于好转, 经过一年多紧缩的货币政策, 经济增速趋于合



理, CPI 预计高位回落, 央行的工作重点将从防通胀的同时, 也要促进经济增长, 预计紧缩的货币政策将有所放松; 其次, 目前市场的估值已经大幅下降。沪深 300 指数 2008 年的动态市盈率从高点 31 倍迅速下降至 18 倍左右, 2009 年的动态市盈率从高点的 26 倍下降至 16 倍左右, 市场估值趋于合理。

德盛优势基金认为下半年市场可能会出现局部性的机会, 个股选择对业绩影响的重要性将大幅上升。同时, 该基金表示以下两个变量仍是需要投资者防范: (1) 全球性通胀带来的世界经济增长整体减速; (2) 大小非解禁的抛售策略和行为对股票市场供求关系的影响。

看好行业

由于我国宏观经济将面临通货膨胀和经济转型的双重挑战, 预计包括国际油价在内的不确定因素将会制约未来的经济和市场走势。因此, 在这样不确定的市场环境下, 众家基金表示, 将在市场下跌过程中不断选择低估的行业和个股进行增持。

金盛基金表示, 2008 年下半年, 将重点关注宏观经济变化的新趋势及其对行业的影响, 看好能源、金融、医药、基建等行业的投资机会。

国泰金马基金则表示, 下半年的投资方向上, 将看好能受益于经济增长和抵御通胀的金融保险和上游资源行业; 看好未来能在转变经济增长

方式中发挥更大作用的科技行业, 例如, 软件、网络服务、信息技术、生物医药等; 看好因被市场过于担忧行业前景而已处于估值洼地的房地产、钢铁、机械制造行业中的优势龙头企业。

德盛优势基金称, 在资产配置方面, 将重点投资成长比较确定的股票, 来应对上述不确定性, 比如食品、医药、商业等, 同时积极寻找能源及替代、资产注入和整体上市等投资机会。

广发聚丰基金认为, 下半年的投资将立足于我国经济转型和发展趋势, 重点投资转型受益的优势行业和优势企业, 特别对上游垄断资源性行业, 中游承接全球产业转移的机械和装备行业, 下游必需消费品及品牌消费品更多关注。

■ 半年报观点精选

东吴双动力: 寻求阶段性投资回报

2008 年以来, 股市呈现单边下跌走势, 上证综合指数从 5200 点之上跌到 2700 点以下, 跌幅达 50% 左右。面对较大的系统风险, 东吴双动力基金在年初进行了仓位的大幅下调, 同时减持了预期利润下滑严重的周期性股票, 基金上半年平均仓位一直保持在 70% 以下, 减缓了系统风险对基金净值的冲击。

面对单边向下的市场风险以及避险工具的丧失, 投资似乎显得被动和无奈。基金经理对经济下滑和通胀演变对各个产业利润景气变化的历史研究和分析, 为基金采取主动的防御策略提供资产配置的逻辑和论据, 即通过调整和配置利润增长仍将持续的行业和企业, 来寻找相对安全的避风港, 规避基金净值的损失。

目前投资者对中国经济步入下降周期已经形成共识, 市场情绪极度悲观, 经济何时见底以及市场信心何时能够逐步回暖从而止跌回稳, 这些都无法清楚回答。投资只能通过通过对风险与收益的权衡, 在一个相对的时间段内, 获得持续稳定的投资回报。就基本面的投资而言, 一些优秀的公司正在逐渐步入长期价值投资者的视野。同时, 我们也密切关注原油价格下跌这一现象, 保持对蝴蝶翅膀扇动可能带来的市场细微变化的观察与思考。

大成精选: 增加现金 减持股票

2007 年以来持续的能源价格上涨为中下游行业带来巨大的成本压力, 中间制造业的行业景气度明显下降。而在油价持续上涨的背景下, 下半年我们面对的成本上升压力将继续增加, 其中更多的来自于前期被管制的二次能源价格——成品油与电力价格, 未来各个行业利润还将经受考验。

对于市场未来的走势, 我们持谨慎乐观态度。我们需要看到政府政策面的支持力度在加大, 宏观经济面新的负面消息增加不多, 但是下半年中国证券市场需要经历的考验尚未结束, 资金供求压力、企业盈利下调压力依然存在, 并且在短期内还会是影响市场走势的主要力量, 因此预计市场持续震荡的可能性更大。目前市场上一个最大的亮点则是 A 股市场的估值水平已经与近年来的低点接近, 甚至在国际市场的估值比较中也开始显现优势。对于长线投资者而言, 此时需要关注到部分行业与公司的估值吸引力, 下半年是考验选股能力的重要时机, 未来我们将在震荡中积极追求中长期的权益增值。

关于下半年的投资策略, 我们依然将规避风险作为资产配置的主要考虑因素。首先, 在企业盈利情况不明朗的情况下, 我们将增加基金资产的现金头寸, 降低股票资产配置; 其次, 股票资产继续重点偏向受益于中国内需消费且不会受到宏观调控影响的医药、食品饮料等行业; 其次, 行业景气下降往往推动业内重组与并购, 在市场的调整过程中, 龙头公司可能出现中长期建仓机会, 我们将积极把握自下而上的选股机会。

(见记者 谢卫国 整理)

■ 嘉实视点

韩国公司债市场发展对中国的启示

嘉实基金固定收益部
信用分析师 仇秉则

2007 年以来中国公司债券市场的发展迅速, 而韩国在 10 年前经历了同样的历程, 其中有多次危机, 以韩国为鉴, 可为中国公司债券市场发展提供多方面的启示。

韩国公司债市场的发展与三次危机

金融危机后的快速发展: 韩国

公司债市场的迅速发展始于 1997 年金融危机。金融危机前, 韩国的公司债券大多由银行、证券公司或保险基金担保。金融危机后, 银行面临严重的资产质量问题, 信贷和担保能力被大大削弱, 渴求资金的公司转向发行无银行担保的公司债。期间韩国政府提高了公司债发行相对净资产的比例和取消国外投资者对债券投资的限制, 两项措施均推动了市场的发展。

ITC 债券基金与大宇集团破产: 随着 1998 年利率的大幅回落, 相对高息的公司债对公众的吸引力增强。信托投资公司 (ITC) 债券基金得到超常规发展, 其资产规模由 1997 年底的 65 万亿韩元增长到 1999 年初的 203 万亿韩元。ITC 债券基金有两个重大制度缺陷: 部分 ITC 基金由大财团控制而大量买入其发行的债券和 ITC 基金对债券采取成本计价。1999 年 6 月大宇集团因过度扩张破产后, 形成了投资人大规模赎回, ITC 基金被迫卖出、市场流动性衰竭和收益率上升的恶性循环。因 ITC 基金以成本计价而不能反映债券实际价值, 也加剧了这一恶性循环。危机以政府采取平准基金入市等多项措施稳定市场和 ITC 规模比峰值时下降 75% 而告终。

针对危机暴露的问题, ITC 债券投资会计核算方法改为市值计价, 为提供准确的债券估值信息, 韩国成立了三家私营债券估值机构。此外对所有公开发行的公司债均要求实行双评级, 此项政策亦令韩国信用评级机构得到长足发展。

2000 年公司债到期危机: 1998 年后韩国发行的公司债券期限以 3 年以内为主, 大宇集团的破产与 ITC 债券基金的流动性问题, 令公司债市场的融资条件总体恶化。在 2000 年, 信用评级较低的企业, 特别是中小企业, 在债券需要滚动发行时极为困难。为此韩国监管部门引入基础债券抵押证券 (Primary Collateralized Bond Obligation) 和由 15 家金融机构认购债券基金。由于这些措施的实施, 以及 2001 年开始的降息周期, 公司债券市场的融资条件才大幅改善。

2003 年信用卡公司破产

2003 年 3 月 SK 集团爆出会计丑闻和多家信用卡公司破产后, 导致 ITC 货币市场基金的再次大量赎回, 一般非金融企业, 特别是信用卡公司的债券发行量急剧下滑, 信用利差迅速拉大。韩国政府通过公开市场操作注入流动性并实行了一系

列包括购买信用卡公司不良资产的方案以解决信用卡公司和 ITC 基金的流动性问题。

对中国公司债券市场的启示

回顾韩国公司债券市场的发展, 监管与制度建设等方面落后于市场发展造成了数次市场失灵、政府被迫买单的局面。我们欣喜地看到中国的公司债券市场制度上已在多方面比韩国当年有所进步, 例如运转良好的市值计价核算体系, 对基金关联交易的有效监管以及相对分散的债券期限结构。

两相对照下, 中国公司债券市场在制度设计和创新上尚有不少空间。信用评级方面, 在取消银行担保后, 信用评级的作用凸显, 而目前国内的各评级公司标准不一致, 结果缺乏可比性, 限制了信用评级对信用息差的指示性作用, 实行国际上通行的双评级制度不失为解决方案之一。信用增级方面, 韩国担保公司的失败经验表明自身财务实力有限的担保公司并非信用增级的有效手段, 抵押和质押是现阶段更切实可行的增级手段, 而资产证券化也是可不断探索的方案之一。