

# 金融海啸殃及池鱼 四季度市场恐难反转

◎联合证券基金研究小组

## 悲观:中国难独善其身

金融危机不断向实体经济渗透,最终使得欧美日等发达国家经济濒临衰退,从而将全球经济拖入增长减缓的通道。这次危机导致的国际去杠杆化的趋势对全球经济和金融市场影响深远,中国很难在这场美国引领的全球经济减缓中独善其身(长城基金)。各国央行的降息政策并没有遏制股市的跌势,无法阻挡投资者对于经济衰退的担忧(信诚/诺安/摩根士丹利华鑫)。降息本身表明全球央行正式承认全球经济步入中波周期的衰退阶段。作为重要的要素价格,利率必须降到足够低,这是经济周期尽快走出复苏的必要途径(广发基金)。中国面临的主要问题在于出口和房地产相关的投资及消费。另外,由于负财富效应,内需明年亦会受到冲击,尤其是高端消费品。政府原有的宏观调控政策将转向“保增长”,对市场有一定支撑,但市场出现方向性的改变尚需要一个量变到质变的过程(景顺长城)。基本面的角度看,市场不利因素难以缓解。经济增速继续下跌,速度甚至超出预期,上市公司盈利预测还在下调之中,外部经济环境在继续恶化(建信),四季度市场仍然缺乏反转的充分理由(长城基金)。

## 乐观:A股或率先企稳

这次金融危机还在不断深化。值得欣慰的是全球救市的力度是非常大的,方向也是相对正确的。由于市场本身累计的泡沫开始破灭,最终使得市场出现过度下跌,只有政府出



手,才能以更小的代价来彻底结束这次全球性的金融危机(汇添富)。包括中国在内的全球七大央行联手降息,为历史首次,用行动表达了政府的决心和积极态度,其重要意义不应被低估(东方基金)。央行此次下调存款利率和存款准备金率以及取消利息税标志着宏观调控取向有了明显变化。由年初的“双控”政策,到年中的“一保一控”政策,再到此次保持经济稳定增长,解决就业压力和刺激消费成为目前经济工作中的重中之重(华商/建信)。央行在一个月连续两次降息,将有可能意味着今年初以来所实施的“从紧”货币政策正式结束,央行已随同全球央行进入降息周期(南方/诺德/农银汇理/泰达荷银/信达澳银)。为了保证

刺激信贷的效果能够落到实处,提振市场的信心,预期政府还会进一步放松货币政策,其他保证经济软着陆的财政政策和产业政策也会相继出台(国泰/东吴)。后期政府在放松货币和刺激性财政政策方面还有很大的运作空间。这些救市措施有利于改善投资者对国内宏观经济的预期,降低了估值非理性下行的可能性(南方)。经济政策和股市政策齐现,A股极有可能走出一波独立行情,在全球股市下跌浪潮中率先企稳(诺德)。

## 配置:把握政策性机会

四季度重点把握国家放松政策扩大内需的政策利好产生的阶段性投资机会,包括投资消费、农村改革直接推动的农产品及化肥相

关企业、居民消费以及现金流稳定、盈利可预见性高的行业,以及上下游产业链盈利结构重新分配的领域。关注政府投资、能源及能源价格改革、农业、科技创新、国企增持回购及并购重组等投资主题,规避企业盈利下滑以及国际金融市场的震荡带来的系统性风险(国投瑞银/国泰)。从政策角度看,注重央企增持或回购,收益刺激内需和经济转型的相关行业,关注医药、交通运输等估值合理的弱周期类防御型股(新世纪)。品种选择上倾向于经营稳定、分红率高的防御型行业或者部分反周期行业。受益于降息和油价下跌的行业是短期关注的焦点,券商股在沉寂后仍然有机会(中海)。

## 基金策略

### 博时基金:产能过剩是中国面临的大挑战

◎本报记者 唐雪来

博时基金日前发布的最新投资策略报告指出,产能过剩与退出是中国未来几年在经济层面面临的一个重大挑战。

博时基金认为,目前中国出现产能过剩的原因在于2002年以来的产能扩张规模过于庞大,导致目前全社会的产能出现了明显的过剩。中国经济于1997年以后进入通货紧缩,当时谈论的一个主要话题就是产能过剩。但现在看来,上轮经济过热中产能过剩的情况其实并不严重,事实上,随着2000年以后中国经济的重新快速增长,产能严重不足的矛盾迅速凸显。相比1990年代的那一轮周期,中国在2002年以后的新增产能明显庞大许多。而2002年以来的产能扩张则更多的是基于实体经济真实的需求和高额的投资回报,并在此后长达6年的扩张周期中形成了扩产与盈利的正向反馈。

基于以上看法,博时基金做出如下判断:1、国内企业的杠杆率较低,负债风险较小,并仍能保持一定的利息或红利支付能力。由于此前高速的盈利增长,本轮周期中企业的资产负债状况远远好于上一轮;虽然企业今后资产的盈利能力会下降,但由于投资的真实性,从现金流的角度仍将保持较强的利息甚至红利支付能力。2、国内银行体系的风险较小。今后银行业面临的主要风险不是坏账率的失控,而是收入增速的快速下滑。3、今后中国制造业投资增速将大幅下滑,本轮产能调整将较上一轮更为痛苦,过多的产能需要更长的时间来消化退出。未来两年内,制造业的投资增速将大幅下降,甚至出现负增长。4、经济刺激政策作用有限,若处理不当,中国经济有陷入通货紧缩的风险。由于大量的产能需要退出,导致中间需求的萎缩,并且经济刺激政策的作用亦将有限;若货币政策不能及时放松,经济有快速陷入通货紧缩的风险。

对于下一阶段的整体形势,博时基金预测:1、产能的整合、调整和退出是未来经济所必须面对的挑战,在这个过程中会看到一批企业关停并转,这点在浙江广东为代表的出口型中、小企业中已经开始显现。2、以地方为单位的大规模出口制造业的竞争是中国1990年代以来经济增长的重要推动,但目前来看,这一模式正在或将要发生一些改变。博时基金认为,这是一个两步走的过程,首先应该是产能的集中和生产规模的扩大,即产业整合,这一方面可以提高生产效率;另一方面也能削减过多的产能,减少一些不必要的竞争;下一步则是产业升级,在规模做大的基础上逐步提高中国产品的附加值,增加更多创造性的内容。

在这样的调整背景下,博时基金阐述其下一阶段投资的基本思路,即寻找未来需求增长前景平稳,或估值折价足够大并能有较好分红收益的投资标的。

## 嘉实视点

# 投资的起点:承担风险以获取收益



嘉实基金产品经理 陈正实

投资,就是以“承担风险”来获得“超额收益”。过去两年,收益率是投资者唯一关注的话题;今年以来,“投资风险”逐渐进入人们的预期中,也改变了投资者对投资的认识。

## 以分散投资应对个股风险

最令人惊讶的,就是九月份的全美“金融海啸”,由美国两房被接管开始,接着有185年历史的雷曼兄弟宣布破产保护,华尔街投资银行被迫转型或被收购,此外,AIG也濒临破产而接受政府850亿救助,最后美国政府不得不准备7000亿美元的计划,来解决市按揭贷款相

关商品的流动性。不幸持有两房、雷曼兄弟、AIG的股票等的投资者已面临90%以上的损失,但是这样的境况是当初谁能想象到的呢?这就是典型的“非系统性风险”,或称“个股风险”,应对方法为“分散投资”。举例而言,如果年初投资人分散投资在美国金融股,则今年以来下跌31%(计算至10月5日,以道琼斯美国金融指数ETF为代表),如果分散投资在美国大盘股,则今年以来仅下跌25%(以标普指数为代表)。因此分散投资是应对风险的第一步。

## 以资产配置应对系统性风险

投资者可能会说,“我已经分散投资,还是面临极大损失”。以投资A股基金为例,A股指数年初至今下跌60%,但股票方向基金也下跌近50%,虽然基金战胜了指数,但还是难以逃避负收益。这是典型的“系统性风险”,应对方法为“资产配置”。如果年初投资者股票基金及债券基金持有各半,年初至今这样的资产组合下跌24%;更保守的投资者,会根据市场状况及自身投资需求,观察经济周期而动态调整股票基金和债券基金的比例,借由“股债跷跷板”效应来抵御股票市场的系统性风险。

## 是否应该投资?

经过了这一轮A股的深幅调整,以及美国金融市场的突然崩坍,许多投资者不仅受伤惨重,也开始担忧投资市场的高风险,怀疑是否应该继续投资?以股票投资而言,证券价值大多与国民经济发展及行业成长总体水平相关,在经济成长及行业成长没有出现停滞时,证券的价值会不断增加。过去30年,全球经济增长并未停滞,股价指数也屡创新高;虽然短期市场价格会偏离价值,但是长期来看价格与价值还是亦步亦趋。经验显示,过去30年全球股市面临数次大危机,如1971~1975年的全球滞胀、1987年的“黑色星期一”以及2000年的科技泡沫,都不是投资者的末日,股市回稳修正后反而循着经济成长的脉动继续上升,若干明星企业更是乘势而起,坐拥高收益及高股价。因此,长期的经济成长不仅使股票投资产生正报酬,战胜通货膨胀,其收益率也大幅胜过债券市场及货币市场投资。

## 现阶段该如何投资?

许多投资者认为:投资不外乎“买低卖高”,如果股市还有下跌可能,不如现在先卖出,在最低点再买

进吧。这样的投资观念有其道理,但遗憾的是预测高低点是非常困难的。纵观过去100年海内外的投资历史,并没有一位投资大师是以预测高低点而名震于世。“低点卖出、最低点再买入,或是在高点买入、最高点再卖出”的投资方法,就像投资的“双面刃”:如果执行成功则报酬诱人,如果执行失败则悔不当初。由于没人能证明持续具备预测高低点的能力,这样的投资方式事实上承担了巨大的投资风险。

那如何投资才能减少投资风险,增加获取投资报酬的概率呢?投资大师如彼得·林奇或巴菲特,都建议一般投资人坚持“分散投资、资产配置、及长期投资”的理念,也是本文前三段试图阐释的内容。如果我们能做好“分散投资、资产配置”来分散个股风险及系统性风险,就能以较平稳的心态来因应短期市场的波动;减少预测高低点的冲动,坚持长期投资,必能跨越经济周期而获取国家及企业经济成长的果实,赚取投资收益。

