

PIMCO：
中国货币宽松未已 继续看好A股

均衡配置
侧重成长擒“慢牛”

□天相投资 余永健

□莫格洛夫 斯帕季奇 孟原等

全球领先的债券基金公司——太平洋投资管理公司(PIMCO)驻香港的四位投资经理5月中旬发表的最新投资笔记中指出,中国经济会比市场预期得更差,中国2015年的GDP增速可能在6%这一区间的低端,并可能出现温和的通缩压力。不过PIMCO对中国A股市场持乐观态度。

经济增长或在6%左右

PIMCO认为中国的宏观增长前景可能低于目前大家的普遍预期,并继续坚持这样的观点。市场寄予厚望的经济“新常态”是力争增长维持在7%左右。而PIMCO认为,中国经济在2015年可能在6%这一区间的低端,并可能出现温和的通缩压力。

中国还面临房地产低迷滑坡、影子银行去杠杆等问题,而且不能再依赖低工资、竞争性汇率等因素来支持出口的持续繁荣。

中国人民银行今年4月启动了降息、降准等措施来保证软着陆。我们预期中国央行会有后续的宽松措施,包括潜在的资产负债表扩容。

从汇率的角度看,我们不认同市场上关于中国可能启动人民币竞争性贬值、陷入汇率战的观点。PIMCO认为,有两个因素决定了汇率战不现实。第一是中国官方致力于将经济转型到以内需为基础的增长模式;第二是中国正力争使人民币成为国际储备货币。

中国目前一方面继续向国际投资者开放,提供更多的途径和模式,让海外投资者进入内地的资本市场。另一方面也在鼓励本国投资者走向海外。

国际投资者对中国市场兴趣日增。众所周知,中国已经成为世界经济体系中非常关键的一员。中国在国际贸易中的地位举足轻重,同时,如果按购买力评价算,中国已成为最大的经济体,对全球经济增长、通货膨胀和债务平衡都至关重要。

与此同时,中国经济和资本市场对海外投资者而言联系更紧密了。中国政府积极开拓各种途径,对海外投资者开放资本项目,中国投资者可利用的金融工具也在不断地增长。

相应地,PIMCO公司日益重视与中国相关的投资,并逐步提高其在投资组合中的比例。已经从原来的策略性配置(一般是指更宽泛的权益类投资或固定收益策略)提升到了战略性配置。同时,我们组建了一个更大的专门团队来研究投资中国的问题。

四维度考量在华投资决策

中国正处在加速经济结构改革的进程中,深化国内金融市场改革是其关键的一环。经过数十年的强劲经济增长,中国需要更有效率的金融系统,帮助国内过多的储蓄资金回流到实体经济。这就需要一个个有效率的资本市场来配置资金,需要多样化的国内投资者和更多的国际机构投资者的参与。

PIMCO认为,中国有望继续推

进资本账户开放,使人民币成为可兑换的国际货币。我们也期待中国的固定收益市场(目前主要由国债和企业债组成)能延伸到别的领域,开发更多的工具,为国际投资者提供更多的参与中国市场的机会。国际投资者过去主要在离岸市场上H股和以人民币计价的点心债券。

PIMCO认为,随着中国内地市场的开放,有四个因素是投资者必须关注的:流动性、价值、多样性和汇率。

中国内地资本市场尽管规模已经相当庞大,但其流动性水平还不足以支撑与国际市场的全面联通。PIMCO预计中国的流动性水平将会按监管层意愿逐步提升,进程也将提速。这也是我们研究中国市场的理由,并日益重视中国资本市场的价值。

从价值定位的角度看,我们认为较高的实际利率保证了债券的价值,当前债券市场已明确地包含了实际利率较高这一因素。我们看好中国国债的投资价值,以及准国债资产和银行债券。中国内地债券的收益曲线比较平缓,5-7年国债的平均收益约3.3%,这相对于10年期国债3.4%的平均收益水平具有相当的投资价值。在信贷市场上,我们认为短期银行票据(例如一年期银行存款票据等)也具有投资价值。

对中国的A股市场,PIMCO持积极的乐观看好的立场,我们的新兴市场股票投资组合和国际资产配置投资组合已经持有中国股票,在其全球债券、亚洲本地债券和全

球资产配置投资中有持有中国的固定收益资产。

PIMCO目前已经拥有QFII资格,并在努力争取RQFII资格。并通过PIMCO国际债券基金、亚洲本地债券基金和国际资产配置策略,为客户买进了相关资产。而且我们还不断听到客户希望成立一个专门的中国投资基金的建议。同时,PIMCO驻新加坡股票交易部门正在筹备相关产品,力争在不久的将来以PIMCO旗下的共同基金直接投资沪股通中的相关股票。

关于多样化问题,中国的全球经济足迹转化成全球性固定收益投资者,这只是个时间问题。相对于欧美发达市场的收益率持续疲软,PIMCO认为持有更多的中国资产将是很自然的。

有必要注意到,PIMCO对中国内地的利率和信贷市场的评估的一个基本假设是基于汇率稳定的前提下的。汇率稳定有助于减少波动性和投资者的不确定性,我们的汇率稳定预判也是对实际利率预期的判断基础。

PIMCO表示,中国正在积聚财富,并提高其在全球经济的比重。中国内地投资者(包括机构投资者和面孔多元的个人投资者)的队伍正一天天壮大。这些投资者借助策略性(阿尔法 α)或战略性(多元化)投资对国际市场的参与日深,相关政策也在鼓励内地投资者的这种外向型投资,包括QDII、企业层面的QDIE,有限合伙企业层面的QDLP,今后可能推出的个人投资者层面的QDII2。

(李豫川编译)

□博时丝路主题基金拟任基金经理 沙伟

近期市场震荡加剧,热点轮换,牛市之争再起。“一带一路”是目前最大的风口之一,其顺应了中国资本输出的时代需要,由国家自上而下推动,对外输出中国经济发展模式,从外部寻找新的增长红利,重塑全球金融贸易格局;对内推动改革深化和转型升级;推动中国从商品输出国蜕变为资本/标准/金融以及文化输出国,推动中国进入大国崛起2.0版。

我们认为,此轮牛市有两个基础——货币宽松周期与改革预期强化,而改革是最根本的逻辑。过去30年中国经济高速增长,但传统的经济增长模式不可持续,虽经济体量快速增长但供需矛盾加剧企业盈利下滑,股市持续低迷。新一届政府通过反腐和全方位改革,执政能力和执政理念得到全社会认同,改革开始深入人心。而庞大的经济体量使得改革空间和红利巨大,如庞大的银行系统为互联网金融的发展提供了无限土壤,举世无双的工业能力为“一带一路”战略提供了可能性。而股市的上涨又可以反哺实体经济,加快企业和全社会的创新和转型。可以说,本次牛市是过去30年经

济高速增长的一次集中释放,也是社会改革与转型的需要。

因此,我们认为全面的改革催生了全面的牛市,而2014年中以来的A股也体现出明显的轮动特征,“一带一路”为代表的蓝筹和互联网为代表的新兴成长股有明显的跷跷板效应。进入今年二季度,由于较高的累积涨幅、监管层对于市场过快上涨的忧虑、股市对于实体经济的反哺尚未兑现等因素,使得市场轮动加快,震荡加大。我们认为,只要改革预期不变、货币宽松趋势不变,牛市的演绎逻辑不变,那么牛市的方向也不会变。

牛市的风口:由于改革是牛市的主逻辑,因此改革空间最大、改革确定性最高的领域,一定是牛市的风口,包括“一带一路”、互联网+、PPP、国企改革等。而“一带一路”是其中最大的风口之一,其顺应了中国资本输出的时代需要,由国家自上而下推动,对外输出中国经济发展模式,从外部寻找新的增长红利,重塑全球金融贸易格局;对内推动改革深化和转型升级;推动中国从商品输出国蜕变为资本/标准/金融以及文化输出国,推动中国进入大国崛起2.0版。

“一带一路”的国家实力:国

际上对“一带一路”有不少杂音,墨西哥高铁、斯里兰卡港口、泰国高铁等项目都几经波折。我们认为,经过几十年的经济高速增长,中国已具备全球最完善的工业能力,按购买力评价计算的中国GDP已超过美国,并超过了日德法英意这五个老牌工业国家的总和。据国际货币基金组织测算,2014年中国经济增量对全球经济增量的贡献率是27.8%,居世界首位。

另一方面,过去二十年,不少国家经济生活发展水平停滞不前,中国的经济发展经验契合许多国家真实迫切的需要。同时中国有几千年的历史传承,当我们通过模仿和学习西方实现赶超之后,历史经验会帮助中国在最大限度内通过合作、妥协与斗争实现战略目标。亚投行的广受欢迎极好地印证了中国的吸引力和智慧,我们相信“一带一路”战略能够成功。

“一带一路”的受益行业:按照政府的行动路线图,在解决经济发展瓶颈的互联互通问题后,便是促进贸易和投资的畅通,资金的融通,以及最终的民心相通。初期基建相关和配套服务产业会是中国“一带一路”战略的主要载体,而随着中国经济辐射力的增强和软实力的提升,中国制造、

中国创造等所有具备国际竞争力和中国特色的产业都将长期受益。我们持续关注“一带一路”战略,会重点跟踪建筑工程、轨交能源和通讯设备、物流运输、商贸旅游、国防军工、以及文化传媒等相关产业。

“一带一路”的投资含义:“一带一路”是未来几十年的大战略,是一个复杂的系统工程,其实施必然是一个渐进的过程。初期两方面会兑现较快,一是中国最擅长的基建领域,包括交通、能源、通信等基础设施建设,项目落地会最快,企业直接获得海外订单;二是中国为适应对外输出的新形势而做出的一系列改革举措,包括推动央企重组、国企改革、自贸区建设、军工资产证券化、对外签署自贸协定等,这些政策极大地影响了相关行业的供需环境、竞争格局和企业竞争力。过去一年相关股票也取得了很好的收益。

过去一年来,A股整体大幅上涨,“一带一路”相关股票也涨幅显著,但从时间来看只是刚刚起步,丝路基金首个项目刚刚落地,央企重组只落地一家,而中国的资本输出是未来几十年的大方向,未来空间仍巨大。我们会积极拥抱,与投资人共享“一带一路”的伟大征程。

5月初上证指数以快速释放调整需求,随着打新资金的回流沪指开始有企稳迹象,但量能萎缩幅度较大,与之对应的是在质疑声中不断创新高的创业板。从资金角度看,证券账户周开户数规模在4月下旬不断创历史新高后,开始回落,近期30家券商下调证券折算率,上调融资融券保证金比例,以及严控银行配资入市的行为将导致增量资金入市速度明显放缓。从监管层的角度看,4月用增加新股发行速度等调控方式转“蛮牛”为“慢牛”的意图明显,5月市场流动性及高层态度仍是重要关注指标。

我们认为监管层希望慢牛,在经历过4月无间歇式的单边上涨后,监管层通过去杠杆及加快新股发行调控市场节奏,5月初沪指以急跌方式开始释放调整需求,后续或演绎企稳巩固,重回箱体走势。

综合考虑宏观经济、政策、流动性等因素,我们建议投资者保留一定仓位,应对融资盘杀跌而导致市场超预期调整的可能性,基于当前深市强于沪市,成长强于价值的震荡市特点,基金配置方面,均衡配置中侧重成长,同时关注促改革预期下的周期性板块和非银金融板块,以代表未来经济转型、活跃主题型基金作为辅助配置。基金行业配置方面主要加强对互联网+、电商、节能环保、医药、消费、核电、教育的基金的配置。主题投资方面,继续关注国企改革、中国制造2025、新能源等配套政策后陆续出台的题材。

宽松环境下债牛仍可期

从过去4个月经济形势看,制造业全面去杠杆,地产投资下行风险继续加大,而基建投资虽有上升,但受制于资金来源,出口增速出现加速下行,而消费不温不火,经济动能全面衰弱。PPI连续多月负增,企业盈利持续恶化,GDP平减指数出现负增,通缩风险仍存。经济和通胀走势决定放水大趋势,4月再度超预期降准,带动债券指数全线上涨,全月中债综合财富指数上涨1.51%。展望未来,4月全国PMI走平,分项指标指向内需和生产均偏弱,与4月电力耗煤增速弱改善相符;4月地产销量虽有改善,但能否带动新开工与地产投资改善存疑。二季度预计经济仍将寻底,企业贷款利率仍高,去杠杆过程中货币宽松不会缺席,经济面对利率债具有支撑。上周各种传闻频出,反映市场对央行出手解决地方债供给问题保持乐观,宽松环境下债牛可期。

在货币宽松的环境下,利率债行情依然可期;信用债在控风险的政策背景下,产业债会出现分化,但违约风险暴露仍将延续之前“点爆”的方式,风险事件超预期的概率比较低,未来信用利差仍将维持低位。因此,我们仍然认为5月份交易性机会仍然存在,投资者无需过度悲观,建议投资者拉长久期,享受货币宽松带来的交易性机会。对于可转债,赎回潮持续,存量券数量逐步减少,对于转债走势基本与正股趋同,短期虽呈现震荡走势,但长期仍看好转债,在未来的投资中未进入转股期的优质个券及新发转债是较好的选择。

打新对货币利率影响减弱

在股市宽幅震荡的市场环境下,短期内配置选股能力较强的二级债基为宜。从投资者偏好上来看,稳健投资者可以选择债券投资比例适中的利率债基和偏好高等级信用债的信用主题类债基;对于激进的投资者可以选择股票仓位较高的二级债基及可转债债基。

4月由于央行连续下调逆回购利率至3.35%、且超预期降准,释放资金近1.4万亿,受此影响货币利率大幅下降;4月最后一周R007均值下降22个基点至2.47%,R001均值下降29个基点至1.74%;同时IPO中签率下滑,打新收益率随之下降,市场已逐步习惯每月打新节奏,降准后流动性充裕,打新对货币利率影响减弱。长期来看,货币利率低位无忧,货币基金的收益也将继续下降。