

# 2015年“建设银行基金服务万里行·中证金牛会”活动启动

## 把握经济新常态 掘金牛市新阶段

□本报记者 黄淑慧

在经历了6月底7月初的风云跌宕之后,下一阶段的A股市场将如何演绎,投资者如何在全球经济新常态下把握投资机遇?7月25日,2015年“建设银行基金服务万里行·中证金牛会”活动在上海启动,首场活动由中国建设银行、中国证券报和华宝兴业基金共同主办。

活动现场,中国建设银行上海宝钢宝山支行个人客户部陈慧勤经理在致辞中表示,华宝兴业基金与建设银行的合作关系源远流长,早在12年前的2003年,华宝兴业基金成立之初,就在建行托管发行了宝康系列基金,

其中包括业内首只行业基金——宝康消费品基金。这12年可谓是大家共同成长的12年,不少建行的客户分享了这只基金成长过程中的收益。如今,投资者所处的经济环境和股市环境愈加复杂,他们急切需要借助投资专家的力量规避投资风险、巩固投资成果。

华宝兴业基金管理公司常务副总经理韦历山(Alexandre WERNO)表示,截至7月24日,华宝兴业基金资产管理规模超过1700亿元,涵盖了股票型、混合型、债券型、货币型、QDII等各产品类型。其中,华宝添益场内货币基金规模超过千亿元,是国内最大的场内货币基金。公司除了传统业务,还在继续开拓CTA、量化投资等

类型产品,为投资者提供更为多元化的选择。

随后中信证券全球研究部主管及全球首席经济学家彭文生,以及华宝兴业基金国内投资部总经理闫旭分别从宏观经济和A股投资的角度,与现场听众分享了他们的观点。

此次“建设银行基金服务万里行·中证金牛会”活动已是中国建设银行与中国证券报的第五次携手。自2010年开始,双方与金牛基金管理公司合作,围绕国内外经济走势、市场投资机会、投资者如何选择基金等热点问题,在全国多个重点城市举办金牛基金巡讲系列,得到了资本市场和投资者的广泛关注。



## 彭文生:通过改革破解需求不足

### 下半年政策维持宽松态势

彭文生表示,过去几年,我们似乎发现经济周期消失了,经济增速呈现持续下行态势。这不仅发生在中国,事实上全球主要经济体包括美国、欧洲、日本都是如此,总体而言经济增长十分疲弱,波动很小。全球经济处于低增长+低通胀环境中,甚至面临通缩压力。这意味着,经济的下行压力主要是需求不足,而非供给不足,过去几年各国政府竞相推出宏观宽松政策,但效果有限,政策刺激带来的经济反弹难以持续。

短期来看,中国经济下半年的总需求下行压力难以逆转。今年上半年总需求增速只有3%左右,只有名义GDP增速的一半左右。最近市场对于猪肉价格上涨会否引发通胀讨论较多,这次情况与往年不同。过去“猪周期”与宏观经济周期基本一致,猪肉价格上涨发生在需求上升的时候,而这次猪肉价格的上涨是由供给减少引起,对于CPI短期会有些冲击,但掩盖

不了总体经济需求较为疲弱的态势,因此不会对货币政策产生多少影响。日前公布的财新PMI数据低于预期,显示制造业增长进一步放缓的趋势。这其中既有信用扩张持续放缓、企业实际融资利率处于高位的因素,也存在有效汇率大幅升值拖累出口的原因。

在此背景下,彭文生判断,下半年宏观政策将维持宽松态势,货币政策将保持宽松流动性,继续降准甚至降息都存在可能性,尤其会采用一些结构性货币政策降低低端利率。财政政策也将加大扩张力度,增加预算内的支出,加快政府项目审批和投放,同时加大地方政府债务置换力度。如果1万亿元的第三批地方债务置换计划推行,则意味着全年用于置换地方政府存量债务发行的地方债规模将达3万亿元。这将有助于改善地方政府财务状况,推动基础设施投资。

### 金融周期步入下半场

对于如何看待中期经济走势,彭文生表示要考虑金融周期对实体经济

的影响。过去十多年,房地产繁荣与银行信贷扩张互相促进,成为中国经济增长的重要驱动方式。而这种扩张于2013年达到顶点,现在进入到金融周期下半场调整阶段。这种调整体现在两个方面,一是房地产开始走下坡路,二是广义信贷增速放缓,两者叠加将对实体经济构成冲击。从美国的例子来看,其金融周期于2007年至2008年见顶,随后几年经历了痛苦的去杠杆过程。所不同的是,美国主要是家庭部门去杠杆,表现为减少消费,中国主要是企业部门去杠杆,表现为降低投资。从这个角度而言,未来两三年整个经济的总体需求因为去杠杆和房地产的调整,也会承受下行压力。

彭文生表示,从人口红利消退角度来讲,房地产最好的时光已经过去,未来是如何调整、调整节奏多快的问题。作为投资者而言,不能低估人口结构对于投资回报的影响。近年来,中国劳动力增量已经大幅下降,预计在“十三五”期间会看到劳动力绝对数量减少。劳动力的减少将抑制投资需

求。虽然生产者/消费者比例下降将提升消费占经济的比重,但并不意味着整体消费增长率的上升。与此同时,收入分配差距处于高位也成为全球性现象,贫富分化将抑制消费需求。综合人口老龄化、贫富差距、金融周期下半场去杠杆等因素,未来几年中国整个宏观环境面临储蓄过剩的问题。消化过剩储蓄有两个渠道,如果转化为国内投资,利率将呈现下行趋势;转化为国外投资,汇率则面临贬值压力。

如何破解经济需求不足的问题,他表示,出路在于改革,三方面改革对促进未来经济增长有所助力。一是计划生育政策需要根本性转向,如果全面放开二胎生育,同时增加公共服务鼓励生育,生育率的回升短期将拉动需求,长期将增加劳动者供给。二是财政税收制度改革,应当以促进公平为导向进行改革,如降低增值税,引进房地产税。三是政府主导投资于人口年轻的经济体,若干年后这些投资产生的回报将支撑我们未来的消费。“一带一路”、亚投行等措施如果得到切实推动,也将改善中国经济。

## 闫旭:三季度将是震荡分化市

于政策维稳救市的“信心底”。

她表示,从宏观面而言,经济自2012年以来进入窄幅波动区间,没有拐点有反弹,预计今年三四季度经济将迎来企稳小反弹,经济回升的动力来自阶段性的房地产链条从销售向投资的传导。而宏观政策方面,将呈现货币政策边际弱化,财政政策边际强化的特征。

从资金面来看,边际力量强弱变化将决定市场波动方向,未来的新平衡将是资金供需均收缩的紧平衡。从资金需求来看,目前暂缓的再融资和IPO会逐步放开,杠杆资金正在去化过程中;从资金供给来看,可以观察公募基金的申购、保险资金和券商自营的动向、产业资本增持等。外部变量上,则需要考虑美国加息预期兑现、欧洲希腊危机演化等因素。她提醒下半年需要关注的不确定因素在于美国加息。市场普遍预期加息的时点在12月,美元加息对风险偏好、资金回流均会产生重要影响。

对于中长期市场,闫旭从长周期看,牛市难言结束,基于权益资产配置的大逻辑仍在,改革转型仍是内生增长的动力,对长期市场表现保持相对乐观。从数据上看,居民储蓄存款的增量

回落程度显著,该趋势预计会在较长时间内持续。中国居民家庭财富结构会随之发生巨大变化,原先房地产占65%左右的权重,存款及现金占21%,包括股票、信托、理财等在内其他金融资产只占14%。回落的存款增速去哪儿了?一定是到其他金融资产里去。如果说房地产的黄金十年已经过去,那么未来将是财富管理的黄金十年。另一方面,从中国经济改革转型角度看,国企改革还没有真正开始,前期只有部分央企和地方国企完成了资产整合或混合所有制改革,改革尚未行进到深层次阶段,同样新兴产业的发展也在进程中,中间会出现波折,但不可能戛然而止。

### 震荡中调整结构

对于三季度的具体投资策略,闫旭表示,市场大幅调整之后往往带来风格的变化,将在市场震荡中调整结构,选择估值与成长性匹配的个股,并积极参与重点主题投资机会。

她表示,从估值来看,目前所有申万一级行业PE(TTM)来看,估值均高于历史平均水平,创业板的估值更是“想说爱你不容易”。不仅如此,不少中

概股已经在回归路上,新三板挂牌数目迅速增加,上交所会推出战略新兴产业板,未来公司供给量将显著放大。而注册制会在适当时候启动,这些都是影响市场整体估值体系的重要因素。

在此情况下,类似于上半年只要沾个概念就能大涨的局面将不复存在,一方面市场情绪回落,另一方面可比公司越来越多,产业迭代速度快,可能两三年内某一细分领域就从蓝海变成红海。因此,在下一阶段震荡行情中个股之间的分化将十分剧烈,一些优质公司能够走出持续上行行情;还有

一部分公司虽然成长性不错,但估值偏高,未来一两年可能就是区间整理行情;相当一部分小公司则面临震荡下跌走势。事实上,从近期创业板的业绩表现来看,分化趋势已经明显。作为机构投资者,需要以长远眼光判断细分产业的未来发展趋势,寻找具有穿透力、能真正走出来的公司。

主题投资方面,闫旭表示,下半年重要事件密集发生,对改革转型方向意义重大,可以积极参与,重点关注国企改革、区域经济(例如京津冀、西藏)、十三五规划等。

□本报记者 黄淑慧

华宝兴业基金国内投资部总经理闫旭与现场投资者分享了公司三季度投资策略,她表示,在经历了6月中下旬至7月初惊心动魄的行情之后,未来市场将呈现区间震荡和个股分化的走势。投资上将采取“重结构、选主题”的策略,注重精选个股,同时积极参与主题投资。

### 资金边际变化决定波动方向

对于近期的市场,闫旭认为,市场将呈现区间震荡、个股分化的走势。向上的顶在于估值体系的重建,以及筹码的重新分配;向下的底则在

下期巡讲预告

8月1日 山东

主办方:中国证券报 中国建设银行

承办方:南方基金管理公司

中国证劵报

中国建设银行

南方基金

责编:殷鹏 美编:尹建 本版图片均为本报记者 李良 摄