

## 减速增量的流动性

### 市场回顾与展望

A 股市场在经历了两个月的下跌之后在 6 月迎来一波上涨，我们相信一部分是因为 MSCI 决定将 A 股纳入其指数后市场的正面反应。整个第二季度，上证指数仍然下跌 0.93%，而恒生国企指数则上涨 0.89%。

中国经济在第二季度继续保持稳定。官方制造业采购经理人指数（PMI）从 4 月份的 51.2 稳步上升至 6 月份的 51.7，同时，官方非制造业 PMI 也从 54.0 上升至 54.9。第二季度生产者价格指数（PPI）从 4 月份的同比上涨 6.4% 降至 5 月份的 5.5%，但 6 月数据显示 PPI 并未继续下滑，而是与 5 月份基本持平。消费者价格指数（CPI）在 2017 年第二季度保持同比 1.4% 的上涨。

在经过了几次资本市场国际化的努力后，MSCI 最终决定将 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数。此举会促使全球的投资者在未来更关注 A 股和 H 股，这会对未来资本长期持续流入中国证券市场产生深远的影响。考虑到国际投资者的偏好，最受益的会是那些具有全球竞争力和可持续发展潜力的中国企业，而这样的企业也正是我们基金投资的重点。

在国家创新驱动战略的支持下，中国在 6 月份发布的 2016 年全球创新指数中排名第 22 位，这是中等收入国家第一次跻身世界创新型经济体的前 25 名。根据世界知识产权组织的数据，2016 年中国专利申请数量已达 101 万件，这也是我国创造力有所突破的有力证明。我们预计“创新”将继续帮助中国企业持续提升全球竞争力。

### 长期投资观点

我们曾在去年 2 月《将资本引向实体经济》的报告中讨论过资本错配的问题。经济的基本面如果没办法实现真正的转型，扩张的货币政策所带来的流动性会被生产率较低的部门浪费掉，只有加强金融业监管和结构性经济改革才能扭转这个局面。过去两年，政府已经加大了监督力度，以确保金融体系的长期稳定和安全，监管机构也采取措施来遏制投机性财务杠杆，这一系列措施表明政府确实希望把经济转型引向正确的方向。

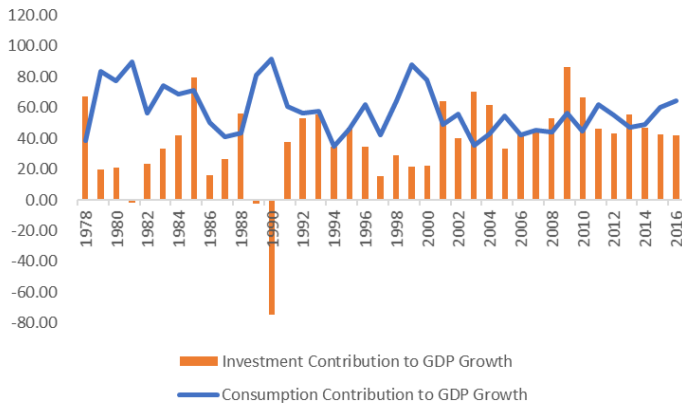
在这样的政策环境下，流动性全面收紧不可避免，而且会持续下去。于是，投资者开始担心流动性增长放缓是否会对中国经济增长产生负面影响。

我们则认为流动性的绝对数量对我们 GDP 的影响将变得不那么重要，反而效率才是关键。因为首先，中国的经济结构已经逐渐从以制造业为导向转向以服务业为导向，后者并不需要如此庞大的资本支出。其次，过去闲置资金在金融体系内周转造成了浪费，金融体系中的去杠杆化可以帮助挤出过去投机性的空转，并将资本重新转移回实体经济。另外，企业过去更依赖于银行贷款这种间接融资方式，而现在更多的转向资本市场等直接融资也可以提高资本使用效率。

### 资本对 GDP 的贡献在降低

近年来，我国逐渐从制造业导向向服务业导向转型，消费已经成为 GDP 最重要的贡献因素。

图 1：GDP 增长贡献



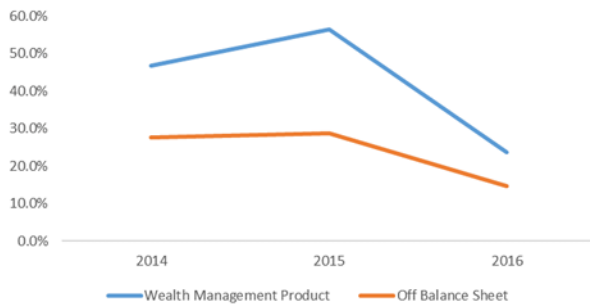
数据来源：国家统计局，彬元资本

服务业的轻资产商业模式相比制造业来说，通常需要更少的资本支出。服务业的资产周转率也普遍高于制造业，相应的成本也比较低。随着服务业在经济结构中占比的增加，产生单位 GDP 所需要的流动性也比过去要低。

### 金融体系去杠杆

一些金融机构通过长贷短存等期限错配来获得资本回报，而多重杠杆的使用可能会进一步放大收益率，这些方式都会增加资本的脆弱性和金融体系的风险。逐利的投机资本则用来投资理财产品（WMP）和其他形式的表外业务。

图 2：WMP 及表外业务增长率



数据来源：中国人民银行，彬元资本

监管机构已经采取了一系列的措施，比如在宏观审慎评估（MPA）中涵盖 WMP，以确保金融体系的稳定和安全。如图 2 所示，去杠杆的努力已经初见成效，表外业务的增长速度开始下降。我们认为，严格的监管力度将持续下去，银行间存款也可能将纳入 MPA 管理，这有助于进一步控制表外业务的规模。投机性的流动性空转会进一步抑制和消除，转而流向实体经济，特别是高附加值和高生产力的领域。

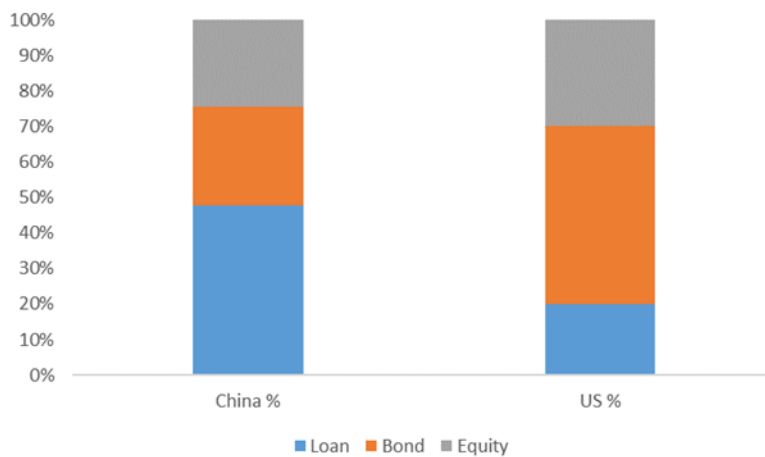
### 提高资本配置效率

间接融资是一种依赖中介银行分配资本的融资方式。相比之下，更市场化的债券和股权等直接融资方式可以比银行更有效的完成资产配置。

与美国相比，中国的融资结构仍然侧重于间接融资和银行贷款。从图 3 中可以看到，银行贷款占中国融资需求总额的 50%，而在美国只有 20%。

监管机构正在通过加强监管来保持金融体系的健康发展，也同时促进资本市场的可持续发展。我们认为，拥有高附加值和生产力的中小企业的融资需求可以越来越容易地在资本市场上得到满足，资本错配问题也可以在未来得到更好的解决。

图 3：融资结构比较



数据来源：万得，彬元资本

### 小结

总而言之，我们有信心中国的经济将继续保持有质量的增长，取代以往纯量的扩张。资本的使用效率在未来会比资本的体量更为重要。市场驱动的改革和严格的监管将有助于提高这种效率。股票市场会在资本配置中发挥越来越关键的作用，从而为中国经济的可持续发展铺路。那些具有较高净资产收益率和高附加值的公司将吸引到更多资本，从而为股东带来高回报，这些高质量的标的将成为我们的投资重点。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

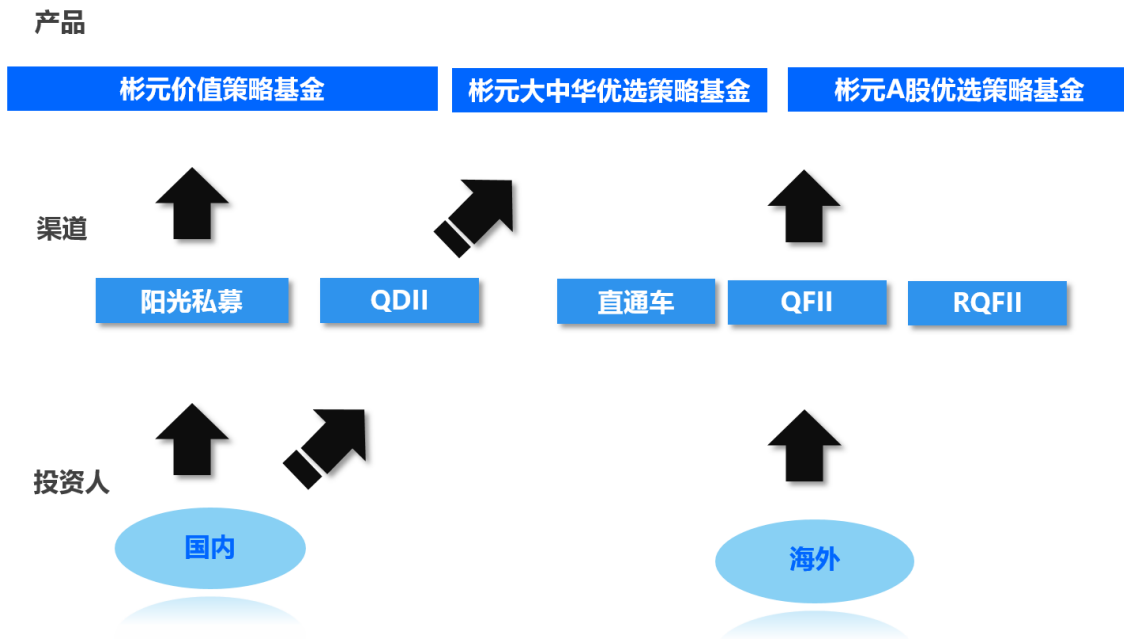
彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，分别/同时管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【彬元资本】微信公众号：  
binyuancapital



➤ 产品架构:



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: [CR@binyuancapital.com](mailto:CR@binyuancapital.com)