



# 转型——2011年关键词

东吴基金管理公司总裁 徐建平

2010年眼看着将绝尘而去,2011年已近在眼前。

2010年注定不同寻常。这一年,世博会向全世界彰显我们国家强大的实力;这一年,世界范围内的消费紧缩与国内经济的持续发展形成鲜明对比;这一年,我们的经济突然成为了世界的标杆,我们的一举一动都被全世界所关注;这一年,我们突然站到了世界的最前沿。

同样是这一年,全球用动荡不安的经济形势告诉世人,金融海啸余波的威力是多么巨大。这一年欧元区遭遇前所未有的考验,各国货币竞相贬值,区域政治的不稳定因素不断增加,经济复苏之路坎坷不平。这一年,国内的经济形势受到了前所未有的挑战,四万亿投资的强心针过后,国内经济的增长逐步回归常态,通胀压力却有增无减。从很多角度来看,这都是不容乐观的一年,市场用指数的震荡下行对这一年作了注解。

这是一个最好的时代,也是一个最坏的时代。然而,这一切的错综复杂、跌宕起伏都不能掩盖2010年所带给我们的明确而重要的启示,也不能掩盖重要的2010年为未来的2011年所作的全部铺垫。这个启示就是转型,这个铺垫就是切实地将转型期经济走到底。

2010年让我们对自己的认知变得更为清晰。国家经济在过去习惯了高增长猛进之后在经济危机中打了一个弯,让我们看到我们原有的经济发展模式已经发挥到了极致,难以继。

然而内需却迟迟无法成为我们

发展的内生动力。我们的收入分配严重失衡,这种失衡已经影响到可持续发展。人口红利、土地红利、全球化的红利,这三个经济增长点都在衰减。在人口红利上,一方面劳动力不再廉价,另一方面,高考人数又在下降,这决不是一时一局的下降,而是一轮下降周期的开始,它预示着我们将慢慢进入老龄化社会,整个社会的整体人口结构都将逐步发生质变;在土地红利方面,目前已经演化为尖锐社会问题的房地产业已告诉我们,土地红利我们也同样吃得差不多了;在产业结构方面,制造业一独大,然而我们所依赖的制造业却始终处于价值链的最低端……

如果我们把眼光放得更远,从全球情况看,自第三次科技革命之后,长周期增长动力日益衰减,这逼迫发达国家通过泡沫经济来拉动发展,全面导致了一系列房地产业危机、金融危机并将危机最终蔓延至全球实体经济体系中。由于每轮科技革命都为经济增长带来了长期的增长动力,因此全世界都在找新的技术,全球经济都在转型,如何在新一轮全球分工占得先机,如何在后危机时代构筑国家经济优势,这是未来的新时代赋予我们的重要使命。

这是又一次摸着石子过河地尝试,2011年看上去充满各种可能性,经济增长常态化?结构调整加速深化?通胀压力长期化?然而种种憧憬之下,总有一股渴望发展的力量指引着我们前进,总有一个关键性的主题词——转型——坚定地指导着我们的工作。

转型是一场变革,是一次长期增长动力的切换。在2010年国家全面

确立转型期经济思维之后,2011年作为“十二五”规划的首个重要年份,必将承载更多的使命与期望。

转型的任务任重而道远:一要将国家经济发展趋于“内外”平衡,目前我国经济主要靠出口拉动,对外依存度非常高,但每一个真正的强国都通过内需驱动经济,只有这样才能真正实现我们中华民族的伟大复兴;二要靠此构建国家竞争优势,从中国制造转变为中国创造,创造更高的产业附加值,占领微笑曲线的两端高点;三要真正做到经济的可持续发展,重点发展低碳、节能、环保等方面的产业。

转型的实质是由“外”向“内”的转变,挖掘自身的消费能力,进入消费型社会;是由数量向质量的转变,从考核注重GDP到关注和谐、关注民生、关注幸福度;是由粗放式的发展模式向集约化的发展模式,目标是将经济增长纳入轨道,强调内生性增长和创新驱动。内生增长主要是拉动国内消费,创新驱动主要就是占领新兴产业、技术创新高地。

我时常在思考,假如转型的是必然的,那么转型的方向究竟在哪里?我们经历了一整轮从互联网推动到房地产推动的动力转换,那么能够真正书写下一轮历史的技术创新力又将是什么?我相信只要不断地推进转型期经济建设,答案总有一天会自然出现在我们面前。

假如说2010年是转型元年,那么我希望2011年将我们引入一个崭新的时代。

徐建平

## 找准自身定位 走精细化发展道路

富国基金管理公司总经理 窦玉明

从第一只封闭式基金发行,到行业总规模近三万亿,中国基金业从无到有,已经走过了12年光阴。在过去的12年间,中国基金业的年复合增长率达到了47%,美国这一数据为5%,全球的平均增长速度是7%。

经历了最初的爆发性发展之后,基金行业正步入稳步增长期。在满足了对基金产品的基本需求,投资人正变得更加理性。基金公司需要在自己擅长的领域,制造出更有特色的产品,拥有更加优秀的业绩表现,提供更专业的理财服务。

在基金产品日趋同质化的今天,那些有特色的,填补市场空白的,能抓住某一领域投资机会或满足某一理财需求的产品,正受到追捧。

与此同时,投资业绩也变得更加重要。研究显示,业绩越好的基金,的确带来的赎回越大,但申购量更大。投资人对基金1年以上的业绩更为敏感,牛市里业绩对申购行为的影响力比熊市更为显著。

另一方面,近几年间,基金公司的业务正变得更加多元化。券商统计显示,2007年至2008年间,在基金公司的管理费来源中,企业年金、社保以及专户理财的贡献比重在增加。在美国,公募与非公募业务对基金公司的利润贡献各占一半。

富国基金需要知道自己在哪些方向可能生产出业绩最优秀的产品,为它找到合适的客户人群,并加大投入,以期能在这些领域步入行业前列。

目前,成长股投资、债券投资、量化投资领域,以及针对大客户的绝对回报策略,都是富国基金关注的方向。我们希望挑选出现在擅长的、或是未来能管理好的投资策略;在客户端,将这些策略通过最好的产品形态和最合适的销售渠道推广出去,并且能为特定的投资者所接受。

回顾2010年间,富国基金在固定领域保持了一贯的优势,封闭式债券——富国天丰获得了逾16%的收益,在债券基金中名列前茅。随着市场风格转换,富国基金在成长股投资方面的优势亦得以显现。富国天惠在同类产品中半年期业绩领先。国内第一个采用主动量化方法进行增强的指数型基金——富国沪深300,成立以来获得了近5%的超额收益。目前,富国还将推出上证综指ETF,为投资人提供一款便捷、精确的投资工具。这将是国内第一个采用优化抽样方法进行复制的ETF产品。

岁末年初,在行业12周年之际,展望未来,除了清醒地评估竞争,我们更充满了信心。2009年底,中国基金资产总规模全球排名10,占比仅为1.7%,还不到全球最大资产管理公司的37%。我们相信,伴随着经济腾飞,中国基金业的增长潜力依然广阔。

窦玉明



朱平

朱平:兔年股票投资备选库,也是最容易有机会出牛股的地方最可能集中在IT、医疗、消费、高端制造这四大行业。



徐建平

## 兔年四大投资机会

广发基金公司副总经理 朱平

每年股市都出许多牛股,这些牛股在每年年底时看来都是有迹可寻的。展望2011兔年,除了把握周期类股票的反弹之外,按国家新兴产业投资主题,同时观察美国股市目前市值结构,是一个既简单,又实用的线索。

既然中国将来很可能成为第一大经济体,中国与美国一样地广人多,那么中国将来各行业占股市的比重和美国大致相同。简单统计对比发现:美国的IT产业市值占18.8%,而中国只占4%;美国健康护理市值占12.1%,中国只占3.9%;美国的必须消费品市值占11.5%,中国仅占5%;美国工业占10.3%,原材料只占3.4%;而中国的工业市值占16%,原材料行业市值却要占11.4%。

从以上四组数据可以得出两大结论:第一个是中国的IT产业空间最大,医疗保健和消费两大产业未来也有较大发展空间,其余行业中国要么超前发展,要么与美国比例相当。

第二个结论是美国每单位市值的原材料可以增加2倍附加值的工业,而中国每单位的原材料只能增加0.5倍附加值的工业,中国对原材料的依赖程度很高,未来可能逐渐减少对原材料的依赖程度。

以此为线索,兔年股票投资备选库,也是最容易有机会出牛股的地方最可能集中在以下四大行业。

首先是IT行业,包括IT软件和硬件。美国IT市值在所有行业之中是最大的,这和IT行业标准以美国为主导制订有很大的关系,在中国成为世界第一大经济体的过程中,越来越多的标准将会由中国制订或参与。

例如IT业中的以互联网为核心的信息网,其中的上市公司需要进一步

步挖掘,其中可能会有更好的投资机会。IT中的细分行业选择也非常重要,比如移动互联网是通讯中最重要的一个事件,其中的内容提供商有望在兔年取得快速发展,2010年移动互联网内容提供商发展比较缓慢,明年发展将明显提速。

其次是医疗行业,2010年投资机会主要是在医疗普及方面。未来药品集中生产和药厂的整合有望给优势的医疗企业带来第二次大发展机会,国际先进的药物企业也是基金关注的重点,如果有超级企业能成功研制出国际先进的药物,将成就医疗业第三次大幅增长。中国人未来将更加努力工作,劳动生产率也会越来越高,收入提高后在医疗保健领域的需求将非常强烈,从而带来医疗行业的良好发展空间。

消费行业也是兔年投资的重点。在高端消费这一个领域,中国的企业正在从消费产业链的下游领域,逐渐向消费产业链的上游领域去延伸。酒的消费在2010年被市场挖掘,白酒类上市公司成为市场热点。除白酒外,还有很多消费有望成为兔年股市的消费行业热点,例如女性消费的时装、包等用品。

最后是高端制造业。在中国的附加值制造业可能面临更多压力,高附加值的制造业几乎是唯一可以快速增长的制造业。比如高端制造业中最顶尖的大飞机,中国还造不出来大飞机及其发动机,顺着高端制造领域去看,更适合精选个股,自下而上”选择其中的优秀股票。

朱平



陆文俊:2010年是以大金融为代表的传统产业与新兴加消费产业的估值大分化,2011年可能是新兴加消费产业内的估值大分化。

## 估值中枢稳定 个股差异扩大

银华基金公司A股基金投资总监 陆文俊

回顾即将过去的2010年,我们看到上市公司估值上的差异在不断扩大,已经创了历史新高。展望明年,这种分化会继续进行。大盘股还是较难有大的行情,而新兴加消费主题,也就是所谓的小股票里面,又会进行更细的分化。那些依靠“讲故事”而获得暂时估值泡沫的企业,在泡沫破灭后股价会大幅下降。

展望2011年的A股市场环境,我们认为中国经济社会战略转型的大背景没有变化。但经济刺激政策的负面效果也开始显现。这种负面效果集中体现为过多的流动性对商品价格的冲击。通货膨胀成为明年(尤其是上半年)经济政策的主要矛盾。政府的价值取向偏向于防通胀与调结构,中央经济工作会议确定的政策基调是“积极的财政政策与稳健的货币政策”。因此,明年的整体货币环境的趋向是偏紧的。但在宏观调控多目标的平衡和制约下,货币环境的收紧程度和节奏存在较大不确定性,再加上国际政治经济格局的角力,明年通胀存在阶段性失控的风险,并且进而引发政策被动超调。在这种背景下,资本市场的投资者情绪

和业绩预期都可能发生较大波动。

将眼光放长一些,不纠缠于经济政策的短周期波动的话,我们认为A股市场在整体估值中枢稳定下,将出现个股估值差异的扩大化。只要劳动力成本上升和经济面临转型压力的大趋势没变化,中国经济可能在相当长的时间内持续面临着增长速度下降、通胀水平较高的环境。经济整体增速下滑使上市公司整体业绩增速下降,同时全球低真实利率环境使资本要求收益率维持低位。二者共同作用下,A股市场的整体估值中枢可能在目前水平上维持基本稳定。但在整体增速下滑中,仍具有业绩高成长的行业和个股将享受较高的估值溢价,甚至出现局部的估值泡沫。

所以分化可能成为今明两年资本市场运行的核心关键词。2010年是以大金融为代表的传统产业与新兴加消费产业的估值大分化,2011年可能是新兴加消费产业内的估值大分化。一方面,一部分估值偏低的稳健成长型的股票具备了投资价值,甚至在某些阶段会表现出明显的超额收益。另一方面,比较大的波动将发生在新兴加消费产业。在资金的追逐下,相当多的上市公司已经被市场赋予了乐观的业绩增长预期和较高的估值水平。

但是能够真正实现高成长的企业将是少数,那些依靠“讲故事”而获得暂时估值泡沫的企业,在泡沫破灭后股价会大幅下降。只有那些能够用财务数据证明自己的核心竞争优势和成长性的企业,才能持续的享受较高的估值水平。所以我们既要通过挖掘和持有这些高成长个股来获得这种溢价收益,又要非常警惕市场在某些时段出现的估值泡沫破灭风险。

我们将坚持做一个价值投资者,绝不会去背叛一些基本的原则。作为大资金管理人,不会因为短期波动去频繁的波段操作。我们的操作始终严格地遵循价值投资原则,抵抗“交易冲动和短期机会的诱惑。碰上了中国经济不断蓬勃生长的年代,我觉得我们是幸运的。价值投资本身是一种信仰,我们要相信美好的事情总会发生。

陆文俊