

■摩根天下 | J.P. Morgan View |

## 日本外向型企业 将受益于亚洲经济蓬勃

国际媒体近来对日本经济非常关注，原因是近期公布的官方数据证实日本作为全球第二大经济体的位置已经被中国所取代。对于全球投资者来说，真正需要关注的并非其世界排名下滑，而是日本经济以及企业盈利的前景。摩根资产管理认为，尽管若干结构性因素仍将压抑日本本地经济，但日本外向型企业却有望成为新兴亚洲蓬勃发展的受益者。

根据日本当局发布的数据，2010年四季度日本实质本地生产总值按年下跌1.1%，倒退幅度低于经济师的预测中位数2%。数据下跌的原因是出口放缓及政府刺激方案期满，私人消费、公共投资和出口在期内分别下跌2.9%、21.1%和2.8%。同时，日本2010年12月份核心机器订单较11月份增加1.7%，为4个月以来首次上升，但升幅却比市场预期逊色。

此外，经济观察家调查当中的整体景气指数在过去两个月稳步回升，在1月份只是稍见回落，目前指数报44.3，虽然低于2010年12月的45.1，但远胜过2010年四季度43.0的平均值。去年6月至12月期间连续下跌的每月消费意愿指数也已由2010年12月的40.1上升至2011年1月的41.1。

展望未来，虽然日本失业率或正在逼近顶部，通缩情况也有可能从最坏情况开始复苏，但财政困境和老龄化趋势等结构性问题仍然将继续困扰日本本地经济。截至去年底，日本未偿还公共债务创下9192.2万亿日元的新高，较去年9月底增加1.1%，相当于日本名义本地生产总值的194%；在未来20年当中，日本65岁以上的人口比例也将从目前20%升至30%。

不过，尽管本地经济疲弱，但日本的对经济却在持续回暖，推动出口企业盈利实现复苏。日本企业此前努力削减成本以支持盈利增长，部分企业的边际利润已经回升甚至超越历史高位水平，这在一定程度上帮助出口商抵消日元升值所带来的不利影响。

依靠新兴亚洲经济的强劲增长，日本企业的出口销售反弹。根据日本财务省的统计数据，截至去年底，亚洲市场在日本出口总额中所占的比例已经超越美国和欧盟之和，高达54%。其中又以中国内地居首位，份额达到18.8%，香港和台湾亦分别占据5.4%和6.1%。

尽管日本制造业在本地生产总值中的份额仅为19.4%，但该类市值却在股市当中占到56%。因此，若能对日本股市进行专业审慎的选股，投资者有望把握外向型企业盈利复苏所带来的机会。由于日本股市的估值已从历史高位大幅回落，以市账率计算比国际同业更具吸引力，再加上日本企业不断改善的基本因素，格外看好受益于亚洲经济欣欣向荣以及美国复苏的日本企业。

# 套利 套利！基金社保争相杀入定向增发

### 大基金公司成主力军，中小基金热度升温，社保频频现身重金参与

证券时报记者 朱景锋

自去年11月中旬以来，由于投资者对通胀的担心不断升温，央行接连出台紧缩货币政策，从而引发股市大幅下跌和波动。但基金整体上并未因此大幅减仓，更多的是致力于持股结构调整和挖掘个股机会。其中，参与非公开发行成为基金以相对低价投资目标个股的重要方式。

据统计，从去年12月至今，基金管理的投资组合频频出现在上市公司增发认购名单中，虽然实力雄厚的大基金公司仍然是参与的主力，但一些中小公司也十分活跃。致力于长期投资和价值投资的社保基金组合也成为参与增发的重要力量。而借助增发进行套利成为不少基金的重要策略。

## 大基金公司参与增发一马当先

据WIND资讯统计显示，从去年12月至今，基金等特定机构投资者可以参与的非公开发行项目共达37家，其中有基金公司管理的投资组合共投资了27家之多，占比高达73%，可见，对本轮上市公司增发潮，基金参与热情颇高。

从参与基金的家数看，今年1月5日完成增发的柳工无疑最受基金青睐和追捧，共有易方达、南方、诺安和中邮创业等四家基金公司旗下投资组合参与认购，柳工增发也成为参与认购基金公司家数最多的。此外，上海汽车、华联股份、国统股份等公司的非公开增发也受到追捧，各有三家基金参与认购。

由于管理基金数量众多，资金规模较大，大型基金公司从来都是基金业参与增发的主力军，本轮增发潮同样如此。据统计，易方达基金成为参与增发次数最多的公司，从去年12月至今，该公司旗下包括社保组合和专户组合在内的各类投资组合共参与了上海汽车、天士力、华鲁恒升、太原重工、江中药业、国统股份、柳工、黔源电力、黑猫股份等公司增发。也就是说，平均每三个有基金参与的增发项目，其中就有一个为易方达参与。显示出易方达基金对低价参与增发的热衷，这也符合该基金对个股价值挖掘的看重。

在易方达之后，兴业全球基金参与了7家公司增发，位居参与增发次数第二名，嘉实基金则参与了

6家公司增发。这三家基金公司参与增发次数远远超过了其他公司。相比易方达和嘉实两大巨头在增发项目上的攻城略地，其他巨头公司则显得较为谨慎，其中规模最大的华夏基金仅参与了华联股份和国统股份两家公司增发，博时基金则仅参与了华孚色纺和上海汽车增发，南方基金更是仅参与了柳工增发。广发、大成、富国、华安、鹏华、工银瑞信、诺安、国泰、海富通等大型基金也均参与了一到两家公司增发项目。

值得注意的是，虽然以易方达等为代表的大型基金是基金参与增发的主力，但本轮增发潮中涌现出几家积极参与增发的中小公司，像信达澳银基金就先后参与了飞亚达A、丰乐种业、深圳惠程等三家公司增发，和信达澳银规模相当的新华基金最近接连参与了洪城水业和国中水务等两家公司增发。去年规模大幅增长华商基金则参与了深圳惠程、江中药业和国脉科技等三家公司增发。

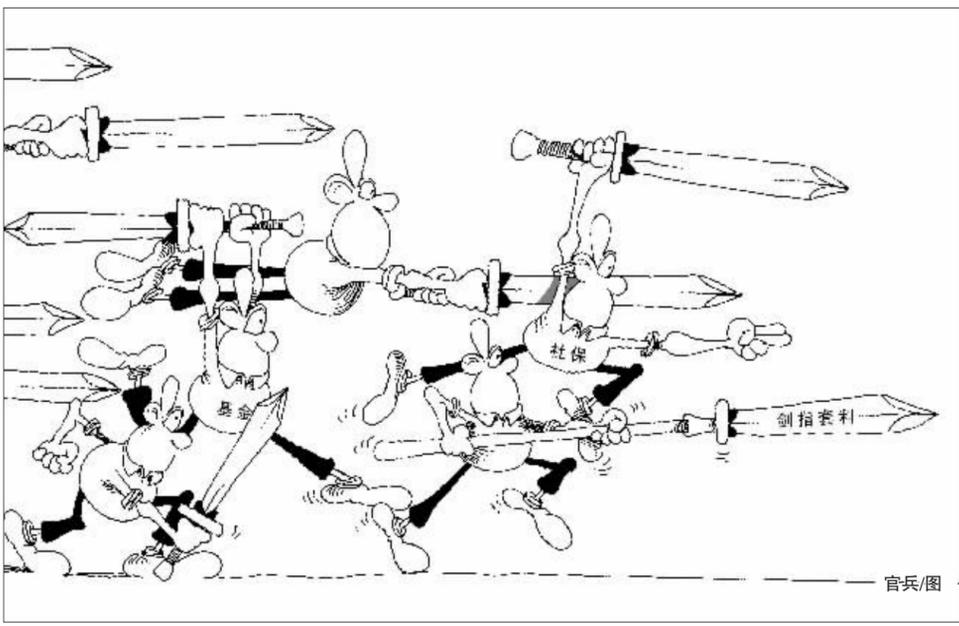
分析人士表示，此前中小基金公司很少参与增发主要原因是这些公司旗下基金规模偏小，而参与增发需要锁定1年时间，过多参与增发将会面临流动性风险。而信达澳银和新华等中小基金最近动作频频充分显示出这些公司对参与增发项目的看好和较长期投资的信心。

## 社保基金频频现身出手阔绰

值得注意的是，在本轮基金参与增发潮中，一些基金公司管理的全国社保基金组合频频出现在参与认购名单中，而且一些社保组合投资量非常大，社保积极参与增发引发市场广泛关注。

去年12月初中福实业完成增发，嘉实基金动用旗下全国社保基金106组合认购，获配量高达1980万股，按照增发价每股7.5元计算，该社保动用资金量达到1.49亿元。在增发实施前全国社保106组合并未投资中福实业，增发完成后，该社保组合以其增发获配股份成为中福实业第三大股东。

同样是嘉实管理的全国社保基金106组合还在去年12月初认购中核科技增发210万股和孚色纺600万股，而博时基金管理的全国社保501组合和108组合分别认购华孚色纺500万股，合计认购1000万股。对于去年12月上海汽



官兵/图

车增发，嘉实、博时和平安等三家公司获配均超过7000万股，但三家公司公募基金参与认购数量都很少甚至没有参与，业内分析人士预计，这三家公司管理的社保组合很有可能是认购上海汽车增发的最大主力。像博时管理的社保108组合和易方达管理的社保502组合在增发实施后均现身上海汽车前十大股东。

此外，易方达管理的全国社保109组合和502组合参与去年底太原重工增发，分别获配400万和1000万股，502组合还参与了江中药业增发，获配200万股。

今年以来，嘉实基金管理的全国社保106组合参与国统股份增发，获配285万股，而该公司管理的另一只社保504组合获配洪城水业增发股达800万股。鹏华基金管理的全国社保104组合获配黔源电力增发股共300万股。嘉实执掌的106和504社保组合参与国脉科技增发，各获配164万股。易方达管理的502和109社保组合分别获配黑猫股份400万和300万股。

分析人士认为，在股市大幅波动的情况下，近期基金公司管理的社保组合如此频繁参与上市公司增发，显示出社保基金坚持了其个股选择和长期投资的投资理念。

## 参与增发成基金套利捷径

记者发现，基金公司在参与某家公司增发前一般存在两种状况：一种

是即将增发的个股是该公司重仓股或者本来就持有较多；另一种是参与增发前基金公司并未投资该股，只是较看好增发利好而参与投资。在第一种情形下，由于增发价多低于市价20%左右，已经重仓或持有较多且本来打算较长时间投资的基金便产生了通过低价参与增发，并同时卖出一定数量无限售股份的方法实施增发套利的冲动。而从实际情形来看，借助增发实施套利也是本轮基金参与增发的一大特点。

在2010年12月初中福实业实施增发前，兴业全球基金已经大举进驻该股，季报显示，兴业全球旗下兴业全球视野、兴业可转债和兴业合润分级在去年三季度新进中福实业前三大

流通股东之列。在增发之前，这3只基金均抛售了和参与增发数量相当的自由流通股份，其中兴业全球视野和兴业可转债分别抛售720万和270万股，两只基金参与增发分配获配700万和300万股，也就是说，参与增发前后，这两只基金持有中福实业的股份数基本未变，但通过增发套利，持股成本得以显著下降。

此外，中邮核心成长、中邮核心优选和易方达价值成长三只基金参与柳工增发前分别减持该股达510万股、190万股和460万股以降低持股成本。有分析认为，当某基金公司重仓股推出增发方案后，实施增发套利成为不少基金公司的共同策略。

去年12月以来社保基金组合参与增发情况一览

实施增发个股名称	增发配售截止日期	参与增发社保组合	获配数量(万股)	社保组合管理人
中福实业	2010-12-2	全国社保基金106组合	1980	嘉实基金
中核科技	2010-12-2	全国社保基金106组合	210	嘉实基金
		全国社保基金106组合	600	嘉实基金
华孚色纺	2010-12-10	全国社保基金501组合	500	博时基金
		全国社保基金108组合	500	博时基金
太原重工	2010-12-29	全国社保基金502组合	1000	易方达基金
		全国社保基金109组合	400	易方达基金
江中药业	2010-12-29	全国社保基金502组合	200	易方达基金
国统股份	2011-1-4	全国社保基金106组合	285	嘉实基金
黔源电力	2011-1-5	全国社保基金104组合	300	鹏华基金
洪城水业	2011-1-5	全国社保基金504组合	800	嘉实基金
国脉科技	2011-1-7	全国社保基金106组合	164	嘉实基金
国脉科技	2011-1-7	全国社保基金504组合	164	嘉实基金
黑猫股份	2011-1-31	全国社保基金502组合	400	易方达基金
黑猫股份	2011-1-31	全国社保基金109组合	300	易方达基金

数据来源:Wind资讯 朱景锋/制表

# T.Rowe Price基金:持续稳定性造就出色资产管理公司

钟恒

T.Rowe Price基金作为美国基金界领军公司，经过数十年的努力，在美国基金业内逐步建立并维持良好的声誉——以投资者利益为先，保持一贯的投资理念和流程，以及长期较好的业绩。该公司的努力得到投资者认可，资产持续流入，现已成为美国第六大资产管理公司。

T.Rowe Price基金一直以来给人高稳定性和持续性的感觉，这主要来源于该公司能吸引和保留顶尖人才。该公司的基金经理任职期和保有量均在美国业内名列前茅。公司内不乏把自己大部分的青春奉献给公司的员工，他们通常从研究员或者实习生做起，最终通过长时间的努力晋升为基金经理甚至管理层。例如1978年作为研究员身份加入公司的James Kennedy，目前已是公司的首席执行官；又如该公司的投资总监早在1985年就开始管理T Rowe Price股票收益基金。

该公司旗下基金经理离任主要原因是到达退休年龄。而基金经理退休的消息通常会提前公布，并允许新任基金经理用数月时间交接，保证基金运作的平稳交接。例如2010年Henry Ellenbogen接替Veteran Jack Laporte管理的新地平线基金和Tim Parker接

棒Charlie Ober的新纪元基金。

当然，万事总会有例外。该公司前任固定收益部总监在2009年底离任，接替她工作的Mike Gitlin在2007年才加入公司，在管理资金上也缺乏经验。但按公司的说法，Gitlin人事管理和领导能力较强，有利于其他固定收益基金经理将更多时间用在投资上。

除了基金经理，公司旗下的研究员团队过百，梯队完整、且具有较高的留职率。如果研究员的研究成果对基金投资贡献显著，研究员的待遇甚至可赶上基金经理，因此研究员对成为基金经理的迫切感大大降低。公司对研究团队成员的职业规划和绩效评估内容也使研究员可轻松地表达自己兴趣和未来职业发展道路的规划。

稳定和完整的团队使T.Rowe Price多年来维持了很好的投资氛围。通过企业的基本面分析精选个股是旗下基金的策略和业绩的基础。该公司旗下大概90%的基金过去5年截至2010年末均超过同类的平均水平。四分之三的基金在过去15年的表现在同类基金中的表现靠前。公司强调分散投资和风险控制也意味着旗下基金的波动率低于同类平均水平。2008年，公司旗下仅有10%的基金表现在同类中的后四分之一。同时，在牛市中，如2009年，大部分

旗下基金在同类中表现靠前。公司旗下24只基金也成为晨星美国的重点推荐基金。

尽管T.Rowe Price过去数十年在美国市场上取得很好的成绩，但在国际版图上努力。早在2000年，T.Rowe Price完全接管之前与英国Robert Fleming控股组建的合资公司，该公司在过去10年逐步建立起全球研发团队，从2000年的十余人到现在的40人团队。尽管刚开始也遇到阻滞，但目前已逐步完善，有10个办公室分布在美国以外的其他国家或地区。另外，公司也改善了技术平台，促进了全球投资专家之间更有效的交流。

该公司的海外研发团队建设仍在进行。目前海外团队的整体投资能力仍有上升空间。例如在2010年7月，公司聘任一位缺乏经验，仅在2008年才加入公司的能源分析师Jonathan Matthews管理海外股票基金。但晨星美国分析师在其团队中也发现了一些亮点，例如Justin Thomson管理的国际发现基金和Gonzalo Pangaro管理的新兴市场股票基金均有较好表现。另外，公司也尝试改善团队的弱点，例如2007年把较好业绩的Robert Smith调到业绩中庸的国际股票基金。

现在最大的疑问是该公司将如何继续推动其全球投资业务的发展。过去3年公司推出数只海外投资基金，

未来这个趋势将会继续。更多新基金推出意味着会有更多没有业绩支持的基金经理出现。尽管公司已努力建立其海外团队，但未来数年才是成功与否的真正考验。

当然，该公司从不草率推出产品。相反，公司根据自身的投资流程，通过深入探讨新的投资想法和投资者的利益后才作出决定。例如过去几年公司推出了可供投资者作核心组合的美国大盘核心基金和策略收益基金。

尽管公司推出基金无不经慎重考虑，但资产规模的快速增长也是值得注意的地方。过往对规模不断扩大的基金实施关闭，但是旗下一些小盘股基金的规模已在同类中名列前茅。虽然基金经理已习惯于管理大资金，但真正令人担心的是旗下目标日期基金(Target-date Fund)的高速增长给这些基金带来的影响。截至2010年9月30日，旗下目标日期基金的资产占公司总规模的21%，且受欢迎程度还在持续。虽然旗下的小盘股基金在目标日期基金中并不担当重要角色，但该情况仍受关注。

归根结底，作为一家上市的资产管理公司，T.Rowe Price在众多衡量优秀资产管理公司的各方面表现较其他公司突出。它也是晨星美国重点关注的30家大型基金公司之一。

(作者单位: Morningstar 晨星(中国)研究中心)



资料图片