指数收益是对耐心的回报

许之彦

对大众投资者来说，资产配置似乎有些抽象。简单讲，资产配置的直观含义就是适当的时机买了合适的资产，这里面有两层意思，一是适当的时机，二是合适的资产。

这里的择机是资产配置的概念，是基于中期投资区间的概念，海外成熟市场一般指3年~5年的投资区间，国内较短一些，我们认为1年~2年比较好，在国内市场，未来1年~2年大的方向判断，基本上决定了资产的收益和风险。

明确了方向后，还要根据这个方向配置合适的资产种类和比例，基于理性分析和判断的资产配置，是可持续发展的投资之路。即使在2006年~2007年的牛市中，也应保留部分低风险和易变现的资产作为保持流动性的手段。

应该如何进行上述两个层面的判断和操作呢？首先要对各类资产的收益率进行比较，在自己适合的风险水平范围内，选择收益率高的资产进行未来1年~2年的大类资产配置。第二个层面，在股票资产和债券资产的配置上，可以选择对应资产分散化非常好的指数。

投资者按照战略资产配置方法确定了配置方向，并选择了相应的指数基金后，余下的事情就是耐心持有，在这里，耐心是关键。华尔街有一本非常流行的书《漫步华尔街》，其中有一个有趣的比喻，市场短期的表现如同醉汉，其方向有较强的随意性。国内的市场也不例外，对大众投资者而言，每天笼罩在各种各样的信息中，这些信息包含了很大的噪音，但却往往成了大众投资者交易的依据。

殊不知，指数收益是对耐心的回报，美国市场30多年的经验表明，耐心持有优质的指数基金，是能够战胜大多数主动投资的。在国内也如此，国内第一只开放式指数基金是2002年发行的华安中国A股指数基金，从过去8年的历史来看，其年化收益率依然超过16%。成立于2006年初的上证180ETF，是国内最早、最活跃的ETF产品之一，该基金的年化收益率超过了20%。这两只指数基金是国内指数基金中非常有代表性的产品，都经历了较长的投资时期和极端的大幅市场波动，时间证明了耐心的价值。当然，若投资者通过对市场中长期的判断，用指数基金进行大类资产战略配置，其收益更是不菲。

（作者系华安中国A股指数基金、上证180ETF、华安龙头ETF基金经理）

智诚相伴
INSIGHTFUL PARTNER
华安基金 HuaAnFunds
基金热线：40088 50099
公司网站：www.huaan.com.cn
手机基金平台：wap.huaan.com.cn

博时基金陈泽浩：关注新兴产业投资机会

证券时报记者 杜志鑫

博时基金股票投资部投资经理陈泽浩表示，目前经济放缓预期浓厚，未来A股将呈弱势震荡格局，投资者可关注新兴产业的投资机会。

陈泽浩表示，9月15日，美国公布的首次申请失业救济人数意外增加，而且制造业指数不尽如人意，加上欧洲债务问题持续发酵，令外界对欧美经济二次探底的担忧挥之不去。我们对美国解决问题的能力相对放心，毕竟美国PMI指数仍在50的分界线以上，而欧洲在各国政策博弈下，未来可能有超预期利空出现。外围经济不稳，对中国出口的负面影响比较大，明年初影响可能将达到顶峰。

陈泽浩还表示，9月15日，央行发布针对全国50个城市2万户城镇储户的问卷调查结果。仅14.8%的居民对现行的物价感到满意，满意度偏低，消费意愿维持低位，储蓄意愿继续升高，82.8%的城镇居民倾向于储蓄。我们认为，高通胀是造成居民消费意愿不强烈的主要原因，而投资市场不给力则让更多人愿意把钱存入银行。这也形成了银行理财产品热销，房地产、股市和债市流入资金有限的局面。这份调查中还有一项结果值得关注，75.6%的居民认为房价“过高，难以接受”。

我们认为，在房地产紧缩政策仍将持续的情况下，挤泡沫的过程将使开发商资金链条出现问题，各一线大城市的房价均会出现一定下调。根据北京市房协数据，前8月北京新房均价已经同比下降6.6%。未来，“降价换量”或将成为开发商的唯一出路。

我们对中国经济并不悲观

程涛

通胀问题是影响近期A股市场的最主要因素，也是判断后市走向的关键。我们认为，通胀水平必定会随经济减速而回落。在通胀回落成本降低后，伴随着科技进步和制度改革，经济自发的螺旋上升会重新归来，因此我们对中国经济的看法并不悲观。

今年的秋天来得比较早，已能感受到一些凉意，但股市的寒意更重。市场规律如同大自然一样，四季交替是永恒不变的定律。从冬至到大寒，再到春分、夏至,市场和天气一样在不断地变换,投资者的情绪也随着市场变化，形成了市场波动，也诞生了投资机会。

有趣的是，就如同人们喜欢预测天气一样，大部分人也喜欢预测市场的走势，但两者在短期判断上的成功率都比较低。最近一段时间，市场可谓乌云密布，连连下挫，海外市场的波动极大地影响了国内投资者的情绪,萎靡的成交伴随着时而的恐慌出逃，成了屡见不鲜的股市现形记。

分析其原因，主要有这么几个方面：第一，通胀导致的紧缩政策不可能立即放松。第二，欧债危机可能带来的银行危机和国家信用风险。第三，国内地产形势的恶化可能带来经济快速下滑。从对A股的影响来看，通胀和地产形势的变化相对影响权重更大，海外的局势则成为推波助澜的因素。从更为宏观的角度，通胀应该是目前所有影响因素中最为主要的矛盾，抓住主要矛盾是判断投资方向的关键。

通胀抬高了企业经营成本，同时也引发了紧缩政策从而加剧企业资金成本压力，压制了市场需求，这些又最终影响到企业盈利和经济减速。但是我们可以反问，通胀是不可逆的吗？显然不是。经济减速，市场需求萎缩会导致通胀回落，届时在成本回落后，经济自发的螺旋上升会重新归来。

同时还有一个问题，通胀可以回落到很低水平吗？不太可能。全社会的生产要素成本整体的抬升是不可逆的，我们所追求的幸福生活，这里指的是生活质量的提高，本身就是通胀抬升的一种形式上的演绎，除非出现不可抗力的事件，人类的发展进程是不可逆转的。科技进步带来的生产要素成本的革命性变化，是推动经济在新的通胀水平上进一步发展的重要要素，除此之外，还有制度改革带来的生产力的解放，在这一点上，我们对于中国经济的看法从来不会悲观，关键是我们如何去处理这些问题。

作为投资者来说，要做的就是观察这些矛盾的处理方式及要素变化，做出投资判断而已。

（作者系农银策略、农银中小盘股票、农银沪深300指数基金经理）

农银汇理基金 ABC-CA FUND MANAGEMENT | 40068-95599 www.abc-ca.com
讠 价值回报 成为一种习惯

遭遇下乡政策退出、地产限购政策双重冲击

家电：短线无亮点长线看龙头

证券时报记者 朱景锋

上周，家电下乡政策到期结束的消息引发市场广泛关注，作为对家电行业消费的刺激措施，利好政策的退出将对家电行业产生什么样的影响？基金经理对家电行业的投资策略会发生怎样的变化？家电股是否还具有投资价值？针对上述市场关心的问题，证券时报记者邀请华泰柏瑞积极成长基金经理秦岭松、海富通股票组合管理副总监陈静、鹏华家电行业研究员谢书英，对这一问题进行了探讨。

春雨/摄

华泰柏瑞积极成长基金经理秦岭松：空调行业集中度显现出加速集中的迹象，即便地产调控对销售有短期影响，龙头企业也能够通过定价优势和集中度优势保持较快的增长。

海富通基金股票组合管理副总监陈静：今年来家电行业表现最好的是空调，空调销售旺季已过去，而冰洗产品的增长势头前几天已经出现疲态，家电短期内缺乏投资机会。

鹏华基金家电行业研究员谢书英：龙头企业在上游关键零部件上具有不可比拟的优势，而远大于二三线品牌的产量也带来了规模优势。另外，对下游销售网络的布局优势，使龙头企业处于更有利的竞争地位。

家电政策退出影响有限

证券时报记者：怎样评价家电下乡政策对家电行业的作用？该政策退出后，将对家电行业产生什么样的影响？

秦岭松：家电下乡政策对家电行业过去两年销量的快速增长有相当的积极意义。家电下乡政策的退出是渐进式的，今年退出的省份是山东、四川、河南三个人口大省，明年14个省市也要退出，刺激性政策的退出，对于销量肯定会存在一定的负面影响。从2010年的情况来看，分品类公布的家电下乡销售额占行业总销量的情况如下：空调、冰箱、洗衣机家电下乡销量分别占行业总销量的比例为6%、28.8%和13.5%，因此政策退出对于冰箱、洗衣机两个行业影响最大，对于空调行业而言，农村市场的保有量还非常低，销量占比也不高，因此相对来说影响不大。

陈静：家电下乡政策的退出对家电行业有负面影响，因为家电下乡政策刺激了许多消费需求提前预支，这一政策退出后，毫无疑问家电行业的新需求受到抑制。

谢书英：家电下乡政策对促进农村市场的销售起到了非常重要的作用，有部分投资者担心政策透支了农村市场的家电需求，会给未来的销售带来负面的影响。不过，我们认为，政策退出之后，对于家电行业的影响有限。从总量上看，农村人口在6亿~7亿之间，对应2亿户左右的家庭，平均下来，过去四年每家购置1台家电下乡产品；需求透支的幅度是很有限的。另一方面，今年年底退出的三省一市，从数据来看，基本占到家电下乡销售总额的30%，退出对于整体的影响也有限。

另外，从企业的角度来看，家电龙头企业充分享受了政策带来的收入增加，在政策执行的过程中，龙头企业加快了在农村市场的渠道扩展，这为未来政策退出后的销售打下了坚实的基础。以某龙头企业为例，旗下多个产品的专卖店在全国已经超过了15000家，全面覆盖各级县、乡市场，家电下乡产品的整体销售排在行业前三名，而其他几家家电企业也在这个过程中，加大了农村网点的布局。这使农村市场的行业竞争态势更有利于行业龙头，因此，我们认为家电政策的逐步退出对于家电行业的影响有限。

地产销售下滑产生不利影响

证券时报记者：三季度以来家电股大幅下跌，跌幅在众多行业中居前，除了股市系统性风险之外，造成家电股重挫的原因还有什么？

陈静：我们认为，地产限购政策对家电行业的影响不弱于家电下乡政策的退出。当房地产成交量下降后，家电更新换代的需求也被抑制。后续保障房的推出，对低档厨卫小家电可能会有正面提振。特别需要提到的是，欧洲经济状况的恶化，对家电企业的出口将造成打击，而国内市场反而变化较小。

秦岭松：造成三季度家电股大幅下跌的另一个重要原因是地产限购政策的影响。由于家电的销售和地产周期的相关性较高，地产销售的下滑势必对家电的预期产生不利的影响。在可以预见的未来，地产限购政策看不到取消的可能，加上家电下乡政策的到期退出，两方面因素共振造成了家电行业的大幅调整。

短期内没有较大的投资机会

证券时报记者：家电下乡政策退出后，基金经理投资家电股的策略会发生怎样变化和调整，未来会重点投资那种类别的家电股？哪些家电股具备投资价值？

秦岭松：空调龙头行业和部分品牌竞争力较强的小家电公司具备长期投资价值。最近两年以来，空调行业集中度显现出加速集中的迹象，空调龙头销量增速持续高于行业的销售增速，结果就是集中度进一步提升和定价能力不断提高，从这个角度来说，即便地产调控对销售有短期影响，龙头企业也能够通过定价优势和集中度优势保持较快的增长。另一方面，品牌竞争力强的小家电公司，也具备比较好的投资价值。在地产调控的背景下，一些小家电产品品类相对来说受到的负面影响较小，且品牌带来的溢价也有助于企业度过当前的调控期。厨电中一些企业，能够通过精装修领域的开拓，抵消地产调控的影响，取得不错的业绩增速。

陈静：短期内家电板块并没有值得投资的机会，今年来家电行业表现最好的是空调，而冰洗产品的增长势头前几天已经出现疲态，空调销售旺季过去后，数据的回调眼下才刚开始。虽然整体行业估值并不贵，但缺乏亮点。

谢书英：家电行业未来增长将可能有所放缓，同时行业的集中度将不断提升。在这个过程中，行业龙头企业凭借在上、下游的竞争优势，将持续受益于行业集中度的不断提升。龙头企业在上游关键零部件上具有不可比拟的优势，而远大于二三线品牌的产量，也给企业带来了生产的规模优势。另外，对于下游销售网络的布局优势，使得龙头企业处于更为有利的竞争地位。因此我们认为行业龙头企业更具备投资价值。

世诚投资陈家琳：市场将迎来艰难时刻

证券时报记者 程俊琳

近期市场在一上二下的迷雾中前行，世诚投资陈家琳在投资策略交流会时表示，短期来看，目前市场将步入投资的艰难时刻。但从中长期来布局，则应保持乐观态度，以先防守后进攻的策略来投资，是当前的稳妥选择。

从宏观经济形势来看，陈家琳认为，由于物价水平短期不会大幅下降，货币政策短期没有放松的理由。从流动性来看，紧缩政策带来的直接影响是实体经济流动性日衰，从近期各大银行资金紧张、存款巨幅负增长可见一斑。与此同时，在资本市场，新股发行仍源源不断，导致场上存量资金日益捉襟见肘。另外，近期欧债危机带来欧元市场解体的风险，外围市场大幅震荡，对国内市场产生了负面影响。

据世诚投资对上市公司的实地调研以及盈利预测看，虽然银行业短期盈利低于市场预期的可能性较小，但非银行企业面临较大盈利压力，尤其在传统制造业面临成本上升和需求下降的风险，企业利润率将受较大挤压，企业虽然前期经过调整，但调整还远未结束。

陈家琳认为，在宏观经济面临较大压力以及企业盈利低于预期的双重风险下，短期市场难言乐观，从操作策略上应以轻仓参与为宜。随着物价缓慢下行，大宗商品价格出现调整，政策出现一定程度的放松，特别是三季报风险充分释放、市场经历调整后，将会迎来相对乐观的投资区域。

陈家琳表示，目前应采取先防守再进攻的策略。从投资板块选择看，应选取中期盈利相对确定、波动性低，且在未来12至18个月后盈利确定性较高、现金流状况良好的板块参与。

华泰柏瑞沈涛：当前首选高等级信用债

华泰柏瑞基金公告显示，华泰柏瑞信用增利债券基金9月22日已正式成立。基金经理沈涛表示，将力求抓住当前债券市场的投资时机，精心运作，做好业绩、回报持有人是本基金最重要的目标。

沈涛认为，今年下半年以来，国内国外的经济生活正在发生两件大事，可能会在相当程度上改变债券市场趋势。

其一是国内通胀水平7月份或已过峰顶。沈涛认为，去年以来不断收紧的货币政策，已经使2009年以来泛滥的流动性得到很大收敛，从目前宏观数据看，尽管物价上涨趋势可能还会持续相当时期，但同比上涨的幅度在中期看应该已经得到控制，7月的CPI数据很有可能成为今明两年单月的较高数据。

债券市场的收益率处于历史高位，部分债券类别的收益率如3年期AAA级企业债的到期收益率已达2000年来最高。未来紧缩政策一旦放松，当前价格水平的债券可能有较大上涨空间，其间蕴含的投资机会令人心动。

其二是欧美及全球今明两年的经济增速预期被普遍调低。沈涛指出，投资增速以及资金市场需求的放缓，会导致债券市场收益率水平逐渐走低，在中国经济转型的背景下，外需减少将在多个方面减缓经济增速。

综合以上分析，沈涛认为，在当前环境下，高等级信用债品种在具有较高到期收益率的同时，也具备抵御经济下行风险的能力，有望获得较为稳健的收益。在分析、甄选信用债时，拟优先考虑那些与利率产品利差较小的、评级较高的高等级品种。

他表示，对部分到期收益率较高、将于基金封闭期结束之前到期的信用债品种较有兴趣。为此，将充分发挥公司研究平台对债券研究分析甄选的能力，投资并持有历史表现稳定、质地优良的信用债品种。

最后，沈涛表示，将在组合中为该基金实施定期分红做好准备，以便以稳定的现金流来实现投资者的回报。

（程俊琳）

金鹰基金：冬天虽漫长但终将过去

针对近期市场震荡走低并一度逼近上证指数2400点，金鹰基金认为，上周A股市场波动显著加大，反映了当前投资者情绪极不稳定，市场仍然非常纠结，股指波动剧烈，较多地受到外部市场重挫的拖累。

值得关注的是，热钱正在加速流入中国。按照“外汇占款贸易顺差FDI”的方法来统计估算热钱的规模，8月份热钱量为净流入328亿美元，7月份净流出57亿美元。金鹰基金认为，一方面，由于近期发达国家经济动荡，欧洲和美国面临债务问题，国际汇率波动较大，热钱进出在频率和强度上都有所增加。而人民币在整个8月份升值幅度加快，提升了人民币升值预期，促使热钱加速流入。另一方面，8月新增外汇占款环比增加较大，达72%，从这一角度部分解释了央行为什么会把保证金纳入存款准备金。

不过，金鹰基金指出，对国内市场，投资者现阶段已不必过度悲观。在基本面方面，从M2增速、工业增加值以及进出口等一系列重要数据上看，我国经济增速正呈现平稳回落态势，顺应了国内宏观调控政策的引导方向，也符合市场的普遍预期。

另外，CPI在7月份见顶已是较大概率事件，虽然短期内CPI回落速度可能不会太快，货币政策近期也不会轻易转向，但财政政策回旋余地较大。如国内经济增速下滑过快，或海外系统性风险爆发，均可能倒逼国内宏调政策有所修正，从而给市场带来机会。

从估值角度上看，A股市场现已处于与上证指数998点、1664点相当的历史估值的底部区域，估值底清晰。一旦政策底确认，市场底将呼之而出。

金鹰基金对四季度A股市场表现，整体呈谨慎乐观态度。冬天不止一天，但终将过去，积极的因素正不断酝酿中。

（杨磊）