

博时现金收益货币基金 您身边的现金管理专家

(基金代码 050003) 低风险性 高流动性 分红免税 申购起点仅500元



一场豪华一场梦。

重庆啤酒疫苗难育，大元股份金矿难买，科力远稀土梦碎。

三家公司复牌即连续跌停，重仓的基金公司几乎无路可逃。

近年来频踩“地雷”、饱受诟病的公募基金，是否又一次面临来自持有人的信任之劫？

重仓重庆啤酒引争议 基金投资面临四拷问

证券时报记者 楚木兰

一问：基金投资是否发生了偏离？

10天前，在第十届基金业国际论坛上，曾有监管层人士对基金投资中的投机行为提出质疑。数日后，在重庆啤酒引爆的这场风波中，又有基金被推到了“极端配置”和“投资偏离”的风口浪尖上。

“基金投资上的问题早已有之，重啤的疫苗风波不过是最新的导火索，让行业不得不再次正视和反思公募基金投资偏离的问题。”有基金业资深人士认为，毋庸讳言，业内有公司倾向于“坐庄式”的持股，个别基金股票池里就敢只放十只股票，只要看好，单只股票就敢拿10个点。不可否认他们也做了充分调研，确实看好未来前景，但对一些不确定性较大的个股，应保持较低的持股比例，以应对可能出现的风险。”

基金过于集中持股，或者行业配置过于偏离，还将面临流动性风险。特别是近年来市场相当流行追概念、讲故事，一些讲故事的公司，虽然故事看起来无比美好，但总是有很高的不确定性，如果故事的结局没有预期中的美好，或者美妙的故事根本子虚乌有，一旦真相揭开，公司股价遭遇连续跌停，引发重仓基金巨额赎回，其冲击成本影响不仅是持有人的资产，更会累及其他重仓股，导致基金净值全面下挫，影响持有人利益。故事讲不下去的时候，相关公司可能从凤凰变乌鸦，估值也将面临大幅度的调整，二级市场的价格波动肯定极其剧烈，这种类风险投资并不适合公募基金，尤其不应该重仓持有。”

上海一位基金经理表示，基金的本质是组合投资、分散风险、专业理财，如果配置偏离度太多，或在单只个股上赌太多，组合平滑风险的能力肯定会大大减弱，何谈分散风险？更无从体现专业的资产管理能力。在2009年下半年以来，对行业和个股的极端配置情况在公募基金中表现得尤为明显，但事实上，不成功便成仁的道路并不适合公募基金的投资风格。”

二问：基金到底该赚什么样的钱？

有业内人士认为，上市公司新业务受阻很正常，不正常的是市场对不确定利润的疯狂追逐。从投资的原理

来看，不确定性是大牛的运作原理，科技前进的道路上必然有很多坎坷，买股票就是买未来，但错在不该把太多身家都放在“一个篮子里”，作为风险高、收益高、概率小的投资，应该多目标、小仓位。

上月底，深圳一家中型基金公司的总经理在接受调研时，曾对证券时报记者谈到困扰基金业的一个顽疾——基金投资严重偏离公募基金的方向。

他举例说，赌行业”、对某一行业甚至个股持有比例过高的现象在基金公司中比比皆是。比如，说到某一个行业或者某一只股票，人们总是很容易想到与之相关“一战成名”的基金公司，似乎这成了一种潮流和值得遵循的投资方法，但实际上公募基金的投资正在发生严重偏离，是時候大声疾呼回归公募基金的投资本色了。”他说，赌行业”涌现出来很多“流星”，可能今年业绩很靠前，靠一只产品的明星效应迅速拉升了公司规模；为了维持排名靠前，第二年不得不再接再厉，但连续赌对的概率毕竟很小，第二年很有可能就押错行业，业绩非常靠后，规模也随之“来得快去得快”，产品业绩和公司规模的波动都很大，增加了持有人的投资风险。

基金在投资的时候，心里一定要装着持有人，一定要把投资利益与持有人利益、公司利益保持一致。”该投资总监表示。

南方一家大型基金公司投资总监对此早有论述。他认为，源自上市公司业绩增长的钱，是基金等机构投资者应该赚也有能力赚到的钱。但现在整个市场都充满了博弈心态，公募基金也不能免俗。采取对行业很极端的配置策略，以及押宝重组股的做法，可能的结果是光辉一年，第二年就被遗忘，但这样做可以赢得媒体的关注、持有人的追捧以及股东的认可。大家都要博出彩，导致基金的投资行为愈发短期化，投资逻辑也很混乱，买一样东西很快又卖出，这种短线行为已经偏离了机构投资者的选股方向，更谈不上实现价格发现的功能。

2009年2月，重庆啤酒治疗用(合成肽)乙肝疫苗II期B临床启动，刘庆元此时开始真正关注起重庆啤酒，且进行了草根调研，走访了不少临床专家。他开始买入重庆啤酒，彼时他的考虑是：自己的成本价在18元以下，如果乙肝疫苗彻底失败，重庆啤酒的啤酒资产值12元左右，亏损幅度约30%，也在承受范围之内。同时，刘庆元在仓位上做了严格限制，避免风险过度暴露。

从对乙肝疫苗知之甚少到用心去学习，在对重庆啤酒的不断调研中，刘庆元也变成了半个医药专家。2008年2月，10例受试者中出现了4例E抗体阳性，2008年8月又增加了1例阳性。不过到2009年3月依然无一E抗原转阴，但2009年8月，在持续跟踪的7例中，开始出现了4例E抗原转阴；2011年4月，6例出现转阴；直到2011年9月最新随访，7例受试者转

三问：基金投资决策流程是否完善？

据深圳一内资基金公司的基金经理介绍，基金公司的投资决策流程应该是一套完备的系统，基金经理如果要下重手买入一些有相当多不确定性的个股，投研决策部门至少应该要在投资比例上有所限制，否则，基金公司的投资决策流程就是形同虚设。

如果研究员有选择性的偏向，有意无意回避掉公司的一些不确定因素，但公司应该有机制制衡研究员与基金经理的行为，否则，干脆基金公司一个人做投资决策算了，要那么多人干嘛？”一位私募基金老总颇为不解地表示，公募基金确实应该在投资决策流程等方面好好反思一下，否则，就是对持有人的极端不负责任。

有基金公司投资总监表示，公募基金与私募基金完全不同，私募基金有100万的门槛，服务的是有钱人，他们的抗风险能力较高，可以做一些风险较高的集中投资。而公募基金的持有人多为银行客户，抗风险能力较弱，公募基金组合投资的目的就是要分散风险，过于集中持股，已背离公募基金的本源。

基金在投资的时候，心里一定要装着持有人，一定要把投资利益与持有人利益、公司利益保持一致。”该投资总监表示。

四问：基金为何频踩“地雷”？

有医药行业研究员微博转发称：做投机的要排除中恒集团这个业绩泡泡雷，要排除华兰生物这个政策雷，再排除重庆啤酒这个高科技梦想雷，还能抓住迪康药业、江苏吴中这种火箭票实属不易。恐怕还没抓到，早就被雷震没了。”

事实上，不光是近期的医药行业频现“黑天鹅”事件，近年来，基金投资踩雷事件着实不少。2008年的伊利股份和中国平安，分别由于三聚氰胺事件冲击和投资富通亏损巨大，致使其二级市场价格跌幅达50%左右。进入2011年，“黑天鹅”事件更加频繁，瘦肉

一位投资者与重庆啤酒的因缘

刘庆元(化名)是深圳一位个人投资者，在资本市场打拼逾10年，和不少机构投资者一样，他很早就关注到了重庆啤酒，并且在较低价位买入。至今，刘庆元仍然持有重庆啤酒，面对股价接连跌停，刘庆元日前向证券时报记者讲述了他投资重庆啤酒的历程。

2007年6月，市场上有传言称，重庆啤酒治疗用(合成肽)乙肝疫苗II期临床试验成功。刘庆元开始关注重庆啤酒这只股票。当月，重庆啤酒治疗用(合成肽)乙肝疫苗II期A揭盲，40名受试者中无一转阴，这让刘庆元觉得此疫苗不靠谱。

2008年10月，市场上又有关于重庆啤酒治疗用(合成肽)乙肝疫苗启动II期B的传言，此时重庆啤酒的股价跌至10元左右。刘庆元觉得，即使没有乙肝疫苗，该公司啤酒资产每股也值10元以上。

经过研究，刘庆元觉得，虽然样本少，不具有统计学意义，但从临床试验的结果来看，重庆啤酒治疗用(合成肽)乙肝疫苗应该是有一定效果的。基于2A只注射了4针，每针400微克，而2B是6针，每针600微克和900微克，刘庆元认为效果应该会更好些，包括对2B100周左右的开放式平台跟踪，有数例表面抗原转阴或接近转阴的情况。

刘庆元说，目前公布的结果，是诸多疗效指标中的一项主要指标，即在第76周时发生HBeAg/抗HBe血清转换的患者比例，通俗地说就是大三阳转小三阳的比例。除此之外，还有其他指标没有统计完成，如各观测时间点的血清学应答、各观测时间点的病毒学应答、各观测时间点的生化学应答等。

(楚木兰)

【背景】

酒里乾坤大

——一个讲了13年的乙肝疫苗故事



12月7日晚间，重庆啤酒公告乙肝疫苗临床研究数据：安慰剂组应答率28.2%；治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗600μg组应答率30.0%；治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗900μg组应答率29.1%。

12月8日复牌后，重庆啤酒在二级市场的股价连续两天跌停。

实际上，重庆啤酒和乙肝疫苗的故事已经讲了13年。1998年10月27日，重庆啤酒宣布斥资收购正在进行乙肝疫苗研究的佳辰生物52%股权。2002年6月25日，重庆啤酒公告称佳辰生物与第三军医大学联合研制的治疗用(合成肽)乙肝疫苗已送检至中国药品生物制品检定所。自2005年6月起，重庆啤酒一系列乙肝疫苗进展公告次第出笼，使得这家生产啤酒的上市公司逐渐打上了乙肝疫苗的烙印，成为一家类生物医药的股票。尤其是在2010年7月6日至2011年9月5日，重庆啤酒15次发布公告，表示乙肝疫苗II期临床研究在正常进行，受试者的数字也不断刷新。

兴业证券的王晔和华创证券的廖万国成为推荐重庆啤酒最多的券商研究员。今年11月24日，王晔在最新的研报中称：“我们对治疗性乙肝疫苗的前景乐观。治疗性乙肝疫苗从机理上是可行的，最近几年的临床研究将从实践上证明其可行性。我们认为治疗性乙肝疫苗在2013年之前不会给公司带来收益。”鉴于治疗性乙肝疫苗的前景广阔，目前已经度过风险期，我们维持“强烈推荐”评级。”

在二级市场上，重庆啤酒成为一只名副其实的基金扎堆股。据今年三季报，重庆啤酒进入19只基金的前十大重仓股，合计持有市值为31亿元，最高峰时持有市值接近40亿元。

深圳一位不愿透露姓名基金经理表示，在重庆啤酒乙肝疫苗的“漂亮神话”和逾100倍市盈率的泡泡中，券商可谓“帮功至伟”，而最有“贡献”者，非基金莫属。毕竟，公募基金拿着持有人三四十亿的真金白银，在二级市场上推高了重庆啤酒的股价。如今，面对重庆啤酒的持续跌停，基金终于尝到了从得意到失意的苦酒。

(楚木兰)

【调查】

豪赌梦难圆



基金在重庆啤酒的投资上是不是一场豪赌？

要回答这个问题，首先就必须回答另一个简单的问题：所谓治疗用(合成肽)乙肝疫苗到底有没有效？重庆啤酒的公告并未就揭盲数据给出明确的结论，该公司在乙肝疫苗II期临床研究“进度情况”中表示，此次临床有效性评估的主要疗效指标为随访至第76周，发生HBeAg抗HBe血清转换的患者比例。在更为关键的“主要疗效指标初步统计结果”说明中，重庆啤酒称，其聘请的CRO(临床合同研究组织)RPS医药科技(北京)公司现正在对临床研究数据进行全面的统计分析。RPS公司提交的《项目统计分析工作进展说明》表示，在统计分析报告完成并形成临床研究总结报告后，方可综合判断治疗用(合成肽)乙肝疫苗在本研究中的疗效及安全性。

如果“黑天鹅”事件不在我们的掌控中，那么避免极端配置则是基金公司可以自己掌控的，这也是减小“黑天鹅”事件影响的最好预防办法。”一位基金经理透露，他在投资策略上基本不做极端配置，四平八稳的情况居多，虽然几次“黑天鹅”事件对于公司净值确实有一定影响，但从长期业绩上来看，影响并不大。这也和该公司的业绩考核体系有关，该公司不同期限的业绩考核各占一定比例，这使得基金经理更加注重基金的长期收益而非短期收益。

质疑：

证券时报记者采访了12位公募和私募的投研人士，其中7位均表示“不相信这个乙肝疫苗”。他们给出的理由主要是：治疗性乙肝疫苗作为一项世界性的医学难题，不仅科研难度极大，需要投入的经费也超过想象，且持续时间极长，风险极高。从现有的临床结果来看，所谓的应答率相当于转阴率，既然安慰剂组和疫苗组的应答率相当，也就是说疫苗并未起多大作用，安慰剂本身就有心理安慰作用，两组数据相当，相当于乙肝病人打这个疫苗和喝开水的效果差不多。”一家公募基金的股票投资总监笑称。

北京一家知名医院的专业人士向证券时报记者表示，乙肝疫苗的观察指标更值得关注的应该是乙肝表面抗体和DNA指标，它们分别标明乙肝病毒的存在和活跃指数。重庆啤酒此次临床试验的主要考量指标是E抗原，但它本身具有自然转阴的可能，也就是说一定程度上可以自愈。因此，乙肝疫苗是否真正有效，尚需观察前面两项指标的情况。同时，从医学术语的严谨性来说，既然是疫苗，一般都是指向预防的；如果是用来治疗的，就应该称为“药物”，而不是疫苗。

上述医疗人士进一步表示，由于国内新生儿普遍都会打预防类的乙肝疫苗，近几年中国乙肝病人的

发病率实际上是不断下降的，尽管治疗性乙肝疫苗的存量市场空间十分广阔，但增量空间其实是有限的，也就是说，重庆啤酒治疗性乙肝疫苗的“想象空间”，尤其是潜在的增量市场那样大。重庆啤酒的治疗性乙肝疫苗目前只是II期B阶段，即使进入III期，从国际新药成功的概率来看，也就50%左右。

回应：

针对种种质疑，大成基金医药研究主管吕猛表示：此次重庆啤酒公布的安慰剂对照组的转阴率28.2%，的确非常异常。其不仅超过所有文献记载的最高水平，而且令人吃惊的是，它竟然非常接近国际上目前乙肝治疗一线用药的治疗水平。如果安慰剂对照组转阴率以5%来测算，由重庆啤酒用药组的转阴率可达50%以上，即便安慰剂对照组转阴率为有文献记载的最高17%，则重庆啤酒用药组的转阴率也将达到40%以上。”

吕猛称：“判断一个新药的疗效，并不能仅靠上面几个简单的数据，还需要综合考虑疫苗的安全性等其他数据，而重庆啤酒此次揭盲结果根本未予公布，仅仅公布一些初步结论，投资者根本无法对疫苗的前景做出正确判断。”

12月9日，大成基金公司公告称，公司已向重庆啤酒正式发函督促其充分履行信息披露义务。

国内另一家券商的一位医药研究员表示，安慰剂组HBeAg转阴伴HBeAb转阴应答率28.2%的结果超出常理，主要理由是：首先，临床专家认为E抗原血清学自然转换率在个位数百分比；其次，治疗用(合成肽)乙肝疫苗II期A临床试验观察48周结果只有一个E抗原血清学转换，且是治疗组病人，安慰剂E抗原血清学转换为零，其他旁证包括乙克II期临床试验，观察44周后的安慰剂E抗原转阴率为11.5%。

该研究员认为，排除安慰剂因素和其他因素，即使这一结果是真实的，治疗组30%的E抗原血清学转换率也是很不错的结果，原因在于干扰素只有30%左右但副作用较大，核苷类似物只有20%左右，但存在耐药性和反弹问题。同时，由于衡量药物有效性的指标较多，最终关于重庆啤酒治疗用(合成肽)乙肝疫苗II期B的试验结果还需要专家组做出结论。

(楚木兰)



是啤酒，也是…

张洁/制图