

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



十年轮回,上证指数又跌回到十年前的2245高点之下——市场十年变迁,给了我们哪些投资启示?而一些伪成长股、题材股、重组股的故事正在显出原形,股价加速回归,有些个股甚至连续跌停。在泡沫破灭之后,价值投资、长期投资是否会重新成为市场的主流投资理念?哪些领域、哪些行业会成为价值的主战场?……带着这些问题,证券时报记者专访了广发基金副总经理朱平、融通基金总经理助理陈晓生、交银施罗德投资总监项廷锋。

重塑价值投资理念 寻找低迷市场孕育的希望

证券时报记者 杨波 李焱焱

十年变迁的启示

证券时报记者:十年轮回,上证指数又跌回到十年前的2245高点之下,对此,您怎么看?在这十年中,哪些股票给我们赚了钱?这十年的变迁给了我们什么样的投资启示?

朱平:说过去十年指数没涨,其实有点误导,基金是挣钱的,深证综指、中小板指数都是赚钱的。上证指数的权重股主要是银行、中石油、中国远洋这样的大盘股,它们的表现拖累了指数,还有新股的高价发行拖累了指数,去掉这一部分,相当多的公司还是挣钱的。绝大部分上市公司的股价是上涨的,一些公司的股价涨了很多倍,为什么这些公司能挣钱别的原因不能挣钱?大部分市场参与者之所以亏钱,多数还是因为投机,如果老老实实价值投资,可能三年挣不到钱,但五年、十年,一般都是挣钱了。

中国股市有“炒新”的习惯,把市场的回报率拖下来了。市场逢新必炒,只要申购了新股就一定能赚钱,导致大家对新股的需求很大,只要是新股就一定能够发行成功,所以,公司就拼命发,而且价格还很高。因为上市定价太高,上市公司破发的很多,为什么十年指数不涨?因为利润都集中在一级市场,高价的时候不计入指数,下跌时计入指数,指数自然涨不上去。市场上就有一些资金喜欢炒新股,有专业人士建议50只新股一块上市,看那些喜欢炒新的资金还炒不炒得动。新股必赚神话一定要破灭。大家虽然都抱怨有泡沫,但也会参与泡沫,每个人都觉得只要自己能够跑掉就行了。

还有一件奇怪的事,在资本市场,投资者明明是主人,却好像跟班一样。比如公司再融资,一家上市公司要发可转债,并不是想发就能发的,如果投资者不买,用期股票,公司就不能扩容。如果大家都抱有投机心理,这件事就容易陷入一个死的循环。

陈晓生:过去十年,中国处于重化工业高速发展阶段,重化工业的特点是需要大量投入,与之相适应,股票市场强调融资功能,它的制度设定和安排都是有利于融资的。未来,中国经济将从重工业化向消费服务、科技创新产业等轻资产行业转型,轻资产行业不需要很多资金投入,因此,对股东来说,股价比圈钱更重要,与之相适应,股市将从目前重融资的市场转向偿付性、可投资的市场。其本质区别是,股市会更多考虑投资者利益保护、更全面控制风险,从突出融资功能转向突出投资功能。

过去十年中,尽管上证指数在牛熊轮回后又回到了起点,但股市实现了全流通,结构性机会其实非常多。这十年,市场也涌现出了茅台、张裕、云南白药等一批牛股,这些股票经过十年变迁之后,给投资者带来了丰厚回报。所以,尽管市场指数需要关注,但对机构投资者而言,发掘和分享企业成长带来的资本增值,更加重要,只要坚持基本面研究和投资,是能够获得较好的回报的。

项廷锋:我不太认可“十年轮回”的说法,根据十年上证指数零涨幅,而得出投资中国股市的零回报,至少在说法上是不科学的。即便忽略股市十年对我国经济,特别是国营经济产生的巨大正面贡献不论,单就投资回报而论,中国的股市也不是“十年轮回”。以经济转型而论,伴随经济转型指数的成份股在发生变化;同时,在经济转型中,必然有一些股票受益于转型,而另一些股票受制于转型,前者上涨,后者下跌,很可能反映在指数上就没有什么变化。

在过去的十年中,让我们赚了钱的股票不少,比如治理结构规范的消费股,基本上都是赚钱的;沿着中国经济增长模式的路径去寻找,也能找



广发基金副总经理 朱平

过去市场参与者都喜欢炒股票,现在惩罚开始兑现了。过去经济火热的时候,放杠杆吹泡沫,资产价格大幅上升,感觉谁都能分一杯羹,无论什么企业每年都会增长,如果非要给一个速度,至少也是20%。经济的神话给股市提供了源源不断的炮弹,以致市场也出现了三个神话:一是重组总是可以挣钱的,二是新股总是可以炒作的,三是主题是可以短期投资的。

到很多,虽然部分股票因经济周期性波动和传统经济增长模式不可持续而出现了一定幅度的下跌。

过去十年,中国股市处于新兴市场向成熟市场演化初期,带有明显的阶段性烙印,比如没有做空机制,经济周期性引发的波动被放大;比如流通市值偏小,流动性风险大;又比如债券市场发展滞后,股市定价缺乏合理的比较基准等,每一位身处其中的投资人,都得到许多投资启示。比如,在基本面分析方面比较关注预期差、比较关注技术分析、比较关注逆周期的政策走向。

回归“价值”

证券时报记者:2009年下半年以来,市场进入了“以小为美”的阶段,各路资金对伪成长股、重组股、概念股热烈追捧。但近期以来,这些股票进入了加速回归的阶段,有多只股票连续跌停,泡沫是否正在彻底破灭?

朱平:过去市场参与者都喜欢炒股票,现在惩罚开始兑现了。过去经济火热的时候,放杠杆吹泡沫,资产价格大幅上升,感觉谁都能分一杯羹,无论什么企业每年都会增长,如果非要给一个速度,至少也是20%。经济的神话给股市提供了源源不断的炮弹,以致市场也出现了三个神话:一是重组总是可以挣钱的,二是新股总是可以炒作的,三是主题是可以短期投资的。

现在是在经济不太好,重组的问题就出来了,往往重组不出来什么好东西,经济有泡沫的时候,房地产、矿山的故事很受追捧,但这些都是短期收益,长期并不一定具有投资价值,看很多矿山概念股,都是怎么涨上去怎么跌下来,真有“十年一觉扬州梦”之感。

前两年大家也热衷炒概念炒主题,比如奥运概念、世博概念,还有区域性主题等,有一个故事,钱就往一个方向堆。所谓的主题投资太不严谨了,投资不是这样做的,真正投资是要看盈利,看企业的盈利能力、增长速度、产业链特点、公司是否诚信、现有产品和未来产品上市的速度和质量、公司的经营能力,还要看有没有进入壁垒。

陈晓生:过去十年主要解决的是老百姓房子、车子等问题,所以房地产行业是发展的龙头,房地产、汽车产业在股市和实体经济的占比都比较高。未来十年,以房地产、汽车带动的传统产业会走下坡路,而现在市值比较小、占比很低的消费服务、科技创新类企业才是未来方向。

中小盘股真伪难辨,其中的确有一些可以做大做强的成长股,但其中



融通基金总经理助理 陈晓生

1996、1997年的牛市是利率改革引发的,2006、2007年的牛市是汇率改革引发的,今后则会由税制改革引发一波长慢牛,类似于美国过去20多年的长牛市。美国长期大牛市包括401K计划都是由税制改革带动的。所以,中国未来经济转型关键就在于于税制改革,靠税制改革带来的累积性效应,慢牛市至少有5到8年,甚至更长,这也将是历史以来最难得的投资机会。

也有一大批公司会被淘汰,甄别真正成长股的难度会越来越大。过去十年做投资,最主要的生产要素是资本和资源,判断这两个要素的标准是比较同一的,所以一般只要选对子行业就可以,子行业内的企业比较同质化。但在未来十年,在投资机会最大的消费服务、科技创新产业里,人才和机制才是最关键的因素,这两个领域的企业千差万别、个性化明显,差异和分化会很大。

所以,在未来十年投资和过去有很大区别,选中牛股难度比过去要大很多。难在两方面,一是不仅要选准子行业,还要精确选中具有前景的个股,对公司成长性的判断,是决定投资收益的关键;二是就算选对行业和个股,还必须要在合适的价位去买。过去十年,没有全流通,股票价格对大股东的影响没那么大,但全流通后股票价格直接关系大股东的财富,所以,在未来十年成长股容易被高估,要买到合适价位会比过去十年要难很多,因此,对公司的甄别比以前更难但也更重要。

项廷锋:任何一个市场,总有投资与投机两股力量在博弈。投机过重,需要回归理性,是正常的,也是必然的。2009年下半年以来的“以小为美”,背后有着深刻的中国经济转型憧憬或预期,前期因为投机的因素涨过了头,现在因为在出现了预期差,而连续下跌,在大数上是一种理性回归,但其中也有一些非理性的成份,毕竟有相当部分股票,是实实在在受益于中国经济转型的,而中国经济转型已是大势所趋。

关注“价值”

证券时报记者:现在的情况与2001年是否有相似之处?在2001年泡沫破灭之后,2003年价值投资横空出世。未来,遵循价值、长期投资是否会重新成为市场的主流投资理念?为什么?

朱平:中国股市的流通市值与居民存款的占比已达到60%,而这个数值在2009年初还只有20%,这对于中国股市的炒作模式来说是一个非常糟糕的消息。

宏观经济正回到一个正常的状态,资产价格开始回归,企业的盈利能力开始下降,挣钱越来越难。在经济收缩的时期,企业必然遭遇考验,一些讲故事的公司开始显出原形,而一些优秀的有竞争力的企业可以比较平稳地跨过难关,甚至在困难的时候发展壮大。

随着不断的新股上市和大小非出走,股市的资金将永久性处于饥渴状态,场内的资金必需寻找安全之处,只有形成共识的股票才能吸引资金长驻,这些股票的共同特征是诚信、龙头企业而且身处朝阳行业包括细分行业,他们将组成市场的“新蓝筹”,成为主要亮点。而由于资金的缺乏,游资的力量会日渐衰弱直至崩溃,2004年和2005年



交银施罗德投资总监 项廷锋

长期来看,公募基金的核心竞争力体现在研究、投资、风控的制度化、流程化、科学化。

从理论上讲,公募基金作为机构投资者,具有准确把握企业价值的专业能力。但不同的公募基金在企业价值研判方面是有差异的,作为整体也存在进一步提高的空间。目前公募基金持有股票流通市值的占比不到10%,从企业定价角度论,公募基金更多的是充当企业价值的发现者,而不是企业价格的决定者。

成长的,看到了方向和成果;二是股市本身的转变,从融资性市场转变为偿付性市场,成为可投资的市场。

背后深层次的原因是税制改革。1996、1997年的牛市是利率改革引发的,2006、2007年的牛市是汇率改革引发的,今后则会由税制改革引发一波较长的慢牛行情,类似于美国过去20多年的长牛市,美国上世纪80年代以后的长期牛市就是由税制改革带动的。中国经济转型关键就在于于税制改革,靠税制改革带来的累积性效应,慢牛市至少有5到8年,甚至更长,这也将是历史以来最难得的投资机会。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

出来了,看到了方向和成果;二是股市本身的转变,从融资性市场转变为偿付性市场,成为可投资的市场。

背后深层次的原因是税制改革。1996、1997年的牛市是利率改革引发的,2006、2007年的牛市是汇率改革引发的,今后则会由税制改革引发一波较长的慢牛行情,类似于美国过去20多年的长牛市,美国上世纪80年代以后的长期牛市就是由税制改革带动的。中国经济转型关键就在于于税制改革,靠税制改革带来的累积性效应,慢牛市至少有5到8年,甚至更长,这也将是历史以来最难得的投资机会。

项廷锋:中国经济转型的大趋势是明确的,但过程是曲折的、渐进的。因此,代表中国经济转型的方向的行业是值得期待的,市场的投资价值在于这些行业的长期的、趋势性的增长。当然,源于中国经济转型的渐进性,传统产业对经济增长贡献的下滑也会是渐进的、反复的,也因此至少存在阶段的投资机会或价值。

公募基金的核心价值

证券时报记者:公募基金到底应该赚什么样的钱?公募基金在投资方面最重要的核心竞争力是什么?公募基金是否应该具备对企业的定价能力?

朱平:价值投资一直是基金投资的主流,这几年大家有一些偏离,但基金总体上是比较理性的,基金的十大重仓股绝大部分是价值投资的。现在市场变了,基金肯定也会调整自己的投资策略。

基金投资当然是要赚企业成长的钱,这样做也许短期业绩不一定好,更做不到排名第一,但挣钱是没问题的,而且安全边际也很高。机构做投资,还不仅仅是挣钱,首先要告诉客户你会怎么做,然后按照你说的方法挣了钱,才是完整的。

陈晓生:站在公募投研的角度,应该包容各种各样的投资风格,但投研核心价值肯定还是基于产业、企业的基本面进行扎实研究,分享企业成长带来的资本增值。定价能力是基金核心竞争力的重要方面,基金自身的投研能力可以形成上市公司比较强的定价能力。当然我们对不同阶段的企业定价能力不一样。

具体而言,我们把对企业和产业的投资分为三个阶段:战略投资阶段、成长投资阶段和价值投资阶段。在战略投资阶段,只看产业和公司的价值。处于战略投资阶段的企业经过三年发展后,业务模式固定下来,进入成长投资阶段,在这个阶段,主要看市盈率、市净率等指标,投资价值可以计算出来。此后8年、10年甚至更长时间以后,企业就到了价值投资阶段,这个阶段,也要看各项指标。

项廷锋:长期来看,公募基金赚的是深度研究的钱,赚的是风险管理的钱,赚的是大类资产配置的钱,赚的是资产定价错误的钱,其核心竞争力体现在研究、投资、风控的制度化、流程化、科学化。

从理论上讲,公募基金作为机构投资者,具有准确把握企业价值的专业能力。但不同的公募基金在企业价值研判方面是有差异的,作为整体也存在进一步提高的空间。同时,我们也需要意识到价格总是偏离价值。目前公募基金持有股票流通市值的占比不到10%,从企业定价角度论,公募基金更多的是充当企业价值的发现者,而不是企业价格的决定者。

项廷锋:长期来看,公募基金赚的是深度研究的钱,赚的是风险管理的钱,赚的是大类资产配置的钱,赚的是资产定价错误的钱,其核心竞争力体现在研究、投资、风控的制度化、流程化、科学化。

从理论上讲,公募基金作为机构投资者,具有准确把握企业价值的专业能力。但不同的公募基金在企业价值研判方面是有差异的,作为整体也存在进一步提高的空间。同时,我们也需要意识到价格总是偏离价值。目前公募基金持有股票流通市值的占比不到10%,从企业定价角度论,公募基金更多的是充当企业价值的发现者,而不是企业价格的决定者。

项廷锋:长期来看,公募基金赚的是深度研究的钱,赚的是风险管理的钱,赚的是大类资产配置的钱,赚的是资产定价错误的钱,其核心竞争力体现在研究、投资、风控的制度化、流程化、科学化。

项廷锋:长期来看,公募基金赚的是深度研究的钱,赚的是风险管理的钱,赚的是大类资产配置的钱,赚的是资产定价错误的钱,其核心竞争力体现在研究、投资、风控的制度化、流程化、科学化。

项廷锋:长期来看,公募基金赚的是深度研究的钱,赚的是风险管理的钱,赚的是大类资产配置的钱,赚的是资产定价错误的钱,其核心竞争力体现在研究、投资、风控的制度化、流程化、科学化。