

## 专户获得绝对收益 需重视四大要素

刘光华

与国外成熟市场通过对冲来获取绝对收益不同，A股市场大多数公募基金专户、阳光私募产品等是没有运用期指等工具的。这就使得专户获取绝对收益的难度大增，尤其像2011年，要获得正收益更难上加难。笔者有幸近距离观察过2011年取得正收益的投资经理的操作，他们管理的组合连续几年战胜比较基准，给委托人带来了真正意义上的绝对回报。

首先，在没有运用期指对冲的专户操作中，控制仓位是获取绝对收益的法宝。无论是止损还是止盈，均要通过仓位的调整来实现。止损是为了控制下行风险，这在专户的整个合同周期中都要重视，而不是到了合同中的止损线之前。将一个组合从单位净值0.9元增长到1元，其难度要远高于从1元到1.1元。止盈有两种情况：一是达到客户预期的收益率目标；另一种是阶段性的止盈，守住收益，避免组合的净值大幅波动。

其次，精选个股是获得绝对收益的利器。与规模较大的公募基金需要重视行业配置不同，专户由于规模小，组合的表现直接取决于个股。尤其是“一对一”专户，委托人对单个个股组合比重的容忍度高，如20%到30%，这时个股的涨跌对组合的影响极大。成功的专户投资经理，往往具有深度挖掘个股的能力，并在机会来临时，敢于重仓。而当重仓的个股涨幅累积到一定程度后，逐步兑现盈利，为客户锁定收益。这也许会增加交易成本，但与因指数大幅波动而导致的净值变化相比，付出这些交易成本是值得的。

第三，左侧还是右侧交易，这取决于投资经理的个人风格。专户投资经理在选择左侧买入时，只能是试探性的，如果出现一定比例的浮亏，如10%，需要及时止损。当右侧机会出现时，交易型投资经理会快速提升仓位，而研究型的投资经理会逐步加仓。

第四，选择大盘股还是中小盘股。一般而言，专户投资经理会偏好后者。这一方面是由于中小盘股的弹性更大，在市场上涨时，可以更快地积累收益。另一方面，也是与专户组合的规模相适应的。

(作者系华安基金财富管理中心投资总监)

## 消费是永恒的主题

李洪雨

据统计，在市场轮回中，依靠业绩增长获取收益要显著强于其它因素驱动的收益。比如，我们以三年和五年为期限，业绩符合增长率20%以上的上市公司股价涨幅都要明显高于增长率在20%以下样本组的股价涨幅，而从行业分布来看，消费品行业组分布在前者区间内的比例要明显高于非消费品行业组。

消费品具有如下一些特别的属性，因此更能够经得起时间的考验：首先，消费品具有跨越时空的特征。衣食住行是人类存在而衍生的天然需求，历朝历代、古今中外都无例外。其次，消费需求具有不断更新进步的特征，社会需求的质量会随着经济发展水平不断提高，比如住所建造、装饰，长盛不衰，从古罗马式、哥特式，到现代风格，提升人们居住质量的内涵在不断改进和丰富。最后，还有一部分消费品有保值增值的功能，如黄金首饰等。

然而，做消费品并非坐地收财，一方面消费潮流的变化会导致行业新陈代谢与公司业绩分化，另一方面，消费品不像大宗商品，一致性不明显，管理附加值会有天壤之别。

一般而言，消费品更需要良好的经营管理。尽管现实需求是比较大的市场，竞争也会相对激烈，附加值也相对较低，消费品管理更多的价值来自于挖掘潜在需求，这种挖掘、引导和实现潜在需求的能力就成了消费品管理的差别所在，其最终驱动因素就体现在经营管理者的能力差别上。另外，投资消费品行业需要耐心，消费产品质量的控制、提升，品牌的树立、提高都需要时间的沉淀，较其它产业部门其需要更长的发掘、持有和实现周期。

(作者系农银大盘蓝筹股票基金经理)

# 借他山之石推中国利率市场化



巴曙松

利率市场化改革，从特定意义上说，就是逐步放松对利率的管制、将资金的价格更多交由市场供需决定的过程。中国自1996年以来，有步骤地推进利率市场化改革，经过十多年的努力，应当说已经取得了阶段性的进展。与主要经济体推进利率市场化时期的基础条件相比，当前中国推进利率市场化的环境已经基本具备。

20世纪70年代，欧美等发达国家积极放松利率管制。80年代以后，随着全球金融自由化浪潮的兴起，绝大多数国家包括拉美等发展中国家也都放宽或完全放开了利率管制，掀起了全球性利率市场化的浪潮。

美国在20世纪30年代以前的利率是自由化的，大萧条后，以《泰勒法案》为代表的利率管制开始引入到美国的金融体系中，到20世纪70年代美国利率管制的弊端逐渐显现，金融脱媒现象严重，迫使金融机构通过金

利率市场化不能一蹴而就，美国和日本都先后经历了20年左右的渐进过程，先银行间再存贷款，先大额，后小额是国际上普遍采取的路径。

本栏目将分两次刊登巴曙松博士《利率市场化改革》一文，探讨中国推进利率市场化改革的条件和时机选择问题，下篇请见3月19日《中国基金周刊》。

融创新规避利率管制，而利率管制下的货币政策执行效果下降，也使得美国金融当局意识到利率市场化改革迫在眉睫。美国的利率市场化改革以放松大额可转让存单为突破口，从20世纪70年代开始逐步放开大额存单、大额长期定期存款利率上限，并先后颁布了《禁止对存款机构管制与货币控制法》和《恩-圣杰曼存款机构法案》，在1980-1986年间遵循从大额到小额，从长期到短期的原则逐步放开利率管制，最终于1986年全面实现利率市场化，整个推进过程持续了差不多10多年的时间。

日本对利率的管制始于1947年的《临时利率调整法》，此后日本实行了严格的利率管制体系，当时日本的货币市场品种单一，国债只能由各大银行购买。二战以后日本推行低利率政策以维持国内金融体制的稳定。到20世纪70年代，日本政府开始大量发行国债。但各大商业银行无法长期承受国债的低利率，因此后期大部分国债被日本银行通过公开市场回收，这样就使得国债货币化，货币供应量被动增加，

造成通胀压力。由此引发了日本国债利率市场化的需求，到1978年日本大藏省首次以公募招标方式来发行中期国债，促成了国债发行和交易的利率自由化。以国债利率自由化为突破口打开了利率市场化的先河，此后日本的利率市场化采取了先国债、后其他金融品种；先在银行间实行市场利率，后在存贷款利率中实行；先长期、大额，后短期、小额的步骤，直至1994年10月日本基本放开全部利率管制。

从发达国家实施利率市场化的经验来看，利率市场化既是金融市场发展的一定阶段的自身诉求，也是金融机构和金融当局在利率管制的弊端日益明显暴露之后的必然选择。利率市场化不能一蹴而就，美国和日本都先后经历了20年左右的渐进过程，先银行间再存贷款，先长期、大额，后短期、小额是国际上普遍采取的路径。

在各国推进利率市场化的进程中，也不乏有智利、阿根廷等拉美国家这样的失败教训。通常而言，宏观经济的稳定程度、金融市场的发展程度、金融机构的改革以及公平竞争环境、银行监管机制的有效性等都被认为是利率市场化时机选择所应考虑

宏观层面的基础条件，同时，在微观层面成熟的微观金融机构的硬约束等也是重要的要件之一。

健全的金融体系体系和充分的市场竞争机制。成熟的金融市场能够开拓出更多的融资渠道和契机为利率市场化的风险释放增加出口，实现储蓄多元化配置的同时分散过于集中的利率风险。成熟的金融市场也是形成均衡的资金价格和市场基准利率的基础，是有效的利率传导机制得以实现的重要条件。同时，也只有在健全良好的金融环境下，才能够为商业银行营造公平的竞争环境，不仅能够使商业银行有条件根据金融市场上的利率情况和本身的经营情况参与市场竞争对资金合理定价，实现资金资源的优化配置；也能够培育商业银行的竞争能力，为利率市场化打好基础。

以市场化的金融创新作为推进利率市场化的重要动力。在美、日等发达国家利率市场化的进程中，金融创新扮演着重要的角色。首先，利率市场化的过程本身就伴随着金融创新。美、日实施利率市场化的途径就是通过不断引进带有市场化性质的新存款和贷款品种来推进。其次，商业银行的市场化金融创新在客观上推动了利率市场化的进程，同时也成为其在利率市场化进程中生存和发展的重要方



## 投资大视野

# 2012年掘金文化产业与资本市场改革

证券时报记者 孙晓霞

3月沪深两市迎来小幅上涨的行情。两会之后，随着相关政策的继续落实，今年宏观经济运行状况如何？2012年的投资主线是什么？就相关问题，证券时报记者采访了诺安基金投资部投资经理史高飞和泰达宏利基金经理梁辉。

### 今年A股涨幅不会太大

证券时报记者：如何看待今年的宏观经济和A股市场？

史高飞：今年的宏观经济稳中略降，包括出口、消费和投资在内的增长会更加平衡。虽然物价压力将长期存在，但流动性因素将比去年有很大改善。今年货币环境较为宽松，总体市场估值比去年低，加之去年影响资本市场的很多负面因素如控物价、控房价正在转变为正面因素，综合考虑，A股市场将呈现出缓慢、曲折向上的态势。

梁辉：现阶段，中国经济的基本面比较差，房价和物价都相对较高，虽然近期货币政策有些放松，但我们认为，政策放松力度不会特别大，因此，A股今年不会成为一个牛市。

证券时报记者：两会之后，货币政策是否会继续放松？

梁辉：如果货币政策再放松的话，房价马上就要上去。但今年，资本市场的流动性已经要比去年好很多。因为实体经济萎缩减弱了对资金的需求，在某种程度上使得资本市场的资金宽裕一些。但由于实体经济不是很好，所以股市的涨幅也不会太

诺安基金投资部投资经理史高飞：今年最看好文化产业改革带来的机会。这个领域的机会将比想象得大，进度也会比想象得快。

泰达宏利基金经理梁辉：今年的板块切换会比较频繁，我们将重点关注那些长期而言公司内在价值高于现在价格的品种。

大。今年市场整体运行空间在目前点位上下十个百分点左右。

史高飞：我认为货币放松的可能性比较大。因为我们国家目前M2实际情况比预定的指标要低，加之物价压力小，下阶段政策放松的可能性偏大。

### 文化产业会有好机会

证券时报记者：两会之后投资主线是什么？

史高飞：在慢牛行情的背景下，下阶段的投资主线将是低估值蓝筹。在流动性充裕的环境下，市场将由炒作估值溢价、重组溢价逐渐走向蓝筹溢价。我个人看好大盘蓝筹中业务和国家、人类未来有关，又属于主流的投资品种。例如文化领域的智能电视、三网融合板



吴比较/制图

块。我同时也看好随着资本市场改革的逐渐深化，存在一些结构性变化的公司如券商。

相比其他领域，我今年最看好的是文化产业改革带来的机会。我认为，这个领域的机会将比想象得大，进度也会比想象得快。2012年元旦

过后，广电总局出台了相关文件，决定改变以往通过叫停规范互联网机顶盒的“单纯监管”方式，转而鼓励“运营”引导该产业的发展。在该政策带动下，以前一直游走在“灰色地带”的互联网电视机顶盒产业将会在阳光下运营。我认为，今年，不仅互

联网电视等相关领域的公司将迎来大发展，包括三网融合、家庭娱乐品的智能化改造都将在文化产业改革的背景下有显著的投资机会。

### 蓝筹和周期股值得关注

梁辉：我觉得市场年初在炒作超跌反弹股票，下个阶段将更多地关注一些业绩稳定增长的价值型股票如消费和一些蓝筹。因为流动性比较好，今年的炒作之风会很厉害。在政策的影响下，今年的板块切换会比较频繁。今年，我将重点关注那些长期而言公司内在价值高于现在价格的品种，例如软件行业，既稳定又增长，如果经济恢复得特别好，我可能会关注周期类的公司。

证券时报记者：目前，很多周期类股票价格已经很低了，请问周期类股票下个阶段的走势如何？

史高飞：周期股今年比去年更有机会，但主要是交易性的机会。周期股的机会主要取决于海外流动性释放的节奏和力度。随着欧洲启动印钞机，未来全球货币可能多不可少。按照弗里德曼的理论，货币放出来到实体经济领域的周期是13个月到18个月，欧洲去年9月放货币，实体经济今年10月，最近不会超过明年6月份就会开始反应，大宗商品的价格压力那时将是很大的。由于中国经济也参与到全球经济的循环周期中，如果届时中国经济没有结构调整会面临大的输入性通胀，甚至会带来滞胀。

梁辉：我认为，周期股下个阶段应该会有一个反弹。

# 坚持价值投资 伴随企业共同成长

高阳

在投资领域，投资理念最为重要。投资理念本质上是一种价值观，反映其对资本市场财富增值规律的认知。股票有双重属性：一方面它是企业的股权，所有人的回报等于企业的回报，即股权收益；另一方面它是商品，受供求关系的影响其价格经常围绕价值波动，持有人有资本利得或损失，即估值收益。从这一众所周知的基本规律出发，产生两种截然不同的投资模

式：一是基于基本面的价值投资，以企业的股权收益和股息分红为获利手段，忽略供求关系；二是基于股市供求关系的趋势投资，重点关注供求关系并以博取价差为获利手段，对企业基本面不太关心。

基于基本面的价值投资强调客观规律，可复制和可跟踪性强，是具有长期生命力的盈利模式。公募基金作为证券市场上机构投资者的的重要组成部分，收益最大化不应该是基金投资追求的单一目标。一笔

成功的投资，不但能够获取资本增值和分红收益，而且要起到支持企业发展、增加国民财富的效果。如果基金的作用是参与概念和题材的炒作而赚取其他投资者的钱，这种作为虽然不违法违规，但其盈利模式不可能长期持续。在一个零和游戏或者负和游戏中，不可能有一个玩家持续盈利。长期可持续的盈利模式只有一个：坚持价值投资，分享企业的财富增长。

美国沃顿商学院教授杰里米·西格尔在《投资者的未来》中讲述了一

个生动的案例。1950-2003年，IBM和新泽西标准石油公司，前者在每股收入和每股利润的年均增长率都超过后者3%。1950年，一个投资者分别以26倍市盈率和13倍市盈率投资1000美元买入上述两家公司，53年后，投资新泽西标准石油的1000美元累积到126万美元，而投向IBM的1000美元只累积到96万美元。在每股收入和每股利润增长率都低于IBM公司的情况下，凭借低廉的买入价格和年度5.2%的股利率并将分红收入

重复投资，该投资者在旧经济股票上的投资收益比投资一个新经济的成长企业还多30%。

股票长期投资回报既取决于企业本身的业绩增长，也跟买入价格有关。目前，从A股市场的估值来看，以大盘蓝筹为代表的沪深300今年PE估值不足10倍，远低于中小板、创业板企业的估值水平。同时，通过自下而上的分析可以看到，大盘蓝筹今年实现20%左右的盈利增长概率较大。而中小板、创业板整体实现34%、44%的增长预期难度较大。且目前蓝筹股中，不少公司的股息率已经达到4%-5%，较高的持有期投资收益，也降低了持股风险。

(作者系鹏华基金副总裁)