

## ■微言大义 | Word by Word |

定位决定地位，格局决定结局；最好的竞争格局是“月朗星稀”，就是一家独大，其它竞争对手都不成气候。次优的是“一超多强”，彼此有竞争，但老大的优势明显。再次的是“两分天下”和“三足鼎立”。最差的格局就是“百舸争流”的高度竞争行业。

——南方基金投资总监邱国鹭

两次非对称减息，看似对银行业是沉重打击，为此大量机构减持。大盘在这期间又下跌近200点。然而，有银行股股价却超过利率调整前水平。估值与公司治理差异是因？

——海通证券副总裁、首席经济学家李迅雷

一些银行经营转型陷入尴尬境地。一曰“转型绑架”，数年如一日将人财资源大规模投入零售业务，迄今未获预期的真金白银的回报，食之无味又弃之不舍，不情愿又抽身不得。二曰“转型陷阱”，锲而不舍地耕耘中间业务并持续投入大量资源，而今却遭遇前所未有的大力度合规调查，未料到会如此深陷困境。

——交通银行首席经济学家连平

理论上来说，在税负重的情况下，如果民间投资回报率高于国债利率，政府就应该减税，改为通过发行债券弥补财政支出。这样好比用政府的高信誉来为民间投资的发展提供支持。我国现在民间借贷利率在15%以上，政府真的到了该减税的时候了。

——兴业全球基金管理公司副总经理徐天舒

我国债券市场可能爆炸性发展，前几日遇美国某最大资产管理公司合伙人，他介绍了美国八十年代资本市场的情况，一为遏制通胀不断收紧银行信贷；二是股市长期低迷；三是各类债券产品大发展，有效弥补了银行信贷的短缺。我国未来数年情形与此十分相近。

——中信证券董事总经理徐刚 (刘明整理)

## ■观点 | Point |

### 上投摩根董红波：深入选股 认准大消费

上投摩根健康品质基金经理董红波表示，消费股的投资价值在经济下行期尤其明显，在未来中国整个经济大背景下，这种投资价值会更加明显和突出。

董红波认为，消费股的投资价值，无论是在经济上行或者下行时都存在，在下行期间尤其明显。从未来十年来看，中国的经济增速不会再一味求快，取而代之的将是保持一种合理的、健康的速度增长。”在此背景下，中国经济的结构增长，可能更多需要依靠消费，而从整个经济增长的推动力来看，消费也会承担越来越大的重要性。因此，消费股的投资价值也会更加明显和突出。

董红波表示，在精选个股的过程中，不仅要把那些真正比较好、盈利趋势不断向上的好行业好公司选出来，还要对精挑细选出来的“高富帅”企业进行有效权重配置。

展望未来市场，董红波保持谨慎乐观。他强调，目前经济下滑的趋势或将在三季度得到改善，流动性的宽松、通胀的下降、政策的支持以及目前市场整体较低的估值水平都有望对将来市场形成较强支撑。他表示将继续以大消费为重点投资方向，并强化研究、深入选股，挖掘出可以持续成长、具备持续竞争优势的优秀公司进行长期重点配置，同时亦会保持相对灵活的操作风格。

(张哲)

### 富国基金张峰：港股中小盘颇具吸引力

对于成长股的爱好者而言，中国中小盘股票巨大的A/H股差价，令香港市场的中国中小盘板块显示了一定吸引力。正在发行的富国中国中小盘QDII基金拟任基金经理张峰认为，目前，港股中小盘估值比A股中小盘相关指数市盈率便宜60%以上，低廉的估值给投资者提供了不错的投资安全垫，值得关注。

2000年至2011年间，追踪港股中国中小盘公司的MSCI中国中小盘指数11年间上涨了172.57%，涨势喜人，而同期上证综指与恒生指数仅上涨了60.94%、6.88%。张峰表示，在香港上市的内地中小市值公司，主营业务在中国，受益于中国经济成长，企业本身处于高速成长期，有广阔的成长空间。但它们的估值普遍大幅低于A股类似上市公司股票的估值。

(张哲)

# 绩优蓝筹股中长期投资价值十分突出



杨德龙

国内关于价值投资的著作汗牛充栋，但在目前市场跌入低谷时，仍想再谈价值投资，以期抛砖引玉。

投资大师巴菲特曾说：价值投资并不能充分保证投资盈利，因为我们不仅要在合理的价格上买入，而且买入的公司未来业绩还要与我们的估计相符。但价值投资给我们提供了走向真正成功的唯一机会。”

过去二十多年，A股市场从无到

◎根据实证研究，股价的长期表现取决于公司业绩增长。牛股产生的背后，是持续的业绩增长。价值投资者相当于用时间换空间，通过投资绩优成长股获得长跑胜利。

◎根据A股市场在2005年11月和2008年10月形成的两个极值标准看，目前A股点位应该离底部不远。

有、从小到大发展起来，经过严格和长期的市场检验，巴菲特等投资大师倡导的价值投资被证明是获取长期超额收益的最好方法。根据实证研究，股价的长期表现取决于公司业绩增长。牛股产生的背后，是持续的业绩增长。价值投资者相当于用时间换空间，通过投资绩优成长股获得长跑胜利。

2006年初，A股市场开启长达两年的大牛市行情，一些基本面良好的蓝筹股股价大幅上升，坚持价值投资的投资者获得了最大的收益，价值投资的理念更加深入人心。可以说，那轮大行情的启动也是价值发现之旅。在牛市启动前，全部A股市盈率只有10倍。从2005年年末开始，绩优股、低PE股明显受到投资者的青睐，并开始高出市场平均水平大幅上涨。基金对于价值投资的理解也逐步深入，从最初仅看财务

报表数据，逐渐转向重视公司持续和长期的市场检验，巴菲特等投资大师倡导的价值投资被证明是获取长期超额收益的最好方法。根据实证研究，股价的长期表现取决于公司业绩增长。牛股产生的背后，是持续的业绩增长。价值投资者相当于用时间换空间，通过投资绩优成长股获得长跑胜利。

2010年创业板推出后，一些没有基本面支持、仅靠讲故事的小股票，受到游资追捧，股价大幅飙升，动态PE甚至上升到100倍以上，泡沫化严重。受赚钱效应的吸引，很多中小投资者盲目追高，沉浸在击鼓传花的游戏里。相反，一些基本面良好的蓝筹股股价持续低迷，风光不再，部分投资者甚至抛出价值投资无用论。仅过了半年，创业板公司披露年报，多数公司业绩增长大幅低于预期，甚至第一年就出现

## ■投资手记 | Handnote |

### 奥运会和股市规则

朱平

伦敦奥运会在快乐的音乐中落下帷幕，与四年前北京奥运会相比，伦敦奥运会中国却表现出许多不同。首先是冠军关注度下降，冠军数下降到第二，大家无任何触动，中国本土赞助商甚至下降到只有两家，也鲜有企业家出面给奥运冠军追加奖励。其次是越来越多的中国人开始反思体育的真正含义，全民的健康更重要还是几个人的冠军更重要。最后随着中国女篮的出局，中国三大球全军尽墨，中国体育到底是进步了还是退步了，什么样的方法才能在提高全民素质的基础上，帮助那些努力而有天赋的年轻人实现更高、更快、更强的冠军梦。

作为投资者也许还会从其他角度考虑伦敦奥运，比如这次股市在奥运期间倒是没有重复上届奥运的不幸，股市甚至出现反弹，而相当一批今年以来一直表现优异的股票更是迭创新高。本届奥运相对之前奥运的改变，表现在以下三个方面。

首先是市场关注度的变化，随着中国股市日益市场化，中国股市对股民的吸引力不断下降，数据显示，A股所有账户的活跃率只有37%，比四年前的低谷43%还要低很多。对于一般投资者而言，如果不能理解现在的结构行情，不能坚持以价值分析为基础，现在仍不是活跃率的底部。所以对于大部分个人投资者而言退出

股市或者选择投资股市的产品可能是最理性的选择。

其次是投资理念的变化。2007年之后，随着中国房地产和资源需求的井喷，中国股市收益率最好的是重组股，从那时起把所有ST的股票组合起来，收益率远胜大盘，所以甚至有基金也因此而成为市场表现最好的基金。但今年似乎又回到2003年至2006年的市场，今年股市的潜规则是：业绩为王，强者恒强，弱者受伤；宏观强无效，行业弱有效，个股才是王道。

最后随着个股的不断分化，大家更加关注到底选择什么样的个股才是王道。个股选择原则至少有以下三条：当其他条件相当时，买入收益率高的，卖出收益率低的；买入确定性

强的，卖出确定性低的；优先买入当年就有业绩，而不是将来预期会业绩好的。概念、主题或重组都不符合上述三个原则，所以就难成热门。

当然仅有这些原则还不够，因为对股票的预期总是基于未来，但从现在到未来充满风险，同样有些规则需要牢记：首先，只有过去在某项业务上有成功历史的公司，才可以相信他对于未来的预期。其次，如果某个公司低于预期或者误导欺骗了你，将来他很有可能还会这样，所以远离是最好的策略。最后，有一个你不相信或不了解的公司，股价和业绩双增长，你最好换个角度，从正面了解并努力喜欢上它。

（作者系广发基金副总经理、投资总监）



## 投资大视野

### 另类投资的感想

李冠宇

投资更像一场战争，最终要有胜负结果。投资是一件处理主要矛盾和次要矛盾的事情，处理好短期矛盾和长期矛盾的事情。投资没有固定的方法，唯一不变的是变化。

众所周知，影响股价变化的因素很多，对于一个投资人来说，不是每一个因素对股价都是同等重要。而且每个公司当前面临的主要矛盾也不一样。在面对一个具体的企业时，我更倾向于在脑海中建立一个行业的网络，公司就像网络中的节点，周围是同行，上游供应商，下游客户。公司自身又是一个网络，网络的节点包含很多信息：比如管理层、产品研发、销售、生产设备等。未来公司的状态要远好于现在市场预期的状态，那么这将会是一个良好的投资机会。

对信息的反应，需要客观的判断。上述的主要矛盾，开始体现作用。如果碰到一个信息足够强大，影响足够深远，那么整个网络会在一段时间忽略其他因素的影响，朝某个状态演进。这是我们容易捕捉的投资机会。随着股价的表现，逐渐反映了该影响因素。未来影响股价表现的主要因素将慢慢发生转移。

在我看来，没有绝对的好公司也没有绝对的坏公司。任何时期，股价很大程度上决定了其是好还是坏，当然要通过做多或者做空获得收益，还要确定其是否具备足够的涨幅和跌幅。

举个例子，当某乳品企业估值超过30倍时，我们再去关注年增长是30%还是40%，意义不大。也就是当估值高于某个数值时，业绩增速对股价的正面影响将钝化。这时候如果能从行业里面获知其食品安全问题，那么做空是一种获得超额收益的选择。

（作者系华安基金基金经理助理）

## 资本市场也需要奥林匹克精神

潘峰

大多数人理解奥运精神是从更快、更高、更强”开始的，在这一口号的激励下，诞生了许多技术与非技术手段，譬如兴奋剂。这是历届奥运会的“头号大敌”，因为采用服药的方式来提高成绩不仅对其他选手不公平，而且对服用者的身体造成无法预测的伤害，被认为是违背体育精神。看起来，追求更快、更高、更强”是有底线、有原则的。

以结果为导向，不仅存在于体育，更存在于诸多领域，譬如投资。投资是最容易采用结果导向方式的，如果说奥运口号是“更快、更高、更强”的话，那么投资的口

号就是“更高、再高、无限高”了，这或许是由资本的本性决定的，“成王败寇”、“赚钱就是硬道理”几乎是投资界唯一的价值取向。

投资需要某种类似奥林匹克精神的东西么？国际奥委会早已认识到，如果以结果为导向，必然导致不择手段的竞争，突破自然、伦理就有了名正言顺的理由，并被视为通向成功的手段而流行，失去约束的野蛮法则一旦成为主流，终将导致整个体系的崩溃，因此奥林匹克精神作为一种价值观，以底线的方式在制约某些行为，因此他们在追求人类极限和保持奥林匹克精神之间小心翼翼地保持着平衡。

投资也有相似之处。欺诈和财务

造假类似于服用兴奋剂，造假者的获利是对诚实守信契约精神的破坏，从而动摇了整个市场的根基。不公平交易和利益输送有点接近于让球，通过人为干预使少数人获利，对其他投资者则显失公平。

比较令人困惑的是投资界的“举国机制”。众所周知，中国股票市场建立的初衷是为当时国企融资解困，之后也一直摆脱不了“政策市”的影响。无论是IPO的审核，还是对某些板块的价值判断，都有比较注重的人为干预、制度安排的因素，以至于很多投资者在面对市场时，或许有这样的疑问：这是投资本身吗？是不是早有安排？

我们经常说中国是新兴市场，或许，成熟市场与新兴市场

的重要区别并不在于体量、结构，而在于市场是否有底线，或者突破底线的现象是否大量存在，并被视为取得成功的方式。

证券时报近日发起中国股市振兴方略的讨论，在我看来，最重要的应具有某种被大多数投资者所认可的价值观，并以此作为各方的行为原则和底线，这才是对中国股市的长远之策。

中国青年报呼吁瓦解体育的举国体制，认为一个国家的崛起，无法靠这些金属来赢得世界认同和尊重，中国要成为真正的强国，需要有远比金牌数更深层次的价值追求。或许，资本市场也需要一些“奥林匹克精神”。

（作者系易方达价值成长基金经理）

## 固定收益类基金迎黄金发展期

史向明

去年10月以来，债券市场迎来一波持续牛市。虽然最近债券市场出现调整，但经济低位运行、通胀低位运行这些有利于债券运行的基本面因素并未发生改变。我们认为，目前及未来相当长的时间内，债券基金等固定收益类基金仍将处于黄金发展时期。

首先，在经济潜在增速下降、经济结构调整的大背景下，债券市场行

情将改变以往“牛短熊长”的格局，债券市场具备更多以时间换空间、为投资者提供稳健回报的机会。过去高速增长高通胀是国内的经济常态，债券市场往往三年才能有一次不错的上涨机会，牛短熊长的格局明显。

如今，经济活动低迷，国内劳动力成本和产能过剩的经济特征同时存在，导致政策难以出现大幅度的放松，经济难以出现V形反转。为使中国经济在未来不发

生更大的危机，国内经济可能要经历漫长而痛苦的去产能化过程。在这个过程中，经济增速下台阶，通胀低位运行，这些对债券市场行情的有利发展。

其次，随着利率市场化改革步伐的推进和直接融资模式的发展，债券市场的投资标的将得到极大的丰富。以信用债券为例，目前市场已经涵盖比较成熟的品种包括短融、超短融、中期票据、企业债、公司债、次级债等，一些新品种如中小

企业私募债、资产支持票据等也已破冰，2009年至今，每年各类信用债券的发行量分别达到1.65、1.60、2.65和1.92万亿元。投资品种的丰富，为固定收益类基金提供了创新的基础，也为固定收益类基金获得超越通胀的稳健收益提供保证。再次，中国人口结构的变化，也会使得提供稳健收益的固定收益类产品拥有更大的客户需求群体。

（作者系农银恒久增利债券、农银增强收益债券基金经理）

**智诚相伴**  
INSIGHTFUL PARTNER

**华安基金**  
HuaAn Funds

客服热线: 40088 50088  
公司网址: www.huahuan.com.cn  
手机基金网址: wao.huahuan.com.cn

---

**农银汇理基金**  
AGRICULTURAL BANK OF CHINA

40068-95599

**农银深证100指数基金**  
8月9日-8月31日公开发售(代码:660014)

\*本广告仅供参考