

坦然直面经济增速放缓

我们生活在一个必须增长的世界中——人们对经济衰退有着天然的恐惧，因为历史上有许多先例，经济增长的停滞可能会导致国民收入下滑、失业率上升、社会矛盾激化、地缘政治争端等各种灾难性后果。在中国这样一个已经保持了30多年高速增长奇迹的国度里，甚至仅仅是增长速度的放缓，就引发了国内外观察家的种种关注和担忧。在很多人眼里，中国不仅不能不增长，而且必须是高速增长。

谈及经济增长，很多时候人们都会把上世纪90年代日本所经历的“失去的十年”引为前车之鉴。但是，2008年诺贝尔经济学奖得主、著名经济学家克鲁格曼最近在接受英国《金融时报》采访时提出：我们曾经认为，日本是一个警示。到头来，日本几乎成了一个模范。他们从未经历我们所遭遇的那种严重滑坡。在我们所称的“失去的十年”的多数时间，他们成功提高了人均收入……我们的表现比他们最黑暗的时期还要糟糕。当人们问：我们会不会变成日本？我回答：我已不得把我们变成日本。”13年前，正是这位自由派经济学家在《时代》周刊上撰文批评“日本综合征”。显然，他的观点已经发生了显著的变化。从某种意义上说，克鲁格曼的反思有点福利经济学派的味道。在福利经济学派看来，衡量社会发展程度的度量并不只有国内生产总值(GDP)增速，国民幸福感的最大化才是终极目标。

没有增长的“失去的十年”竟然成为“辉煌”，对于中国经济增速的放缓似乎更不必过多担忧。相对日本“失去的十年”，仅就经济增长速度来看，中国的情况要好得多，我们不过是经济增速放缓而已，与大多数国家相比，我们还是快马，还不需要考虑停滞的问题。当然，在经济增长领域，我们的确面临很多难题，包括房地产泡沫的控制、难以延续的过于依赖投资的增长模式、中等收入陷阱、刘易斯拐点的到来等。

我们真正面临的更为严峻的问题很多不是经济增长所能解决的，有些甚至就是快速增长的副产品，如食品安全和环境污染、不合理的收入分配体系、社会价值和道德观的底线缺失，等等。过去很多时候，是耀眼的GDP增速一俊遮百丑，掩盖了很多潜在的问题。当前，主动控制的经济增长减速对中国来说可能是最佳选择。我们要做的应该是进一步推动体制和经济结构调整，加快收入分配改革的步伐，致力于整体提高国民福祉，提高国民幸福感。到头来，我们可能会发现，经济增长速度放缓的后果可能并不如想象的那么严重。现在需要做的是，坦然面对经济增长速度放缓的现实，即便伴随一些短期的阵痛。

对于资本市场上的投资者来说，更要正视经济增长放缓的现实，不能停留在对过去的幻想中。寻找能够在转型中逐步长大、在减速阶段仍能保持相对较快增长的那一小批公司的投资机会才是正途——在整体宏观减速背景下，这家公司会越来越稀缺。过去几年中，我们已经看到了公司之间这种显著的、持续的分化，有些公司在业绩超预期下不断创出历史新高，有些公司的股价只有更低，未来这种格局可能会持续。

(汇添富基金 顾耀强)



每个基金经理都会有自己的投资哲学，近日平安大华保本基金拟任基金经理孙健表示，他崇尚的是自然平衡的道家思想。初看这似乎和基金投资毫无关系，但是仔细品味“道法自然”——“顺天、随地、因人”的传统理论，若能娴熟地运用在基金投资中，也能体现基金经理将宏观背景、市场环境和各种操作细节相互融合，执掌大局于胸的气度与胸怀。

近期上证综指徘徊于2100点附近，创出自2009年2月以来近3年半的低点，投资者避险情绪持续升温。在震荡市下，确保资产保值、保住本金不受损失是一个总的原则。投资者宜尽量配置中长期固定收益类及

关注QDII基金 优化资产配置

产品投资类别、产品属性和汇率因素应重点考量

随着欧债危机的逐步缓解，海外市场在经历5月份大幅下跌后稳步回升，此前受全球经济下行拖累及强势美元打压的商品指数也出现一波独立上涨。在此背景下，合格境内机构投资者(QDII)产品今年以来至8月10日平均收益为3.6%，其中八成数量产品取得正收益。

目前国内有63只QDII产品，投资标的资产类别涵盖3大类即国际股票类、国际债券类和商品类，而每大类又包括多个投资子类。对每个投资子类，我们采用基金收益率分布的标准差来衡量收益分化程度。

国际股票类

国际股票类是QDII基金中数量和规模最大的类别，目前有52只产品，按投资区域及标的，可进一步细分为7个投资子类。

观察显示，QDII基金业绩分化较明显，主要原因之一是投资类别的多样性。在国际股票大类中，今年以来表现较好的类别为美国股票类、新兴市场股票类、亚太区(不包括日本)股票类，平均收益率依次为13.2%、6.7%和6.0%；唯一负收益的是行业股票类，下跌0.7%。大中华区股票虽受累于A股市场而表现较弱，但也有2.9%的涨幅。

不动产类主要投资于专注海外商业地产及收益型不动产的基金，今年以来全球不动产基准指数强势反弹，不动产类2只产品均上涨4.3%。

今年以来美股强劲反弹，美国股

票类3只产品均上涨10%以上。国泰纳斯达克100为18.4%，而大成标普500等权重和长信标普100等权重分别为10.5%和10.6%；3只产品都是指数基金，收益分化主要缘于跟踪指数的差异。

环球股票类12只产品今年以来平均收益为4.0%，但收益分布的标准差高达4.4%，换言之，95%的产品收益在-0.4%到8.8%之间。基金经理的投资能力是差异的主要原因。

国际债券类

环球债券类主要投资于全球债券市场，目前仅有1只产品即富国全球债券，成立于2010年10月，成立以来表现较为平稳，今年以来上涨3.6%。

商品类

商品类QDII基金可细分为贵金属类和商品(非贵金属)类。贵金属类主要投资于黄金、白银等贵金属，商品(非贵金属)类则投资于其他各种商品类相关资产，包括能源、基础金属、农产品等。

贵金属类有4只产品，均主要投资于黄金。今年以来黄金价格波动较大，类别平均收益仅0.8%。

商品(非贵金属)类有5只产品，除了华安标普全球石油价格指数基金外，其余4只基金都是基金中的基金(FOF)。今年以来商品市场整体走势不佳，商品类平均收益

为-4.2%。另一方面，商品类投资范围比较宽泛，包括基础金属、能源及农产品等，投资侧重点的不同会直接影响基金收益，因而商品(非贵金属)类基金之间的收益分化较大，标准差达到5.4%。

QDII基金的投资逻辑

QDII基金的投资逻辑在于：A股市场基金收益与大市的相关度较高，在系统性波动较大的环境中，单纯优选A股基金较难获得稳定收益；而QDII基金投资标的较为广泛，与A股的相关度也较低，将其纳入投资组合有助于分散单一市场的系统性风险，降低组合波动。

根据中信证券研究部金融产品组的统计，全球各类指数与沪深300指数相关度较低，基本在0.55以下，其中商品类、不动产类、黄金及美国股票类都在0.4以下。

首先，投资者应根据投资目标、风险承受度来确定投资类别。目前，美国经济趋缓但优于其他地区，新兴国家经济增长普遍放缓，而包括贵金属在内的大宗商品近期反弹趋势明显。

在确定投资类别后，应注意QDII基金的属性：(1)指数基金，需关注其跟踪误差，如果是增强指数基金，还需衡量超额收益。(2)FOF型产品，虽有分散风险、依托国外基金管理人经验等优势，但也存在双重费用的问题。(3)非指数和非FOF的主动管理型产品，主要关注基金经理的投资能力，可参考与业绩基准对比、同类基金

QDII基金各投资子类今年以来收益和收益分化概况

投资大类	投资子类	2012年以来平均收益	基金收益分布标准差
国际股票	美国股票	13.20%	4.50%
	新兴市场股票	6.70%	5.80%
	亚太区(不包括日本)股票	6.00%	2.90%
	不动产	4.30%	0.00%
	环球股票	4.00%	4.40%
国际债券	大中华区股票	2.90%	4.10%
	行业股票	-0.70%	4.30%
商品	环球债券	3.60%	—
	贵金属类	0.80%	1.70%
	商品(非贵金属)类	-4.20%	5.40%

数据来源：Wind 资讯，中信证券研究部(数据截至8月10日)张洁/制图

业绩和风险指标对比。对区域性股票基金，需适度避开号称区域投资但实际上过度集中于香港地区的产品。

此外，汇率因素也需关注。QDII基金多以人民币计价而以美元等外币进行投资，因此美元等外币相对于人民币的汇率的变化会影响基金以人民币计价的资产价值。自2005年人民币汇改以来，人民币对大部分主流货币升值明显，截至2012年8月10日，人民币对美元、英镑、欧元依次升值20.2%、51.7%和31.6%。但今年以来，人民币升值趋势放缓甚至逆转，除对欧元依然有4.4%的升值外，对美元和英镑还微跌0.9%和1.8%。QDII最主要两个投资区域为香港和美国，分别占61.3%和15.3%，考虑到港币与美元的联动性，人民币对美元的贬值趋势对于QDII的投资是相对有利的。

(中信证券研究部金融产品组)

鹏华基金：美房地产进复苏中期

证券时报记者 陈春雨

随着美国房地产市场的复苏，相关QDII产品正在加速反弹。

Wind数据显示，截至昨日，鹏华美国房地产基金今年以来净值增长5.4%，最近3个月上涨7.44%，远好于同期沪深300指数。而另外一只房地产QDII诺安全球收益不动产今年以来上涨5.08%，该基金二季报显示，美国市场投资市值占基金净值71.09%。

对于美国房地产市场前景，鹏华美国房地产基金经理袁韬充满乐观。他认为，美国商业地产从2009年一季度触底复苏，目前已经进入复苏中期阶段。从商业地产交易价格看，穆迪(RCA)编制的全美商业地产指数为代表的全国平均交易价格截至2012年一季度末已经反弹了26%；从租金来看，由于需求的增加和供应的不足，大部分商业地产的出租率和租金已经出现了比较明显的复苏，部分地区的写字楼、公寓等物业租金已经接近2007年水平。因此，商业地产的整体复苏已经得到市场确认。从购房成本来看，美联储宽松的货币政策导致美国30年房贷利率创下了3.5%的历史新低，并且在将来的一段时间都会保持在此水平，一定程度上刺激了购房需求。

公开数据也支持了袁韬的看法，美国全国住宅建筑商协会数据显示，8月份美国住宅建筑商信心指数延续此前数月的升势，创下5年半以来新高。住宅建筑商信心指数是对开发商进行问卷调查得出的数据，故具有一定的前瞻性和主观性。袁韬表示，目前开发商依据客户人流、签约、开工等实际数据得出的结论是住房市场出现了明显起色。

对于7月份美国新房开工减少1.1%，袁韬认为，7月份的新房开工数据尽管环比下降了1.1%，但相比2011年7月64.7万套的年化值仍上涨了21.5%。由于暖春的原因，今年头两个季度的新房开工有较大反弹，三季度的小幅下降属于正常情况。

多只指数市盈率低于10倍 指数基金配置价值渐显

证券时报记者 刘明

在股指不断下行过程中，指数的估值优势明显，指数基金的配置价值也不断显现。近日，深圳一位私募人士向证券时报记者表示，在私募人士向证时报记者表示，在股指不断下行的过程中，会策略性地对交易型开放式指数基金(ETF)进行配置。

Wind资讯数据显示，截至8月17日，上证180金融、上证50、中证100、上证180等指数的市盈率低于10倍，沪深300指数的市盈率也只有10.3倍，上证综指与深证成指市盈率分别为10.79倍、15.93倍。

市盈率是用来反映股票估值高低的一个常用指标，计算方法是每股股价除以每股收益。市盈率代表着企业如果保持目前的利润状况，投资者通过利润收回投资成本的理论年限。因而，市盈率越低，表示企业只要保持当前利润状况，投资者收回投资成本的时间越短。

上述私募人士表示，从市盈率

来看，目前处于市场底部阶段，后市即使再跌，下跌空间应该不大，可对指数基金进行一些配置，便捷高效的ETF可作为投资指数基金的首选，相比普通开放式基金，ETF可在场内交易，费用低廉，还可进行盘中交易。

好买基金一位分析师表示，普通投资者投资ETF就是投资它所跟踪的指数，除了很小的跟踪误差之外，ETF与基金公司的投资能力无关。因而ETF所跟踪的指数需要重点考察，投资者可以从三方面观察指数。

首先关注标的指数的市盈率情况，市盈率高低决定估值的高低，一定程度上反映投资的安全边际；其次，看标的指数的基本定位与成分股构成情况，指数有规模指数、主题指数、行业指数等不同划分，如长期投资者可投资覆盖面广的大规模指数，进行波段操作的投资者可选择成分股弹性较大的主题指数；另外，ETF流动性状况也值得关注。

部分指数财务指标情况一览

指数名称	成分股个数	市盈率	市净率	每股收益(元)	净资产收益率(%)
180金融	31	7.33	1.35	0.6	18.42
超大盘	20	8.48	1.55	0.73	18.26
上证红利	50	8.52	1.42	0.64	16.72
上证国企	100	8.88	1.46	0.6	16.49
180治理	100	8.99	1.48	0.65	16.44
上证50	50	9.25	1.56	0.67	16.87
中证100	100	9.26	1.53	0.62	16.54
上证180	180	9.36	1.53	0.61	16.35
沪深中盘	130	9.59	1.47	0.5	15.34
沪深300	300	10.3	1.63	0.6	15.81
上证综指	987	10.79	1.62	0.53	15
上证800	800	11.26	1.7	0.56	15.11
上证商品	50	11.95	1.75	0.79	14.61
深证成指	40	15.93	2.37	0.79	14.87
深证100P	100	16.9	2.37	0.66	14.02
消费80	80	18.85	2.89	0.7	15.34
深证300	300	19.27	2.5	0.54	12.99
中证200	200	19.38	2.21	0.44	11.42
上证380	380	20.68	1.96	0.31	9.47
成长40P	40	21.39	5.16	1.19	24.13
TMT50P	50	23.06	3.17	0.47	13.75
中证500	500	24.38	2.29	0.31	9.39
中小板指	100	24.42	3.69	0.6	15.11
中小板300	300	26.1	3.19	0.48	12.24
中创400	400	30.74	2.72	0.36	8.85
创业板指	100	35.95	3.15	0.43	8.77

数据来源：Wind 资讯(数据截至8月17日)刘明/制图 张洁/制图

震荡市顺时而为“保平安”

稳定性较高的准储蓄类理财产品，捂紧自己的“钱袋子”。其中，8月13日开始发行的平安大华保本基金以下有保底，上不封顶，本金无虞，一保三年”的优势，成为当前市场热门的理财产品。

顺天时——债市慢牛 保本基金建仓良机

自2011年第四季度开始，债券市场迎来一路上涨，直到今年上半年末，债券市场一直保持着较明显的上涨态势。对此，平安大华保本基金的拟任基金经理孙健认为：“先论从国内外宏观经济形势还是通胀来看，下半年债券市场慢牛趋势不改。债市的慢牛行情为保本基金在投资初期积累安全垫提供了有力保障。短期内债市调整整基越多，下半年建仓的力度也会越大。”在平安大华保本基金成立后，孙健将把握好短期债市调整的良机，顺时而为，根据当时市场的情况决定

建仓的速度。

从宏观经济上看，三季度中国经济在同比数据上见底概率较大，但并不是中国经济真正见底。同时，中国经济受制于房地产调控和地方财政收支、地方融资平台等问题的多重影响，地方政府启动新一轮投资的基础比较薄弱。因此，中国经济从数据上看有反弹的可能，但目前不具备大幅度回升的基础。

在中国经济长期处于下滑阶段、外围经济难以好转的情况下，无论是大企业，还是中小企业，都会选择储备资金，而近期的两次降息也会进一步加大企业囤积资金的动力，总体看下半年债券的发行量依然很大。同时，今年二季度我国资本和金融项目逆差(含净误差与遗漏)714亿美元，外汇资金的流出会导致市场自然紧缩。所以，债券市场在下半年发行量和资金阶段性紧张两个因素的影响下仍有较好的趋势，为保本基金的建仓提供了机会。

选地利——待时而动 蓝筹“钱途”可期

在“天时”趋利的优势下，平安大华保本基金也期望选好“地利”，在股票市场中把握收益机会。在基金中，稳健资产占基金资产比例不低于60%，主要为债券市场，还有不高于40%的基金资产投资于风险资产，主要为股票市场。债券市场收益为保本基金积累了雄厚的安全垫，而实现超额收益，则主要看股票市场的收益水平。

经过1年调整后，近期大盘盘整于2100点区间，处于历史估值低位。目前，A股整体市盈率(PE)约为12.57倍，市净率(PB)约为1.85倍，均非常接近历史最低值。孙健认为，在此估值水平下，A股向下的空间已经很小，向上空间则较大，正处于熊市末期。从过往经验来看，熊市末期和牛市初期，都是保本基金的良好发行时机，其投资收益普遍高于其他发行时点的收益。平安大华保本基金此时建

仓，在3年的保本周期内，A股若出现阶段性或整体投资机会，基金也将迎来通过权益类投资获取超额收益的机会。

在各类股票中，孙健更看好蓝筹股的投资机会。从数据上看，蓝筹方面的石油化工、建筑装饰、航空运输、机场高速、铁路运输、银行等行业PE、PB值均处于历史低位。

他同时也指出投资蓝筹股的时机尚需等待。以银行股为例，目前银行资产的不良率才刚刚显现，经济周期的底部尚需等待。因此，平安大华保本基金在风险资产的投资上，会适当降低银行股的比重，等待最佳时机。

谋人和——股债平衡巧博弈

除中国投资担保有限公司为平安大华保本混合基金提供包括本金、募集期利息、认购费用在内的保障外，基金经理和平安大华投研团队的严格管理和操作作为基金运作创造了和谐的“人和”条

件，进而实现在股票与债券、稳健资产与风险资产投资上的和谐统一，力争更高的收益。

孙健拥有超过10年固定收益类投资经验和6年债券类公募基金管理经验，先后担任过多只货币基金、债券基金的基金经理。他丰富的固定收益管理经验，在基金自身严格的止损止盈管理机制下，形成了“人和”的有机统一。

这种统一，主要体现在股债操作上。平安大华保本基金会根据市场趋势和安全垫的变化，考虑把一定比例的基金资产投资到股票市场，而把剩余部分投资到固定收益类资产上，即使在股票资产上略有亏损，也不会影响到3年之后的本金安全。

在保障本金安全的基础上，为了能实现更高的收益，平安大华保本基金有严格的止损止盈制度。如果资产组合的净值低于保本目标，保本基金就必须对风险资产进行止损，卖出股票资产，把所有钱投到债券资产上来，这就是保本基金的止损机制。反之，如果保本基金持有的风险资产涨幅过高，也要及时止盈，锁定收益。因此，平安大华保本基金想达到的投资目标是在守住本金底线的基础上，最大限度地争取超额收益。(CIS)