

## 震荡市下的市场特征变化

程涛

市场目前的运行特征仍然处于探底阶段,这反映了对宏观经济的悲观预期,但最近的反弹也说明了市场对维稳政策的期待和海外流动性宽松的预演。从年初以来,市场基本表现为消费和成长股的强势特征,经典消费品如白酒、医药、品牌服装等,类科技特征的TMT板块都有上佳表现,都给投资者带来了结构性机会,似乎消费品的投资可以脱离经济周期,自我运行,但消费品基本面虽然呈现弱周期的特征,但仍然会有周期波动。同时,市场风格的变化很大程度上来自于经济周期的变化,消费品及成长股的投资者也需要观察周期的变化对风格的影响。

宏观层面看经济周期一般会观察同步指标,而周期股的投资特征需要跟随市场预期变化来决定,因此,把握预期变化成为周期品乃至消费品的投资关键。但这里我想指出的是,在震荡市特别是弱势震荡的格局下,观察市场利率的变化是最为重要的,其次才是周期行业的先行量价指标。

(作者系农银策略价值股票、农银中小盘股票基金经理)

农银汇理权益类基金  
绝对收益近两年列第2

来源: 海通证券《基金管理公司权益类基金绝对收益排行榜》截至2012年6月30日

## 相遇于最美好的时刻

宋昆

投资实践中,我们经常会遇到一类纠结的问题:一家标的企业,治理结构良好,管理层进取且富有能力,经营具有一定的壁垒,历史业绩让人心动……只是,所处行业已无发展空间,或者企业已经走过最快发展时期。当然,现今的估值也已相对高峰时便宜不少,这时候我们应做出怎样的投资决策?

企业,是人类社会的产物,也如同人类一样,难以摆脱生命周期的规律。根据美国人伊查克·爱迪斯的理论,任何企业都分为孕育期、婴儿期、幼童期、少年期、青春期、壮年期、稳定期、官僚初期、官僚期等十余个阶段,最后逐步走向死亡。

正如我们在实践中观察到的那样,当一个企业处于青、壮年阶段时,往往上一心、勇往直前,充满创新与变革精神,容易取得超出预期的成就;反之,当一个企业逐步步入生命的后期,其更多的精力必然用于内部的控制与消耗,无暇应对外部的变革,一般难以达到自身或外界期望。所谓杰出的企业,大多是其能够在顺利度过初创阶段后,尽可能长时间地保持在青壮年阶段,并且在此期间的生长速度远远快于其竞争对手。

回到投资的实践,不少优秀的企业在经历一轮爆发式发展之后,业绩还有不错的增长,但是股票的市值却似乎难以再创新高——业绩的确在增长,但市盈率却以更快的、出乎意料的速度下降。而且,在经历“无可奈何花落去”的感慨后,我们往往会发现这种变动其实是合理的。

在股票市场上,时间是衡量一切事物的标尺。据统计,当年位列《幸福》杂志全球500家大企业”排行榜的公司,15年后已有三分之一销声匿迹。20世纪初的世界最大型企业中,至今仍位居世界500强之列的只有3%左右。

作为投资者,最好的选择也许是与你心仪的企业相遇于它最美好的时刻。

(作者系易方达科讯基金基金经理)

## 建信基金:短期利好A股乃至全球市场

上周美联储宣布推出第三轮量化宽松政策(QE3),建信基金认为,QE3推出首当其冲的影响就是推动中国对美的出口。短期而言,QE3将对全球特别是美国市场产生正面影响,并且QE3的推出也将缓解国内的流动性环境,对A股市场形成利好。从中期来看,则可能抑制国内政策进一步宽松的空间,对A股市场形成一定压力。

建信基金认为,QE3的推出短期利好A股市场。至少在短期内,外汇占款可能出现恢复增长,从而缓解国内的流动性环境。但值得注意的是,QE3出台后,风险资产短期将受益,尤其是资源性行业和高周期性行业在短期内应该有较强的走势,但待市场消化掉QE3后,若短期内央行不出台大幅宽松的举措,一旦对经济下滑风险和不确定性担忧再次占领上风,则风险资产或将出现回调压力。

(晓水)

# 立足于基本面的量化投资并非“黑匣子”



胡斌

随着股指期货的推出,量化投资的概念在国内资本市场得到越来越广泛的认知。定量分析,与基本面分析一样,是一种投资工具。量化基金,可以是公募基金(或者说共同基金),也可以是私募基金(如对冲基金),可以是主动型投资风格,也可以是被动型投资风格(如指数基金)。

1971年,世界上第一只被动量化基金由巴克莱国际投资公司(BGI)发行;1977年,世界上第一只主动量化基金也由BGI发行。从此,量化基金取得了长足的发展,成为国际投资业举足轻重的一部分。截至2009年,定量投资在全部投资产品中已占到三成以上,主动投资产品中大约有20%到30%使用定量技术,

量化投资并非“黑匣子”,我对量化投资的理解是,用数学去归纳投资的规律,用投资者的语言去解释数学模型。

当真正用人脑去理解市场之间的关系,把模型和电脑只当做工具使用时,这是思想的一个提高。这个行业做得好的人,能够很简单地把一些道理讲清楚,而不是说一些很深邃的东西。

全球采用量化方法管理的基金(包括共有基金和对冲基金)中,投资于美国股票的有1062只,管理资产6740亿美元,其中最大的10家基金管理公司掌握约40%的资产;投资于非美国股票的,有415只主动量化基金,管理资产约4810亿美元,其中最大的10家基金管理公司掌握61%的资产。

量化基金增长迅速,2000年以后,美国共同基金行业增长了1.5倍,其中定量规模增加多达4倍。根据Ludwig2001年的研究报告显示,从上世纪90年代初至今,量化基金的管理资产增长始终高于非量化基金。

量化基金尤其是对冲基金在危机时的表现较为出色。2007年到2009年金融危机期间,量化对冲基金获得了3.29%的平均回报率,非量化对冲基金则有4.77%的亏

损。长期表现来看,在1970年-2009年期间,相比于非量化对冲基金,量化对冲基金的整体平均收益率更高,标准差更小。

量化基金的投资策略除了我们熟悉的股票型外,套利、宏观经济趋势等都是其常见的应用领域。在对冲基金方面,按照彭博划分的七个类型的对冲基金,如股票导向及市场中立、混合策略、管理期货、债券导向及相对估值、宏观市场、事件驱动、新兴市场等,很多都应用或部分应用定量策略。

说到量化投资,一般人总会对此产生一种神秘感,认为它不如基本面投资直观易懂,只有理解复杂数学公式和掌握超级计算机语言的人才懂。其实量化投资并非“黑匣子”,掌握数学和统计模型,只是量化投资的第一个阶段。我对量化投资的理解是,用数学去归纳投资的规律,用投资者的语言去解释数学模型。以量化投资

中的多因子分析为例,要想真正成功,至少要经历三个阶段。

第一阶段,即是按照教科书所说,做一个回归分析,拿一些历史数据做回归,哪些有效,就将其作为因子抓进来;如此抓到A因子、B因子、C因子,然后看这些因子对历史结论有无贡献,如果有就抓进来。很多人现在基本上这样做,但这只是做数学。

到了第二阶段,模型是用过去来预测将来,过去的哪部分能预测将来?然后把过去跟将来相似的那段时间数据拿出来作模型预测,这种方法好一些,因为其中加入了人为的判断。

到了第三阶段,投资成为一个定量的主观判断。量化基金经理从理论和经验判断各因素的关系是什么,前因后果是什么,然后用数学的方法验证这些逻辑的量化关系,并进行预测。相对来说,到这个层面,就是对于自己积累的一些基本面经验,用数学将这些关系精确描述出来。这个阶段,基本上就没有人可以复制。

每个人对每个因素的理解不同,比如,我认为股市的三大驱动力是流动性、估值和市场情绪。对于估值,



## 投资大视野

# 铁路投资四季度加速 行业静待改革

证券时报记者 陈春雨

9月5日,因国家发改委批复25条轨道交通建设项目,铁路基建及设备板块的做多热情一度被点燃。当周,鼎汉技术上涨32.35%,晋西车轴上涨24.45%。但热潮来得快去得也快,上周该板块又归于平静。业内认为,主要是因为25个项目已在市场预期中,并非增量而是调控前松后紧的产物。

## 订单在预期中 行业基本面变化不大

在同期启动的水泥、机械等板块行情依然持续时,涉“铁”概念股率先冷场。对此,深圳一基金研究员表示,最大的原因在于这25条轨道交通并非“增量”。此前,城际轨道交通是在铁道部统一规划下,但2011年后不再由铁道部负责,而是由地方政府负责,十二五铁路固定资产投资也因此由3.5万亿元下调到2.8万亿元。此消彼长间,投资并没有扩容。

市场反应也正如此,9月11日,中国南车发布公告,近期获54.1亿元大订单,当天公司股价高开低走,最终收盘价与前一交易日持平。

实际上,未来3个月会看到更多大订单发布。”长盛基金研究员乔

从铁路施工建设的时间顺序上看,未来铁路基建相关公司最先受益于投资的重新启动,有望率先从底部复苏。

改革是大势所趋,而且时间不会太远。《关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》,“这是纲领性文件,实质性的措施有望在明年年中出现。”

培涛表示。今年8月,2012年固定资产投资第三次上调300亿元提升为6400亿元,而在前8个月,铁路投资进展缓慢,同比下滑24.1%,在全年总数提升而上半年开工率较低背景下,四季度投资和建设必定加速,前期暂停的铁路招标也会重启。整体看,仅是调整前松后紧带来的进度变化,行业基本面并没有出现重大转折。

不过,乔培涛也表示,随着订单公告不断发布,利好消息的累积会提振市场情绪,有助于行业走出冰点期。数据显示,8月单月的铁路基建投资增速达到19%,成为今年首个正增长的月份。东方证券研究员徐炜认为,如果四季度仍保持19%的水平,预计全年可完成铁路基建投资4000亿元的预期目标。

## 长期看好 实质变革或明年年中出现

目前,制约铁路投资的主要因

素还是资金来源,铁道部上半年亏损88亿元,净负债2.3万亿元,短期看,政策支持下的银行贷款和铁道部债券将继续为铁路基建提供配套资金,目前资金面的紧张程度已有所缓和。但中长期来看,铁道部每年光是用于还债付息的资金估计就达两千亿,未来单纯依靠铁道部自筹资金支持铁路建设有较大难度。

在此背景下,一些资金选择了布局产业链前端,深圳一家基金公司研究员表示,看好铁路基建产业链前端业务,如地质勘察和基础工程施工。因为这些项目对后续资金来源不敏感。无论项目何时实施,只要通过立项,预计前期的设计勘察就会马上展开。而北京一基金公司认为,从铁路施工建设的时间顺序上看,未来铁路基建相关公司最先受益于投资的重新启动,有望率先从底部复苏;下半年随着动车组招标重启,铁路设备相关公司的业绩也将得到明显改善。

大多数人在等待更大的机会。乔

培涛就认为,铁路行业大的机会来临仍需要等待铁道部出现实质性改革,包括运营模式及融资渠道的改革。由于铁路建设前期投入巨大,未来可以探讨这样的可能性,将一些里短程、效益好的城际铁路交给私有资本建设和运营,以减轻国家财政负担。这种模式在高速公路建设上已获得成功,而在铁路建设也有成功案例,比如中国平安、中国太平洋保险入股的京沪高速铁路,运行一年来剔除资产折旧已实现盈利。

改革是大势所趋,而且时间不会太远。”乔培涛说,今年上半年铁道部已经发布《关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》,这是纲领性文件,实质性的措施有望在明年年中出现。”

不过,并非所有基金公司都这样乐观,上述北京基金公司就表示,当前政府已经放宽了民间资本投资铁路的准入门槛,长期来看,民营参与铁路投资将成为大趋势。但目前民间资本进入铁路建设仍然很少,并且进入的领域多为城际铁路、地方铁路、支线铁路和专用铁路的建设项目。此外,在放松民营准入门槛之后,还需要解决的是铁路资产的盈利问题,在没有确定的收益率或补偿条例出台前,很难吸引大量民营资本进入铁路投资。

## ■微言大义 Word by Word

中国的三大趋势:一是结构转变,发展的目标是为了每个人能多消费少干活,靠劳动力优势不可维持。二是经济减速,投资主导的高增长无法重回,这与政府政策无关。三是发展动力来自民间自下而上的创新,西方经济之所以发达是因为高效,高效的原因主要来自每个优势企业的自发创新,政府主导的发展行将结束。

——广发基金副总经理、投资总监朱平

在投资对GDP贡献46%情况下,何以出现增长减速?投资效率的下降不容忽视。用5年边际资本产出率ICOR衡量,新增单位GDP需要投入资本量已从2007年的3.2提高到3.9,如果单独考察四万亿投资计划实施后的1年ICOR已飙升至5,接近亚洲金融危机前四小虎的资本效率。如今再启万亿基建投资将加剧效率恶化,值得警惕。

——诺德基金总经理潘福祥

华尔街和奥巴马是主要的受益者,一个得实惠,一个捞选票。即使对实体经济起不了什么作用,QE也可制造些虚假繁荣,为两个月后的大选壮声势。

——中欧国际工商学院经济学与金融学教授许小年

被问及中国会否随美国和欧洲央行一起再次印钞票,我认为不会。一是美欧失业严重,中国就业还行;二是美国房价极低,中国房价仍在高位。三是欧洲有迫在眉睫的财政债务危机。诸多不同决定中国这次不会与美欧联手放水,反而警惕输入型通胀,更不会马上降息降准,各自为战是必然。

——国家信息中心经济预测部主任范剑平

美国推出QE3是“以邻为壑”的政策。对中国经济的影响,从长期看将趋于负面。美元对人民币比率下跌,进一步加剧中国企业出口难度;同时推高大宗商品价格,加大输入型通胀压力。在中国经济增长放缓的背景下,使中国货币政策的执行陷入两难境地。

——北京大学金融与证券研究中心主任曹凤岐

8月份新增贷款7000亿,远超预期,表明多使用逆回购同样能增加流动性。过去3个月新增贷款总体上呈现上升趋势。货币政策做到了微调加力,但财政政策仍偏紧,前7个月的1.1万亿的财政盈余和实体经济的萧条很不匹配,是时候加大减税和增加民生领域的投入了。

——汇丰大中华区首席经济学家 屈宏斌 (陈春雨 整理)

# 中小企业私募债成债券投资新选择

陈舜健

作为固定收益类金融创新举措之一,高收益企业债发行得以快速推进。自2012年5月底上交所、深交所发布中小企业私募债(即中国版高收益企业债)发行办法以来,6月份已有众多中小企业完成私募债发行。

截至2012年8月23日,上交所共有42家企业获得了《接受备案通知书》,注册总金额为41.35亿元,其中,已发行17家,发行总额14.75亿元,票面利率最低为7.0%,最高11%。深交所共有16只中小企业私募债券在综合协议交易平台挂牌交易,发行总额15.08亿元,票面利率最低为8.0%,最高13.5%。

中小企业私募债的推出,进一步丰富了金融市场产品线,给债券投资者提供了一个全新的选择。因为高收益债的高票息提供了价格波

动和违约的缓冲,并在经济衰退时提供较高的相对收益,同时保留了复苏时期的上升潜力。

但由于国内外评级符号存在的根本性差异,国外成熟、高收益债券市场的统计数据难以照搬应用到国内市场。国内市场违约数据的缺乏,也使得高收益债的风险识别难度显著增加。

试水阶段,中小企业私募债主体资质与当前我国中小企业集合债券或票据发债主体相仿。我们对截至2012年8月底73期294家中小企业集合票据发行主体进行了研究,发现其对私募债投资的重要借鉴意义。2008年至今,共有43例评级调整情况,其中下调29例,上调14例,呈现出下调多于上调,但若将评级保持不变的数字计算在内,总体而言,评级下调的比例大约在10%以内。

下调的具体原因,除了行业周期性下行、竞争加剧等外部因素外,还存在产品更新换代、自身经营不善、

财务报表不规范等结构性因素。在我们所关注的样本中,共出现了14次评级上调的情况,其中有7个发债主体经历了股票上市的过程。

我们认为,选择中小企业私募债投资标的,应注意以下几点: 首先,从行业层面看: ①避免投资于那些主营业务集中于衰退期的行业、转型期较长且前景不明朗的企业; ②谨慎投资具有较强周期性或是易受政策因素影响的行业; ③审慎投资于行业门槛较低、竞争激烈的企业。

其次,从个体层面看: ①回避财务制度不健全或财务信息有瑕疵的发债主体; ②留意公司的资本结构和实际债务杠杆; ③重点关注那些在各自细分行业内处于领先地位或是那些正处于股票上市进程中的企业; ④审慎考量担保方实力,注重主体违约后的回收率。

再次,由于高收益债券的发债主

智诚相伴 INSIGHTFUL PARTNER

华安基金 HuaAn Funds

客服热线: 40088-32288  
公司网站: www.huaren.com.cn  
手机理财网站: woa.huaren.com.cn