

■微言大义 Word by Word

有 QFII 客户说，在中国见了好多基金经理，都是 Stock Picker（精选个股者），很少真正意义上的 Portfolio Manager（资产组合经理）。对冲基金首先强调的是风险控制，而风险控制的实现离不开组合管理。你不能只看过往业绩，因为你不知道他承担什么样的风险去创造这个业绩。

——南方基金投资总监邱国鹭

无论具体的个人是否愿意，股市终究要实现三个回归：股价向公司价值回归，公司价值向投资者的真实回报回归，上市公司说了算的卖方市场向投资者说了算的买方市场回归。

——广发基金副总经理、投资总监朱平

香港对非本地居民买房实施惩罚性税项——买家印花税（BSD），于是挂在壳公司名下的房子涨价，开发商也一度把新盘转让给新成立的壳公司，港府抓紧堵塞漏洞，要求两年内转让还要缴纳 BSD。实际上，管制必然存在漏洞，并且常常引发新的管制需求，例如非居民也可以授权香港居民代为买卖，或者与香港家庭联名购买等。

——国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松

有人发起“先改革还是先救市”的讨论，前些年我是主张“救市”的。现在看来，提振资本市场不能通过简单的“救市”来进行。因为“救市”就是为其输入流动性，市场短期被拉上去后还是会下来。中国资本市场的根本问题在于制度缺陷。制度性改革应该是首要的。因此应当通过改革来“救市”，而不是为了救市而救市。

——北京大学金融与证券研究中心主任曹凤岐

躲在外地调研写作，没挡住众多媒体电话，说风传十八大后股市将由审核制改为备案制，问我的评论。我说啥叫备案制？现符合上市门槛企业以万家计，备案一下全上市；欧美股市发展几百年，一国也只有几千家上市公司，我们要搞上市大跃进？如果今天人们还停留在这种传言的水平，股市今后的折腾还在所难免。

——燕京华侨大学校长华生（陈春雨 整理）

得需求者得天下

李洪雨

从人类社会演进的历史来看，一种新产品或新技术，是否能得到应用和推广，很大程度上取决于它是否能大范围、深层次地满足人类社会的相关需求。那么，如何分析需求呢？营销学有不少相关研究。马斯洛需求层次理论就是其中之一，该理论将需求分为五种，从低到高，按层次逐级递升，分别为：生理上的需求，安全上的需求，情感和归属的需求，尊重的需求，自我实现的需求。另一项很重要的研究是潜在需求，潜在需求是指消费者虽然有明确意识的欲望，但由于种种原因还没有明确显示出来的需求，一旦条件成熟，潜在需求就转化为显性需求，为企业提供无穷的商机。

如果一个产品或技术可以在这五层次中找到自己的定位，并且满足了大群体的潜在需求，其生命力将会是非常强大的。比如微软的 Windows 系统，其交互式操作、视窗式界面把专业复杂的操作系统变得简单化、通俗化，从而赢得了全世界的需求，并创造了微软的财富神话；又比如苹果，其简约时尚、人性化的操作系统让很多不懂电脑的人不再为之烦恼，加上诸多应用让持有者“机走天下”，从而拥有了众多“苹果粉”，公司市值也跃升为全球最大。

就现实情况而言，有突飞猛进的革命性技术，比如在美国的一些页岩气技术公司，市值这几年有增长 10 倍者，也有更好的满足人类社会需求的产品，比如苹果因 iPhone 而身价倍增，还有方便人们交流的 Facebook、微博等，甚至包括能够让大家喜欢的电视节目形式，如“中国好声音”等。

得需求者得天下”，投资者应该时刻关注各种新技术、新产品的出现和演进趋势，如果我们判断它们能够更广泛或更深层次地满足人类社会的需求，那么它们就具备了成为优秀投资标的的必要条件。就行业而言，与人类生活密切相关的衣食住行、健康、娱乐等领域，相对更容易出现这类技术或产品。

（作者系农银大盘蓝筹股票基金经理）

农银行业轮动股票基金
10月15日-11月9日公开发售
基金代码: 660015

保险业三季度业绩惨淡 基金期待政策松绑

基金经理认为，保险行业最坏的时候已过去，政策利好或将注入新活力

证券时报记者 陈春雨

三季度，4家上市保险公司净利润总计仅为8亿元，交出近年来最差季度业绩成绩单。

与此同时，基金对于保险股配置却在增加，三季报显示，有273只基金持股中国平安，持股数量占流通股比例从一季度的10.26%上升至16.43%，此外，持有中国人寿、中国太保的基金数量也较一季度有所增加。对于保险板块，有基金经理认为，在三季度大幅计提资产减值后，保险行业最坏的时候已经过去，政策利好将给该行业注入新的活力。

计提资产减值损失 卸下包袱轻装上阵

三季报显示，4家上市保险公司业绩均不佳。

中国人寿出现4年来首个单季净亏损，亏损21.51亿元；中国太保净利润仅为4.97亿元，同比下降58.7%；新华保险仅实现净利润4.2亿元，同比下降15%；唯一的亮点中国平安三季度实现净利润21.26亿元，前三季度净利润增幅达到10.78%，但业绩贡献最大的是银行业务。

国泰上证180金融ETF基金经理章贇表示，保险股业绩下滑已是业内共识，影响保险行业业绩的主要有两方面，一是投资收益，其次是保费收入。对于二级市场来说，保费收入不是投资者关注的第一要素。从去年开始，各大保险公司的保费增速就出现下滑，这一不利因素已被市场所消

化，而且由于去年四季度基数较低，预计四季度的保费收入增速将好于前三季度，市场最关心的还是投资收益，而这正是目前保险公司的薄弱环节。

数据显示，今年前三季度，保险四巨头计提资产减值损失460.51亿元，远远超过了289.72亿元的净利润总和，这其实是在为过去两年的投资损失买单。

对于计提资产减值损失，保险行业有非常明确的要求，如中国人寿就规定，在三种环境下需要计提减值准备——买入股票资产下跌50%、跌幅超过20%且持续6个月以及下跌时间超过一年，而从2010年底开始，A股市场一路下跌，但当时的损失并没有表现在公司业绩上，直到今年才显现。

在4家公司中，中国人寿计提最为彻底，目前该公司账面上已经没有浮亏。”广州一基金分析员表示，前三季度，中国人寿共计计提资产减值损失290.24亿元，较去年同期增加384%，这意味着该公司四季度将轻装上阵，为业绩反弹埋下伏笔。

不过，章贇提醒，这样的反弹只是理论上的，不能过于乐观。保险公司业绩与A股市场关联性极大，未来净利润是否增长还取决于市场涨跌，毕竟四季度其投资组合仍在运作中。此外，公司处理利润的态度也值得商榷，即使市场好转，如果落袋为安可体现在利润上，若继续持有则仅是浮盈。

四大保险公司三季度业绩及基金持股情况一览

证券名称	第三季度净利润(亿元)	前三季度净利润(亿元)	前三季度计提资产减值损失(亿元)	持股基金数量	持股数量(万股)	占流通股比例(%)
中国平安	21.2600	160.8500	41.75	273	78647.71	16.43
新华保险	4.2000	23.2400	47.69	16	2097.50	13.23
中国人寿	-22.0700	74.2800	290.24	53	19932.06	0.96
中国太保	4.9700	31.3500	80.83	89	37849.52	6.10

数据来源: Wind 资讯

陈春雨/制表 张洁/制图

只能说其业绩处于向好的过程中，至于是否成为拐点，还不能确定。”章贇强调说。

面临资本补充压力 期待产品创新放开

对于市场普遍关心的保险公司新一轮资本补充压力，基金经理及分析员则认为要区别对待。

根据证监会要求，保险公司偿付率应在150%以上。章贇表示，尽管三季报没有披露相关数据，但根据中报初步估算，目前中国太保的偿付率为250%左右，中国平安为170%，后者的压力明显大于前者。而另一方面，公司也可以采取发行次级债的方式缓解压力。

实际上，今年以来，中国人寿已经完成了首发280亿元次级债，第二批100亿元次级债即将启动，而新华保险也在8月初完成了100亿元次级债募集，偿付能力充足率得到提升。不久前，中国太保也发布公告称，计划定向增发约80亿H股，从而使集团偿付能力充足率水平保持在近400%左右的较高水平。

当然，次级债发行规模也是有限的。”一保险行业分析员表示，保险公司发行次级债募资产上限不得超过上年末净资产的50%。如果资本市场没有明显好转，四大公司仍将面临资本补充压力。如新华保险，在发行100亿次级债后，偿付能力预计达到200%左右，但次级债发行额度也几乎全部用完。

但可以肯定的是，最近保险公司连续放开的政策，为行业发展提供了更多机会。10月22日，证监会连下六文，保险资产管理投资金融产品全面放开，险资可投资信托、银行理财产品等多种资产产品。

章贇表示，在投资渠道放开以前，保险公司虽然资产庞大，但可投资的标的非常少，主要是A股、债券、基金，这样的投资组合是典型的多头投资，一旦发生系统性大跌就难以规避风险，这是保险公司天生的弱点。全面放开之后，对保险公司资产多元化、降低风险、降低波动率都将产生积极影响，仅股指期货一项，险资就可以通过套期保值减少风险敞口。但目前来看，新

业务的放开尚需时间验证，特别是在投资标的的选择以及投资能力的提高上，需要时间积累，短时间内尚看不到收益。

不过，也有基金经理表示，对于保险公司来说，仅放开投资渠道是不够的，只有产品创新和投资渠道两条腿走路，保险行业的“春天”才会来临。目前，保险产品投资收益不佳，缺乏吸引力，而市场预期多时的创新，如个税递延型养老保险、与医院共同合作开发健康险等，却因为政策原因迟迟未能面世。

作为今年保险业创新重点之一的个税递延型养老保险，原预计会在今年出试点，但现在看来只是一个良好愿望。”上述分析员表示，所谓个税递延型养老保险是指允许投保人在个人所得税前列支保费，等到将来领取保险金时再缴纳个人所得税，其实质是国家在政策上给予购买养老保险产品个人的税收优惠。一旦开放，会成为保险产品一个质的飞跃，目前保险公司已对此做好了准备，但政策上依然受阻，只能期待进一步开放。

■记者观察 Observation

对冲基金并非洪水猛兽

证券时报记者 姚波

提到对冲基金，会有什么样的概念浮现出来？是索罗斯旗下的量子基金1997年做空泰株引发亚洲金融危机，还是今年9月高频交易导致布伦特原油期货闪电图崩盘？

对冲原本为避险

信和东方的基金经理唐伟告诉笔者，对冲基金本身是一种低风险、追求绝对收益的投资品。事实上，对冲基金最初的创始意图，正是用以抵御大盘波动风险、避险保值。

1949年，美国财经记者 Alfred W. Jones 通过对两种高风险策略的巧妙使用——利用杠杆买入并卖空进行对冲，创造了一种相对安全的投资策略。他对对冲基金的最初命名也正好体现了这种性质——风险对冲过的基金(hedge fund)，而不是现在统称的对冲基金(hedge fund)”。这基金采用了有限合伙的形式，只对一小部分人开放，只有盈利才收取20%的提成，加上多空头寸的应用，这些都成为相当长一段时间内对冲基金的基本要素。有意思的是，1949年创办的这只基金现在还在运营，足见其生命力长久。

自从2010年国内推出股指期货和融资融券等对冲工具后，本土的对冲基金开始逐步发展。目前，只有沪深300一只股指期货和270余只券种可供卖空，融券供给也相当有限，但国内不少应用了对冲策略的市场中性基金表现仍然相当出色，如尊嘉 Alpha 从2011年成立至今超越大盘40%以上且回撤很小。该对冲基金经理人常松说，要感谢震荡难有起色的市场，正是这种市场环境给了忽略大盘风险的对冲基金一个发展的空间。相对于A股大盘的表现，国内对冲基金发展的现实也再次印证了对冲基金可以很安全。

对冲基金也可不对冲

经过50多年的发展，“对冲”二字已然不能概括对冲基金的全貌。今年第三季度，全球对冲基金总规模达到2.19亿美元，资产规模再次创下历史新高，对冲基金的外延也在不断拓展。南方基金投资总监邱国鹭近期在某论坛表示，对冲基金可以对冲，也可以不对冲。

笔者随后翻阅美国对冲基金研

“对冲时代”的投资理念



吴雅楠

曾经，“对冲”在中国资本市场还是比较敏感的词汇。2010年，股指期货踟蹰而至，融资融券和转融通也相继出台。股市投资思维从单向做多扩展为双向的做多和做空，现货和个股的定价也更加市场化和有效。

根据现代投资理论的资本资产定价模型，一个投资组合的收益由两部分组成，一部分是市场提供的相对收益，或β收益；另一部分是投资管理提供的超越市场的超额收益，或α收益，也是绝对收益。一个投资组合的风险也包含两部分风险，即市场风险或系统性风险，以及投资组合的特定风险。特定风险不能完全去掉，只能分散，而系统风险可以通过相应的期货等工具进行对冲。市场风险对冲后的投资组合回报就是市场中性的绝对收益，也就是所谓对冲基金追求的回报。

对冲基金在海外已经走过了逾60年的历程，见证了海外资本市场的变革和金融衍生品市场的成长与繁荣。从2010年以来，中国资本

市场也进入对冲时代。对冲时代下会对市场带来哪些变化？对投资格局有什么创新？我们该如何面对？

投资理念的革新

过去，投资者只关心投资收益，却没有意识到其中隐藏的风险；只关心某个策略当下能赚多少钱，却不知道这个策略未来在市场风格变化后是否还能继续赚钱。在对冲时代，投资更应看重风险调整后的收益，即投资的性价比。货比三家，在同等风险下，不同策略能带来怎样的回报？投资者会看重长期稳定和持续的α。

在单向多做的投资思维中，我们的投资一直靠天吃饭，也更关心指数点位。在双向投资时代，投资可以不必靠天吃饭，投资者更关心纯粹的市场中性的绝对收益。

另一方面，对冲带来了收益中α与β的分离，同时使投资策略也衍生出可转移α等创新策略。如同包子或比萨饼一样，相对收益的“皮”和绝对收益的“馅”可以分开，也可以构成不同的组合。例如，债券组合的β可以融入来自于股票或商品市场中产生的α，以增强债券组合的收益，这样，不同资产市场中的绝对收益α能力可互相转移及组合。

对冲时代将促使量化投资理念和方法得到更广泛的认同和发展。对冲虽然并不一定意味着狭义的量化投资模式，但量化投资中对风险的量化观



慎对信用债利率及利差的行业分化

石雨欣

目前不同信用等级信用债利率差区分已经有了明显提高，但仅用信用等级来衡量信用债的利率及利差显得不足。

同一信用等级下不同行业的企业经营状况可能相差甚远，不同行业在相同经济周期内的表现也会有差异，信用风险变化也会不同。所以，在信用等级基础上考虑行业的差异，可提高对信用债的风险辨识度。

不仅不同行业会出现明显分化，相同行业内的企业也由于自身规模、股东背景、市场地位、发展战略等不同，在相同市场环境，盈利能力和偿债能力也会产生分化。

因此，在考察信用风险程度时，除了考虑信用等级的高低，还应充分考虑发债主体所在行业的波动性及公司自身的特性。在目前经济下滑的形势下，光伏太阳能、钢铁、化工等产能过剩行业及自身债务杠杆过高的公司，面临的信用风险较大。而上游的

煤炭、石油等资源性行业及消费、商业等非周期行业在经济下滑阶段的抗风险能力相对较强，其行业内财务稳健的公司应为投资首选对象。

（作者系华安基金固定收益研究员）

智诚相伴 INSIGHTFUL PARTNER 华安基金 HuaAn Funds