

国投瑞银基金：中短期底部或已明朗

A股市场12月14日大幅反弹。对此，国投瑞银基金认为，大涨之后，市场短期下行风险主要集中在中小市值股票的解禁压力。中小市值股票将在2013年进入解禁高峰期，中小板新增解禁占已流通市值月均比重为2.2%，创业板为4%。从历史规律来看，中小板减持规模与市场估值的相关性要明显弱于实际解禁规模，大小非对于市场估值的冲击结果还有待验证。

展望后市，国投瑞银基金认为，中短期市场底部或已明朗，悲观情绪改善背景下的估值修复行情有望得以延续。创业板解禁可能会带来市场调整压力，但是证券市场震荡走高的概率偏大，建议关注房地产、非银行金融以及水泥、机械、化工为代表的中游投资品，此外，紧密跟踪政策导向，关注制度红利释放带来的主题性机会。 (朱景锋)

看好一体化定位的 民营油服企业

付娟

我们关注页岩气板块，准确地说，是关注油气设备和服务板块，尤其是那些具有技术和管理优势的民营企业。

看好这些企业的主要原因在于这是个持续增长的大市场。全球油气设备和服务市场规模约为3000亿美元，其中，中国油气设备市场在2000亿人民币以上。

虽然我国油服企业大多为三大石油公司下属企业，但地方民营企业也正迅速崛起。目前民营油气企业规模尚小，大多营业收入不超过5个亿，打开成长空间、实现持续增长的动力很强。从历史经验看，一体化和国际化是实现目标的两个主要途径，我们的民营公司也正在积极探索这两种发展模式。

虽然行业存在寡头垄断竞争的格局，但是中小技术服务公司由于具有地缘优势、成本优势和特色技术优势，也在抢占市场份额。近些年中国政府加大对油气公司“走出去”的支持力度，“十二五”期间三大石油公司海外权益产量的复合增速可能高达20%，民营油服和设备企业采取“跟随战略”也开始加快进入国际市场。

在A股市场上，我们也希望找到类似于港股中安东油田服务这样的潜力公司。

(作者系农银消费主题股票基金经理)

农银汇理权益类基金 2
绝对收益近三年列第2
来源: 根据证券基金业协会《基金管理人权益类基金绝对收益排行榜》截至2012年9月28日

新商业模式 动摇传统“价值”

殷鸣

“双十一”网购大战还让人记忆犹新，传统商业模式正遭遇着电商巨头前所未有的挑战；在媒体领域，传统媒体的商业价值也面临着新媒体的冲击；在软件服务领域，基于互联网的云服务开始颠覆传统软件商的服务模式；在消费电子领域，三网融合以及多屏合一等趋势逐渐形成，以内容服务或网络生态社区为核心的新服务平台开始替代传统品牌商的地位，占据产业链主导地位。

这些现象都不是孤立的，由于网络的传输瓶颈被突破，基于互联网的服务模式不仅仅应用于企业端，也开始渗透个人消费领域，而智能终端的普及加速了这一趋势。

再看股票市场，许多过去表现优异的价值股下跌幅度较大，开始被投资者抛弃，其本质是随着技术进步和服务模式的创新，这些公司的长期价值正发生变化。

股票市场上的价值股大都是各行业的龙头公司，正是因为商业模式的变化深刻地影响着相关行业，龙头公司首当其冲面临转型压力。是否转型影响着这些龙头公司的未来：如果不转型，势必被淘汰；如果被动转型，投入巨大，影响当期业绩。陷入这种矛盾的公司业绩表现大都不佳，估值体系也被彻底打破。因此，对传统白马公司的投资也需要理性分析这些挑战和机遇，对公司价值重新定位，简单的坚持可能遭遇“价值陷阱”。

(作者系华安策略优选股票基金经理)

智诚相伴 INSIGHTFUL PARTNER
40088-50099
www.huaban.com.cn
wap.huaban.com.cn

价值风格重归主流 中流砥柱还看银行



归江

价值风格重归主流

作为价值投资者，我们从来没有期望价值投资风格可以永远统领市场。回顾历史可以发现，投资和投机永远像童话里白皇后和黑皇后一样，轮流统治世界。这种换届周期约为5年。中小盘股过量的供应，白酒行业风险的暴露已经体现出腐败的黑皇后政权即将倒台，而价值股却随着业绩年复一年的增长和股价年复一年的下跌，体现出强大的生命力。

信璞在今年5月份发行的首期3个权益产品几乎全程满仓地集中投资于价值低估、行业地位显赫的大盘蓝筹股及其可转债，截至11月底这些产品的收益均跑赢指数10%以上。在过去数月，并非信璞的投资独好，我们看到风格指数也同样体现出强劲的价值回归特性。巨潮大盘价值指数在过去半年大幅跑赢其他类别指数。同样，过去半年代表大市值股票的中证100大幅跑赢了代表小市值的中证500

作为价值投资者，我们从来没有期望价值投资风格可以永远统领市场。投资和投机永远像童话里白皇后和黑皇后一样，轮流统治世界。这种换届周期约为5年。

蓝筹股成为资本市场中流砥柱的理性投资时代即将到来。因为非理性恐慌的弥漫和对价值投资的多年轻慢，A股市场给了我们一次难得的机会，不需要摸着石头过河，而是踩着石头过河了。

指数79%。价值股已经比市场提前1个季度走出了低点。

根据Wind资讯提供的数据，在过去3年，中证100指数所代表的大盘股的收入和利润一直优于中证500指数所代表的中小市值公司。但是在以市盈率(PE)和市净率(PB)衡量的估值层面，目前中小市值公司的估值仍要高于大市值公司30%~200%。这就是我们认为未来市场风格将持续回归价值的基础。

中流砥柱还看银行

对争议颇多的银行股的价值该如何理解？换言之，以接近1倍的PB、5到6倍的PE，购买净资产收益率(ROE)在20%以上的资产是否理性？

市场对银行的担心主要在于坏账。房地产价格下跌，地方政府融资平台坏账，宏观经济恶化，到底多大程度上影响银行的未来收益？我们通过某家大银行的分析大致可以知道，市场的担忧送给我们的将是一次多么大的历史性机遇。

目前这家银行的拨贷比(拨备余额/贷款总额)为2.5%，今年的税前盈利/贷款总额为3.6%，两者

之和为6.1%，这是巴菲特认为健康的银行可以接受的坏账风险上限。截至2012年6月末，该行的地方政府贷款余额(含平台贷和政府下属机构)为6777亿元，占贷款总额的比重为8.25%。即使假设10%的平台贷成为坏账，这将导致总贷款的0.825%成为坏账。目前该行的开发贷占总贷款的比重为9.0%，比2010年最高点(10.9%)下降1.9个百分点，若10%的开发贷成为坏账，这将导致总贷款的0.9%成为坏账。至于宏观经济恶化导致其他行业出现的坏账，我们假设这家银行目前公布坏账率(0.89%)的3倍。这样，总体的坏账率不会超过4.4%。在50%的坏账被核销的假设下，需要核销的贷款占总贷款的比重为2.2%。因此，它实际的坏账承受能力(6.1%的贷款核销率)是市场担忧的坏账(0.2%的贷款核销率)的近3倍。

如果我们依旧担心危机的严重性、金融管制的开放以及利率的市场化，那么香港无疑是一个比较好的比较标杆。作为离岸市场，香港的周期性跟内地相比应该有过之而无不及，同时香港银行业是高度开放的竞争性行业，利率也完全市场化。

然而，我们收集到的过去近40年的数据却告诉我们，即便历经多次东南亚和全球金融危机、数轮房地产泡沫和经济周期，但主流银行汇丰控股和恒生银行的ROE的波动从未有想象的那么大。

我们首先发现的规律是，专注于本土的恒生银行的历史平均ROE要高于国际化的汇丰银行。这个现象我们在美国的银行史中也得到印证。国际化的花旗银行和植根本土的富国银行相比，盈利能力要差，波动性要大。因此，金融业的跨界经营可能是银行业最大的风险。波士顿咨询公司最近的一项银行咨询报告也提出了类似的观点。因为我们银行的高度本土化特点，绝大多数坏账都可以通过时间消化。但是，一旦银行夜郎自大，乱搞国际扩张，就可能把从老百姓身上赚到的钱送给老外。

汇丰和恒生银行数据的第二个结论就是，无论经济周期和资产泡沫如何蹂躏，主流银行的盈利从未出现过亏损。每次危机带来的坏账，最多只需要2至3年合计1至6个季度的盈利就可以消化。在1997年的亚洲金融危机中，两家银行平均ROE从20%下降到15%，不到两年就恢复常态。这意味着两家银行只用了正常年份2个季度的利润就可以消化经济危机带来的影响。而2008年的全球金融危机，汇丰银行的ROE从15%下

降到5%，也维持了两年就回归正常，这就意味着它用了6个季度的盈利来消化坏账。而这6个季度的坏账可能有4个季度都要记到欧美地区的身上，大本营香港可能也只消耗了2个季度的盈利来消除坏账。

回看内地的主流银行，我们所处阶段更类似于恒生银行的本土背景。因此，我们可以担心中小银行坏账的不可控，利率市场化的冲击带来的生存风险，但是稳健保守的大银行可能只需要1-2个季度的盈利就可以消除坏账。

然而，资本市场对于可能失去的两个季度的反应却是股价腰斩乃至更甚。所幸的是，今年四季度以来银行股的估值表现已经显著超越市场表现。我们预计，在未来的时间里，市场对平台贷、开发贷及宏观经济恶化的担心将逐渐消去，银行股的中流砥柱作用将进一步显现。

蓝筹股成为资本市场中流砥柱的理性投资时代即将到来。因为非理性恐慌的弥漫和对价值投资的多年轻慢，A股市场给了我们一次难得的机会，不需要摸着石头过河，而是踩着石头过河了。一个可参考的例子是巴菲特在1990年以1倍的PB买入富国银行，经过4年，该行的净资产增加了1倍，PB估值上升到3倍，轻松获取了6倍的收益。

(作者系上海信璞投资管理有限公司总经理)

投资大视野

经济乐观预期引燃股市 金融地产充当先头兵

证券时报记者 吴昊

上周五沪指大涨4.32%，当日成交量突破千亿，而今年12月以来沪指已经上涨8.61%。接受证券时报记者采访的多位基金经理普遍认为，市场情绪正在改善，特别是投资者对宏观经济改善的预期推动股市反弹，中短期以看多为主。

市场乐观情绪升温

上周五公布的汇丰12月份采购经理指数初值为50.9，高于11月50.5，为近14个月以来最高值。对此，汇丰晋信基金认为，这表明在内需好转推动下经济复苏势头正在增强，这也可以从近两个月以来社会用电量数据的同比连续增长中得到印证。12月新出口订单转为萎缩，11月份我国出口同比仅小幅增长2.9%，明显低于市场预期。若要拉动经济增长，归根结底还是要依靠内需。

长信基金基金经理毛楠表示，连续几个月以来的经济数据都在持续验证本轮经济趋势性复苏的判断。从通胀数据看，11月通胀数据维持在2.2%的较低水平，目前通胀压力比较小，11月经济数据也继续呈现稳步复苏迹象。生产者物价指数数据的结构变化表明中游企业和上游企业利润下行的趋势正在得到改善。从库存角度看，各行业库存均较去年有较大幅度的降低。

天治基金基金经理陈勇表示，股市近期向好的原因在于市场对政策层面形成良好预期，前期国内宏观数据好转的效应逐步积累，对明年经济有所改善的良好预期提前反应。但临近年底，流动性问题、美国财政悬崖问题、创业板减持压力等仍会是风险因素，市场的持续上涨不会一蹴而就，不过当前市场情绪好转，大盘调整空间不大，大概率会持续相对强势。

另外，上海某基金基金经理表示，业内普遍看好明年一季度，但是一季度看好市场的理由在目前仍然适用，多种因素共振使行情有所提前，目前宏观数据方面较为配合，资金面也相对宽松，从投资者情绪上来看，利空已经出尽，近期合格境外机构投资者和险资等都有加仓。但近期股市大涨导致明年年初风险较大，同时部分股票的解禁推迟到了明年初，首次公开募股(IPO)或将重启，都会对股市带来不利影响。

金融地产值得关注

上周五，工商银行、农业银行、招商银行等多只银行股上涨超过3%，部分银行股创出年内新高，而地产指数也在今年12月份上涨超过11.03%，金融地产股的成为股市反弹先头兵。

交银施罗德基金经理史伟表示，目前领涨的板块是以金融地产为主的

周期股，而周期股行情是否能持续在于经济的复苏程度，反弹持续时间和力度还需观察。目前房地产的销售量在回暖，新型城镇化也是未来政策着力的一方向，因此，比较看好房地产产业链相关领域。

针对房地产行业，毛楠指出，房地产的景气度继续改善，主要表现在基建投资增速的大幅下行以及房地产投资增速的大幅上行。房地产自今年3月销售量开始转暖，新开工和投资一般滞后6个月，11月房地产投资和开工的回暖也符合经济规律，从幅度上看本月回升幅度比较大，存在单月波动的可能性，但是房地产投资逐步见底回升的概率较大。

上投摩根基金认为，反弹的持续性仍需观察，而近期召开的中央经济工作会议的内容是短期内判断经济政策方向的关键。股市反弹初期，低估值行业通常跑赢，如银行、地产、建筑建材机械、汽车及航空等。

英仕曼亚洲区总裁：对冲基金步入低杠杆新时代

证券时报记者 姚波
见习记者 邱玥

随着国内对冲私募的崛起，海外私募也正在着手布局中国市场。

日前，证券时报记者从英仕曼(Man Group)亚洲区总裁 Pierre Lagrange 获悉目前全球对冲基金的最新发展态势，以及海外对冲对中国市场的关注点。英仕曼是世界最大的证券市场公开上市的对冲基金运营商之一，Pierre Lagrange 在投资组合管理及投资研究方面拥有超过24年经验。

对冲基金步入新纪元

自从2008年金融危机经历了高杠杆的阵痛后，目前对冲基金的发展已经步入新纪元。Pierre Lagrange 指出，目前海外对冲基金更加注重风险控制、多元化和降低波动性，杠杆的使用比率也较之前降低。

他说，尽管杠杆降低，通过采用更好的管理模式，总体收益率并没有降低。由于对冲基金可以采用多空头、相对价值、统计套利、全球宏观及管理期货等多种手段来管理资产，投资标的也不仅仅局限在二级市场，业绩回报与大盘表现相关度更低，总体投资回报风险分布更加分散。此外，海外对冲基金的规模不大，主要收入来自业绩提成，这种收入模式促使对冲基金管理人为了寻求超额收益，在资金管理方面也会追求不仅仅强于市场，而在于提高给客户的绝对收益。

关注中国机会

海外对冲基金比较棘手的一点是，由于影子银行的崛起，客户可以轻松获得高收益，从而往往导致资金流失。Pierre Lagrange 指出，目前中国也遭遇了相类似的问题，由于存在大量影子银行的理财产品，导致资金对股市热情不高。

他指出，目前国内某银行曝出的产品问题，就游走在是否会获得银行担保的边缘，需要观察解决这一问题带来的趋势性影响。此外，他还表示，中国市场对了解全球市场至关重要，在过去5年内，国内市场吸引力也越来越高，非常希望有投资中国的机会，目前比较关注市场效率低环境下一些管理优秀、具备改善空间的公司。

量化宽松政策持续 黄金明年继续闪亮

证券时报记者 刘明

日前，美国推出第四轮量化宽松政策(QE4)，这再次引发不少投资者对黄金与黄金股保值增值的投资想法。未来黄金价格会怎么走？黄金股与黄金的走势有什么关系？证券投资者该关注哪些黄金股？证券时报记者就此采访了诺安全球黄金基金经理宋青与五矿期货贵金属分析师李文凯。

QE4利好提前兑现

证券时报记者：为什么本是利好的QE4推出后，黄金近日出现回调？

宋青：QE4推出后黄金价格回调只是个短期现象，因为在QE4之前，12月初市场就已经反映了对QE4的预期，近日调整为利好兑现的回调。另外，接近年底流动性趋紧，也会影响黄金价格。

李文凯：不论QE3还是QE4都是在释放流动性，单就量化宽松推出本身来讲，对黄金肯定是利好，但利好兑现后市场往往会有有一定的回调。

明年上半年仍有看头

证券时报记者：未来黄金价格会呈现怎样的走势？

宋青：在量化宽松背景下，若是明年上半年通胀数据没有加剧，那么后期可能继续量化宽松。因而，黄金价格短期回调后可能继续回升。从明年及相对长期来看，黄金还是会保持向上趋势。

中期来看，美元的低利率政策还会继续，近日美联储主席伯南克表示，量化宽松政策将维持到2015年。在这种情况下，持有黄金的机会成本是很低的，机构投资者持有黄金交易型开放式指数基金(ETF)近期也不断创出新高。

从美国经济发展角度来看，黄金也有保持向好的趋势。虽然美国经济在复苏，但面临较大的巨额债务，美国还债的最好方式就是让美元贬值，减轻负债，这将对黄金价格形成支撑。

李文凯：量化宽松的推出是个利好，但目前全球宽松的货币政策与流动性释放已经到了后期，预计在不久的将来，会出现流动性大量释放后宽松政策的退出，如美国的失业率低于6.5%之后，就会考虑宽松政策的退出。而宽松政策的逐步退出，也就意味着黄金的牛市可能会终结，黄金牛

市已到末期。

不过，每年春节前后，中国、印度会有一些的刚性需求，同时中国还有一、二月份可能降准的预期，短期黄金还有上涨的动能，因而黄金等贵金属在牛市末期可能还会创出一个高点，可能是低于前期的一个次高点。

美国加息日将是金价到头时

证券时报记者：黄金价格受美元及经济周期的影响，在什么样的情况下，黄金价格可能会面临向下趋势？

宋青：黄金价格不可能一直向上，也会有掉头向下的情形。如果美元开始加息，并且正的利率达到2%，投资者持有黄金的机会成本更高。如果明年经济维持较好态势，那么最快也要到明年下半年才有可能加息。

李文凯：从美林的投资时钟来看，目前很可能是处在低通胀、经济开始复苏的阶段，黄金的抗通胀价值不高，因此，这个时期是最不利于黄金的。

现时的市场中，美国、中国可能会出现短期比较好的投资机会，比如美国房地产的复苏，中国的工业增加值，采购经理人指数等都在回暖，从资金的流向来看，各行各业都在出

现机会，资金可能从黄金中流出，流到收益率更高的行业中。

其他贵金属生产企业 盈利状况可能更好

证券时报记者：黄金价格对黄金类公司股价有哪些影响？如何在黄金类上市公司中寻找投资机会？

李文凯：黄金股不仅受黄金价格与上市公司业绩影响，还在较大程度上受整个股市大盘运行趋势的影响，如在黄金涨、大盘下跌的过程中，黄金股可能并不会涨。

基于对黄金价格的判断以及股市反映未来预期的情况，主要生产黄金的企业，盈利状况在较长期的时间来看可能不会太好，而生产其他贵金属如白银、铜、铝、铅、锌等的企业可能会较好，因为在经济向好的时候，这些金属品的工业需求会增加。

宋青：黄金股的表现跟黄金价格还是有差别，因为黄金企业的管理、财务等各方面的影响，导致黄金企业最终的盈利与黄金价格差别很大。一个简单的例子，在利好黄金价格的通胀期，黄金价格上涨，黄金企业收入增加，但由于通胀期往往面临银行加息，黄金企业的财务成本也面临增加。