

## 理财随笔 | Essay

# 科技股泡沫是否会重演?

证券时报记者 陈楚

进入龙年以来,A股市场上演了一波反弹行情,除了估值修复的金融、地产、煤炭等强周期行业以外,以电子元器件、物联网等为代表的科技股也不输大盘,成为反弹幅度较大的板块之一,同时,市场上也充满着对科技股的种种看多之声,如业绩拐点、复苏先导、政策驱动等。

在大洋彼岸,苹果股价不断创造新的神话,Facebook即将上市也不断刺激着投资人对科技股的好看。从实体经济来看,彭博社刊发文章指出,美国科技行业正迎来新一轮招聘潮。彭博社汇总的数据显示,过去两年间市值超过1亿美元的美国科技企业中,近50%的企业新增超半数员工。部分中小型企业工资总额增长了近4倍数,

对互联网服务、软件和电子类人才的需求旺盛。

过去被视为“香饽饽”的投资银行等金融企业如今收益缩水,裁员尚且来不及,更遑论增员。相反,经济低迷期科技行业却成为成千上万求职者避风的港湾。据了解,过去两年内,包括苹果、谷歌和亚马逊在内的科技企业员工扩招比例至少达到50%。科技类企业热火朝天的大规模招聘,让人看到了全球经济紧缩背后温暖的一面。

但忧虑接踵而至,不少市场人士很自然地想到了2000年的科网股泡沫。彼时,科技股股价一泻千里,大量科技类企业裁员减薪,非理性的狂热退场后,带给人们的不仅仅是财富的严重缩水,失业后无所凭依的恐惧,更是让不少投资者失去

了对科技股的兴趣,此后经年唯恐避之不及。

此次科技股在经济低迷期的良好表现,似有卷土重来之势。尤其是改变电子消费品生态环境的苹果,市值甚至超过微软和英特尔的总和。炫目的财富效应,让人不得不警惕——科网股泡沫2.0版是否出现?

以A股市场的科技股而言,此轮行情固然与海外市场科技股的表现息息相关,但内因还是根本。其一,科技股在经过去年的去泡沫化后,不少个股估值较为便宜,存在着估值修复的内在动能;其二,不少电子信息类企业,尤其是电子元器件行业,业绩趋好迹象明显,很有可能在一季度迎来业绩拐点,业绩预期的向好,推动了科技股股价的上涨。

从整个经济的内在演进而言,全

球经济都面临去杠杆化的过程,金融危机暴露了虚拟资本过度膨胀带来的巨大危害,任何繁荣的虚拟经济,根基仍然是业绩稳定增长的实体经济。中国经济处于转型的阵痛期,转型的动力来自哪里?毫无疑问,科技进步是重要的一环。

全球经济的历史也显示,每一次大的经济和社会进步,都离不开科技的进步。科技更新换代带来新的经济业态,给股票市场注入新的动力,为投资人带来代表新经济形态的投资标的。

有2000年科网股泡沫破灭为鉴,尽管今年科技股很有可能迎来一个泡沫化的过程,但投资人的风险意识、经济的内在结构、监管水平等与昔日相比,已有天壤之别。投资人的使命,是真正践行价值投资的理念,在新一轮科技股的泡沫化过程中实现收益最大化。

## 现代意义的公司债券是怎样诞生的?

债,从汉字结构来看,“人”字旁指“借款人”,“贝”指“利息”,两者合起来即表示“负担利息的人”。债券乃是一张借条,是一种法律规范和社会道德规范下的信用体现。

唐代的借贷债券称为“出举”,《杂令》的“公私以财物出举”条云:“诸公私以财物出举者,任依私契,官不为理。”原则上国家既不参与、干预借贷契约的订立过程,也不参与或干预其正常履行。不过为了防止自古以来就产生的高利贷现象,《杂令》也规定债券最高利息率的限制,即“每月取利,不得过六分”;同时也规定了利息的总量控制,“积日虽多,不得过一倍”,利息总量不得超过本金,否则官府将介入、干预。

古罗马时期并不禁止放贷取息。罗马法允许有息放贷,最高年利率不得超过12%。而《圣经·旧约》的《申命记》禁止上帝的子民犹太人相互放高利贷,只准许他们向外族人放债。欧洲中世纪的教会对于高利贷的鞭挞可谓不遗余力,甚至对于正常的低息借贷也排斥。这种情况一直等到宗教改革运动才得到改变,加尔文重新诠释《圣经》,声称《圣经》并不禁止高利贷,自然法允许高利贷,放债是帮忙,任何劳动都应得到报酬。在宗教改革中实行新教的瑞士、英国和荷兰都先后废除了高利贷禁令,为这些国家的经济发展扫除了融资的障碍。

1602年,具有国家职能、向东进行殖民掠夺和垄断东方贸易的商业公司——荷兰东印度公司成立。最初的东印度公司章程中规定资本积累以10年为限,然后做一次全面清盘,接下来再为下一个10年的航海探险重新筹集资金。由于当时到东印度的航路所耗费的时间很长,平均大约是18个月,再加上装备船只和处理货物所花费的时间,这就使得参与东印度贸易的投资者需要等待一个相当长的时间才能看到回报。为此,荷兰东印度公司决定发行债券,第一张现代意义的公司债券由此诞生了。这是世界金融发展史上重要的一页。自此,债券从私人契约变为可以流通的有价证券,这意味着出现了公司实体而非个人或者政府的债务。

1794年,第四次英荷战争爆发,荷兰战败导致1795年荷兰这个商业帝国的瓦解。1799年,荷兰东印度公司解散,从此彻底终结了自己乃至阿姆斯特丹和荷兰的辉煌,但东印度公司发行的公司债券却留在历史长河中。

如今,个人投资者由于受多方面限制,无法直接投资于债券,而可以通过投资债券型基金达到投资于债券的目的。从2月13日起发行的广发聚财信用债基,即以公司债、企业债为主体的信用债为主要投资对象,力争为广大投资者谋取债券投资的稳健增值。(广发基金市场部)

## 如何分析货币基金的收益率?

选择货币基金,不仅要看7日年化收益率,还要看每日万份收益的稳定性

马喜德

春节前,随着市场资金面收紧,货币市场短端利率大幅上升,部分货币市场基金的收益率又开始吸引众人的眼球。投资收益率上升当然是好事,但是这种收益率能否持续?投资者心里不免有些嘀咕。

从理论上说,投资收益率上升无非两种可能,一种是货币市场基金的再投资收益率上升,另外一种可能是基金管理者将货币市场基金进行债券

投资所产生的浮盈兑现。在第一种情况下,货币市场基金的高收益率是可以持续的,但这种高收益率不可能较前期高出很多(比如说收益率能从4%提高到5%,但是要在短时间内持续在6%以上则可能性较小);在第二种情况下,货币市场基金的高收益率则不可持续,虽然此时的收益率会很高(比如达到8%以上),但是7天过后,货币市场基金的7日年化收益率又会回到原来的水平。

7日年化收益率是一个用来平滑表示货币市场基金收益率的指标,但是该

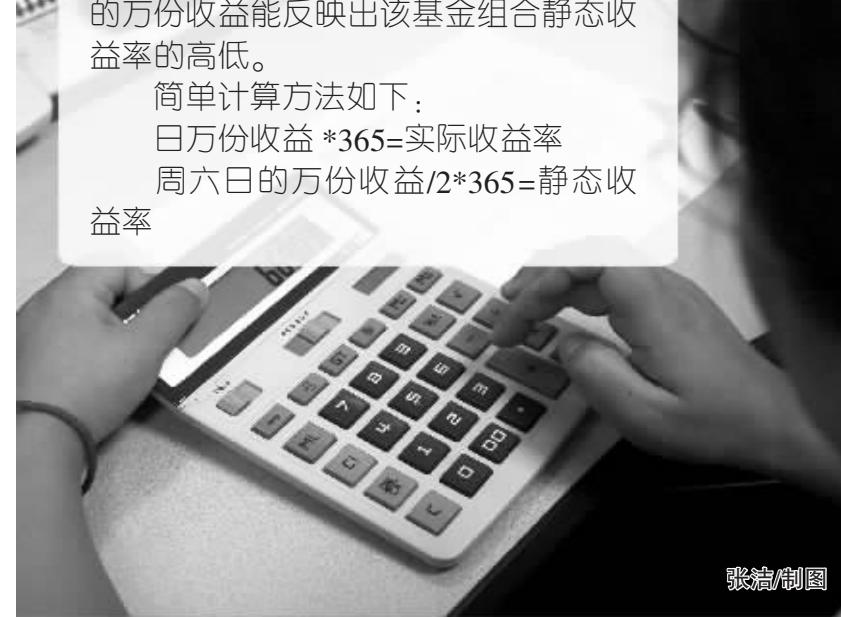
指标有利也有弊,好处在于该指标的波动性比日万份收益更小一点,坏处在于当日的7日年化收益率会受到前几日该基金已实现收益的影响。有的投资者买入货币市场基金时是因为看到该基金7日年化收益率很高,殊不知他T日进行申购,T+1日份额才得到确认,其收益取决于未来几日该基金所能实现的收益,而不是该基金过去几天已实现的收益。所以,如果当某货币基金在大幅兑现债券浮盈之后,每日常有万份收益下降,那么,该投资者真实享受到的收益并没有7日年化收益率所显示的那么高。之所以会出现这种情况,主要是因为货币市场基金的7日年化收益率会受到过去7天中某天的日万份收益的影响,其代表的是过去7天的平均收益率,并不代表货币市场基金当前组合的真实收益状况。

对于精明的投资者来说,他们在关注7日年化收益率的同时会更关注每日万份收益,然后将日万份收益乘以365,就是当前货币市场基金的实际收益率。

对于专业的投资者来说,他们还会关注节假日期间的每日万份收益,因为节假日期间基金管理者无法对货币市场基金的收益进行调整,节假日的万份收益能反映出该基金组合静态收益率的高低。由于周六日的万份收益一般会合并公布,因此将周六日的万份收益除以2,再乘以365,就是该货币市场基金投资组合最真实的静态收益率。

总而言之,对于投资者来说,选择货币市场基金的标准,不仅要看7日年化收益率,还要看每日万份收益的稳定性。

(作者系易方达稳健收益债券基金、货币基金基金经理)



张洁/制图

■摩根天下 | J.P. Morgan View

## 以多元资产策略增强收益回报

莫兆奇

说起投资,很多人可能只想到股票,而部分内地投资者更有可能直接将之与A股划上等号。其实,

放眼全球金融市场,投资者能够涉足的资产种类非常丰富。从大类而言,可以分为股票、债券、现金、实物资产和商品;细分来说,则有成熟市场、新兴市场、主权债券、企业债券、高收益债券、房地产投资信托等;若再细致到地区国家、行业类别、市值大小以及投资产品,种类更加琳琅满目。

摩根资产管理认为,由于不同类别资产的风险回报特质各有不同,支持其上涨的利好因素也往往区别甚大。因此,在不同的宏观经济环境下,各种资产类别往往会有不同的表现。

我们研究过往数据发现,各主要资产类别在不同年份的表现互有胜负。例如,在2011年,房地产投资基金、美国投资等级债券及美国大型

股表现较佳;而在2010年,除房地产投资基金同样表现出色外,则以美国小型股、新兴市场股票及商品期货的表现最为优越。

因此,如果投资者在自己的组合中加入多元资产类别,就有可能把握更加丰富的回报机会。例如,对一个旨在获取经常收益的投资者来说,在当前的低息环境下,银行存款及欧美政府债券等传统收益工具已变得缺乏吸引力。这时,投资者就应考虑在组合中加入非传统的收益类资产,包括高收益债券、新兴市场债券、房地产投资信托等,以加强收益回报。

其中,高收益债券是指由信贷评级较低公司所发行的非投资级别债券,其收益率显著高于高评级债券,而价格波动及违约风险亦相对较高。当前的企业现金流改善和违约风险降低趋势,都可支持高收益债券的表现。

新兴市场债券,就是由新兴市场政府及企业所发行的债券,收益率高于成熟国家债券,但政治风险、价格波动及违约风险也可能较高。不过,目前新兴

市场政府债务负担不大,与成熟市场财政恶化的情况反而形成强烈对比,许多新兴市场债券甚至已列入投资级别。

至于房地产投资基金则是由商场、办公楼、酒店等收益类地产资产等组成的投资工具,以可议价证券的形式进行交易,且规定大部分租金等收入须分派予股东。由于租金可随物价而调整,房地产投资基金也可发挥抗通胀作用。

最后还有一点非常重要,投资组合中的多元资产不应维持一成不变。投资者应当根据具体的宏观经济背景以及市场情况,积极配置和调动各项资产类别,这不仅有助于在不同市况下开拓回报机会,而且还能更好地发挥分散风险的效益。

(作者系摩根资产管理执行董事)

**摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management)**  
是全球最大的资产管理公司之一,拥有两个世纪的卓越信誉,资产规模达1.5万亿美元。  
**摩根资产管理**

**摩根**  
資產管理

## ■心水基金 | Value Fund

## 富国天瑞获取超额收益的能力较强 把握强势区域价值

李艳 李颖

富国天瑞强势精选基金为大盘价值风格混合基金,业绩的长期持续性和短期爆发性都较好,在市场走势偏价值风格的行情中相对优势更为显著。该基金成立以来累计收益率304.73%,大部分年份业绩均保持在偏股混合型基金的中上游。

该基金短期表现或受市场风格轮换影响起伏较大,如2009年牛市中超越偏股混合基金36.51个百分点,2010年在中小盘成长风格占优的市场行情下,基金表现则相对较弱。但从长期来看,基金获取超额收益的能力较强,最近三年年化收益率为8.53%,超越了80%的偏股混合型基金的同期表现。今年以来,该基金净值增长4.40%,排名同类前15% (截至2012年2月16日)。

该基金主要采用“自上而下”的主动投资策略,以强势地区产业经济发展为契机,积极把握精选个股的投资机会,基金投资于强势地区的股票比例不低于股票投资的

80%。强势地区主要指区域经济发展较快、已经形成一定产业集群且居民购买力较强的区域。2011年11月的更新招募说明书中确定了14个区域,基本覆盖了东部沿海、中部和西部等地的相对强势区域。

投资组合上,该基金历史上对股票仓位的配置比较激进,长期重配地产和金融,持股以大盘价值风格为主。历史上该基金股票仓位基本保持在85%以上,即便在2008年和2011年也基本没有下调。看好强势地区的房地产和金融行业股,并长期重仓持有,尤其显著超配房地产行业。

个股方面,该基金集中投资于板块龙头个股,对于部分优质个股长期持有,历史持股集中度保持在50%以上。体现出较出色的选股能力,重仓个股往往获得超越板块的表现,选股能力获得上海证券三年期五星评级。2011年四季度末的季报显示,基金管理人坚定看好地产为核心的大盘蓝筹价值股的未来投资价值,房地产行业配置比重高达39.95%。

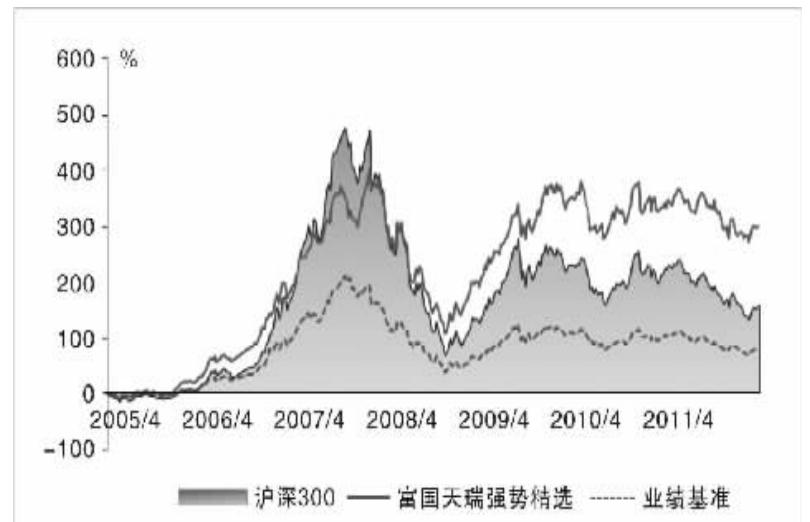
(作者系上海证券基金评价研究中心分析师)

### 富国天瑞强势精选基金基本信息表

基金名称: 富国天瑞强势精选 100022	成立时间: 2005-04-05	数据截至: 2012-2-16
基金经理: 宋小龙 基金净值: 0.7223元 累计收益率: 304.73%	基金规模: 49.37亿元	
基金类型: 偏股混合型基金	基金风格: 大盘价值型	管理费率: 1.50%
业绩基准: 上证A股指数收益率*70%+上证国债指数收益率*25%+银行存款利率*5%	仓位: 85%-95%	
综合评级 ★★★★★	选证能力 ★★★★★	择时能力 ★★★★
		风控能力 ★★★★
2012年	2011年	2010年
年化收益率(三年): 8.53%	年度收益	-11.31% -9.22% 99.16% -48.48%
收益率波动率(三年): 25.17%	+/-基准	-0.74% 3.22% -0.08% 46.54% 1.78%
风险评价: 高	+/-同类	24.0% 11.21% -14.89% 36.51% 0.08%

数据来源:上海证券基金评价研究中心、Wind资讯 吴比较/制表

### 富国天瑞强势精选基金累计净值增长走势图



数据来源:上海证券基金评价研究中心、Wind资讯 吴比较/制图

### 基金经理宋小龙素描

## 长期乐观主义投资者



资料图

“长期乐观是我的投资理念。如果你对经济长期发展乐观的话,那么对你的很多投资行为会有很深刻的影响。” ——宋小龙

调存款准备金率为标志,国内货币政策从过度紧缩向常态化回归;但对经济的极度悲观预期在市场博弈中占据了绝对主导地位,同时中小盘股的估值泡沫开始大面积消退,市场持续下跌,市况极其惨烈。富国天瑞战略性配置了地产、金融、汽车等大市值行业,同时基于煤价下跌以及电价上调的预期,对电力行业进行了积极配置,业绩表现超出同类型混合基金。

宋小龙十分看重地产股。他曾表示,地产行业在经济发展中的支柱性地位是由中国经济发展的阶段性特征决定的。城镇化和消费升级是中国经济现阶段发展的主要动力,在人口红利释放、城镇化继续推进的过程中,传统产业如房地产、银行业还有巨大的发展空间。

张哲