

## 期待蓝筹股再现好行情

沈雪峰

蓝筹股一般是指在某一行业中处于重要支配地位、业绩优良、市值巨大、交投活跃、红利优厚、市场认同度高的公司股票。

国内投资者对蓝筹股的成长性鲜有追究。近两年，虽有上市银行业绩鹤立鸡群，不仅增速高达30%以上，且净利润占A股上市公司总利润的比例也在40%以上，但因其行业特殊性、利率非市场化等因素，信贷资源类似于卖方市场，高成长难以有代表性。在经济软着陆的背景下，市场正担忧银行利润增速是否会下滑，融资需求能否暂告一段落，否则目前5倍的市盈率估值水平的确实很低。

对于理论上强调的蓝筹股股息率高，实质难有硬约束，随着经济周期变化和行业景气循环往复，很多蓝筹股的高分红已存在压力。另一方面，投资者在股票市场一般愿意承担高风险的前提下，对3%的股息率不会敏感，同时股票价格常处震荡中，短期3%的跌幅司空见惯。除非确定蓝筹股股价基本不下跌，否则扣除股票价损益率后股息率还剩多少很难评判。

退一步说，蓝筹股的股息率和股价都保持稳定，但其融资需求基本是每年都通过增发、配股、发行各种债券等方式融资，分红与融资规模相比，实在小巫见大巫。所以，我们常看到在熊市和牛市时，蓝筹股常常跌幅小于小盘股、成长股，发挥稳定市场的中流砥柱作用，而在牛市市场中却常常涨幅落后。管理层若能在分红、融资等多种方面进行政策平衡，则可以期待未来蓝筹股再走出“五朵金花”或者“漂亮50”行情。

（作者系华安行业轮动股票基金经理）

智诚相伴  
INSIGHTFUL PARTNER

华安基金  
HuaAnFunds

客服热线：40088 50099  
公司网站：[www.huaan.com.cn](http://www.huaan.com.cn)  
手机基金定投：[wap.huaan.com.cn](http://wap.huaan.com.cn)

## 利用“黑天鹅”去伪存真

付娟

近两年，“黑天鹅”事件有频率提升的迹象。我们有必要梳理和分析其发生的原因或背景，从而有助于更好地预防黑天鹅，甚至可以利用超跌带来的机会买入。

从去年以来，“黑天鹅”主要集中在医药、食品饮料、保健品、新能源、新材料、资源类等领域。原因主要是食品安全、业绩造假、新技术或新模式失败、涉矿梦落空、政府监管变化、环保等问题。所有问题都反映了一个现实，即粗放式经济增长模式所带来的问题在近期集中体现，需要纠偏。过去两年中，在政府相关政策刺激下，尤其是释放的大量货币，不仅产品价格、资产价格出现严重的泡沫，企业在经营模式上也会寻求激进的扩张，最终为了更“宏大”的战略而提高风险容忍度。这是一场资金盛宴推动下的虚假繁荣，当经济更多地回归内生的潜在增长，喧嚣就会结束，实业界和资本界也会重回理性。

展望未来，虽然我们不可能完全回避“黑天鹅”事件，但相比2011年，这种概率会大幅降低。在经济结构转型过程中，理性的成分会多于以往。同时，随着估值的大幅回落，其杀伤力也会大为减弱。

（作者系农银行业成长股票基金经理助理、农银消费主题股票基金拟任基金经理）

农银汇理基金  
40068-95599  
农银消费主题股票基金  
3月19日-4月20日公开发售[代码:660012]  
每户首次认购

## 市场中永远存在机会

侯清濯

有人认为，鲜花再美总有凋谢的一天，不如假花。若以此逻辑类推，是否可理解为股票总是要跌的，所以最好一直空仓？

每个企业、行业都有高峰低谷，每个股票都有高估低估。无论多受投资者最追捧的股票，总有一天会被投资者抛弃，在被投资者彻底抛弃后，可能新一轮又开始了，在新一轮的上涨中，还很有可能会创出历史新高。

目前看多A股市场甚至在A股市场中寻找投资机会的人都会被冠以“冒险家”的称号。控制风险不等于不采取行动，在投资大师费雪的书中，就明确地区别了“保守型的投资者”和“保守的投资行为”。不论过去、现在还是未来，市场中永远存在着投资机会等待我们去发掘。

（作者系易方达平稳增长基金经理）

## 降低大流通消耗为经济增添新动力



诸建芳

● 我国目前物流血脉不畅，物流费用与GDP的比率比发达国家高出一倍，影响资源配置效率。

● 单位GDP对物流的需求正在翻倍增长，未来城市圈化发展将使经济对物流的依赖性持续加强。

● 造纸、钢铁、化工、建材等行业物流费用降低空间最大，未来物流效率的提高对GDP增速的影响有望达到1个百分点。

数据显示，全国社会物流总费用为8.4万亿元，同比增18.5%。全国物流总额158.4万亿元，按可比价格计，同比增12.3%。

自2000年以来，我国单位GDP所需物流费用翻倍增长。物流费用率居高不下，经济对物流的依赖却与日俱增，单位GDP对物流的需求也在翻倍增长。2000年1单位的GDP需要1.6单位的物流支持，2010年则需要3.2单位的物流支持。当前经济区域以城市为中心，而城市的经济活动以物流为依托，其发展对物流有很强的依赖性，区域内的发展规划，如工厂、仓库、住宅、商业以及道路、桥梁、车站、机场等都要以物流为约束条件。根据若瑟姆曲线，当城市化率触及50%时，将普遍出现城市化特征。我国未来城镇化方向将以城市圈发展为主，人口的迁移主要是小城市人口向城

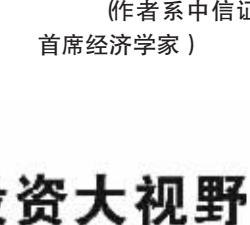
市圈的核心城市迁移，城市圈化将使得物流大动脉的重要性持续加强。

物流费用率偏高，微观而言，大量利润将被消耗，企业投资活动受到抑制；宏观而言，高流通费用意味着全社会经济活动的摩擦过高，这种摩擦将导致资源配置发生扭曲，给很多产业和区域发展带来瓶颈。从全球物流费用控制的趋势看，发达国家已经有效地将物流费用控制在较小范围。当前美国、日本、欧洲等国家的物流总费用占GDP的比重基本都在10%以下，其中日本和美国在9%以下，而我国还保持在18%左右，比发达国家高出约一倍。从发达国家物流费用变化历史看，物流费用的下降的确显著提高了经济竞争力。

在美国和日本物流效率提升的历史进程中，运输费用的降低起到了决定性作用。我国社会总物流费用中，运输费用占据半壁江山，占比高达

53%，保管费用和管理费用分别占比35%和12%。在运输费用中，公路运输占比达77.5%，水路运输占比11.7%，铁路运输占比10.8%。以1997年为基期，十多年来我国生产者物价指数（PPI）涨幅为20%左右，但同期公路、水路、铁路和航空费用的涨幅分别达到90%、30%、46%和43%。可以说，公路运输成本上涨是我国物流费用上涨的主要推手。未来我国物流效率的提升将主要依赖于运输体系的完善，特别是政府出台相应政策降低运费，尤其是公路运费，加强全国流通环境的整合，我国未来运输效率还有很大的提升空间。

至于物流费用中管理和保管费用的降低，欧美发达国家主要依赖整体物流信息技术的普及，及第三方物流的骨干产业和推动第三产业发展的重要力量，这也符合我国产业结构和经济结构调整的方向。其发展重点在于依靠技术和整合获取更多附加值，与之配套的机械制造、商贸流通、邮政通讯、信息服务、基础设施建设等相关行业也将获得新的发展空间。



## 投资大视野

## 迎接对冲时代

叶峰

从追求绝对收益到追求相对收益再到追求绝对收益，海外的资产管理业至今已走过三个阶段。第一阶段，追求绝对收益。当时，市场上还没有衍生证券可以对组合进行风险管理，海外市场投资股票同样是追求每年例如10%的绝对收益。第二阶段，由于共同基金的崛起，资产管理所追求的收益目标从绝对收益变为相对收益，即超越业绩基准。第三阶段，由于衍生品市场的发展，利用衍生证券对组合进行风险管理成为可能，这时资产管理的目标又重新回到追求绝对收益，与第一阶段不同的是，很多对冲型资产管理风险更小。

一提到“对冲”，很多人立刻会联想到1992年的英镑、1997年的亚洲金融危机、2010年的欧债危机，市场至今仍是硝烟滚滚，“对冲”乃是“罪魁”危机制造者。对冲原意是“规避”，全球对冲基金的操作方式不下十几种，其风险大小必须一一辨别。虽然方式众多，但对冲资产管理的利润率基本都来自市场的无效性，即寻找被错误定价的证券，在市场估值修正的过程中盈利。无套利定价和均衡定价两大定价方式衍生出无风险套利和Alpha型操作，由于无套利定价模式更具有确定性，因此，套利资金的持续涌入将使套利机会逐步消减。未来，套利模式的盈利点在于最小化所面对的套利成本。

Alpha型操作的利润实质等同于共同基金的超额收益，由于均衡定价的影响因素众多，因此，均衡定价的确定性不如无套利定价，然而，这恰恰意味着其拥有更大的空间。

虽然对冲了大部分系统性风险，Alpha型操作依然具有一定风险，其收益来源同样也是其风险的来源。

步入对冲时代，资产管理业面临更大发展也将承担更大的使命。共同基金原先无法实现的超额收益在对冲方式下得以实现，对冲型多策略的资产管理将使共同基金获得稳定的市场需求；保险和养老资产管理最终也将会接受这种实现绝对收益的方式；而我们整个资本市场的定价效率将因此逐渐提高。

（作者系鹏华指数基金经理）



产股都承受了较大压力，对银行和地产股怎么看，是否存在投资机会？  
盛军锋：与历史估值相比较，银行、地产股的估值处于历史底部区域，现在投资价格相对便宜。银行方面仍面临较高的融资需求，且净息差处于高位，银行利润较有保障。地产方面仍面临刚性需求，且作为国家支柱产业仍可能受政策扶持。因此，两个行业都存在投资机会。

银行盈利虽然过了景气高点，但依然会保持相对高速的增长。然而银行面临的问题是经济下行对资产质量的担忧、对融资需求和近期媒体对银行“暴利”的关注，这使得银行面临一些政策风险。

长城基金策略分析师于雷：二季度是经济的转折点，前提是政策进一步放松。这种背景下，现在的股市具备投资机会。

大摩主题优选基金经理盛军锋：中国经济已陷入转型困难期，要做好打持久战准备。把握结构性机会显得尤为重要。

产股都承受了较大压力，对银行和地产股怎么看，是否存在投资机会？

盛军锋：与历史估值相比较，银行、地产股的估值处于历史底部区域，现在投资价格相对便宜。银行方面仍面临较高的融资需求，且净息差处于高位，银行利润较有保障。地产方面仍面临刚性需求，且作为国家支柱产业仍可能受政策扶持。因此，两个行业都存在投资机会。

银行盈利虽然过了景气高点，但依然会保持相对高速的增长。然而银行面临的问题是经济下行对资产质量的担忧、对融资需求和近期媒体对银行“暴利”的关注，这使得银行面临一些政策风险。

## 国投瑞银：双主线寻找结构性机会

近日，国投瑞银基金发布二季度投资策略报告指出，宏观政策正向稳增长倾斜，在防止通胀显著反弹前提下，货币政策有望缓步放松，同时产业刺激政策也将以快速度推出。随着实体经济的逐步企稳，仍处于估值洼地的A股市场有望在二季度继续上行；但经济数据短期可能继续疲软，短期内的利空干扰较大，所以二季度市场仍将遭遇频繁震荡，建议两条主线积极寻找宏观趋暖带来的结构性机会。

第一条主线是具有估值优势的大盘蓝筹股行业，主要集中于银行、非银行金融、交运、石油石化、基础设施等板块，在波动加剧的市场中将有效发挥其稳定性。

第二条主线是具有长期动力的大消费产业群和新兴产业群，随着中国经济在房地产热潮之后，为了维系其长期增长动力并提升其技术层次，大消费和新兴产业将承担

## 南方基金：第二波反弹有待更多政策利好

南方基金日前发布的二季度投资策略报告指出，今年市场基调已由去年的下跌转向反弹，上证指数有望收复去年的失地。投资策略上，短期内市场仍将维持震荡走势，等待更多的政策利好信号和流动性进一步改善，才能迎来第二波反弹。

报告指出，目前国内经济增速出现下滑。今年前两个月，我国新增贷款规模低于预期，显然不是因为银行缺少贷款额度，而是企业预计到经济增速仍在放缓，不敢轻易扩大产能，反映了实际贷款需求不足。

预计未来几个月，我国经济增速仍在探底过程中，下半年有望逐步回升。政策方面，南方基金认为央行实行一年多的紧缩政策转向适度宽松的货币政策，但宏观调控对经济的作用受到各种“挤出效应”和时滞等影响可能大打折扣。

对于短期市场，南方基金维持谨慎态度，中期来看，南方基金认为反弹格局没有改变。

（李洁）

对于短期市场，南方基金维持谨慎态度，中期来看，南方基金认为反弹格局没有改变。

（李洁）