

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，否则扣除股票价格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)



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)



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，可能新一轮轮回又开始了，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



褚建芳

“路通百业兴”，一语点中流通对于经济增长的重要性。“大流通”是经济活动的血脉，一旦血脉不畅，微观企业利润将被损耗，投资活动受到抑制，宏观层面的资源配置也将发生扭曲，给很多产业和区域发展带来瓶颈。因此，降低流通费用将为诸多经济领域提高效率，从而释放更多的经济增长动力。

当前我国物流的主要产品有工业品、进口货物和农产品。过去20年间，农产品物流比重由10%下降至2%，工业品比重由77%上升至90%，成为当前物流的主要对象。我国物流总额比同期国内生产总值(GDP)总量高出几倍，物流总费用相当于同期GDP总量的不到20%。2011年最新

●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

低估值提供安全边际 二季度阶段性行情可期

证券时报记者 杜志鑫

相比去年，2012年一季度A股市场有所表现，但相比美股走势，A股仍然偏弱，进入二季度，如何把握当前的投资机会，对于银行和地产的困局又如何看待？证券时报记者就此专访了大摩主题优选基金经理盛军锋和长城基金策略分析师于雷。

二季度或现经济转折点

证券时报记者：如何看待当前宏观经济，中国经济转型能否成功？

于雷：当前经济增速缓慢回落的同时，也表现出即将企稳的迹象。相信伴随信贷、货币、价格、需求的启动，在政策支撑下，二季度将迎来经济底部。

中国经济转型势在必行。劳动力成本上升、投资依赖太重、出口面临拐点等，都决定了中国经济转型必须转型。长期来看，对中国经济转型充满信心，但过程一定不是一帆风顺的，取决于政府推动转型的意志。

盛军锋：我国经济增速下滑已是不争的事实。随着经济基数越来越大，以及制度和人口红利的挖掘殆尽，中国经济减速是历史的必然。近几年，A股市场探讨最多的问题，就是经济转型。但由于中国政府对经济的干预程度太深，使得转型面临困难。从去年下半年以来的数据看，投资和出口导向型经济已经难以维系，即使还有增长，成本和资金都难以继续支撑。从过去日本和台湾的先例来看，大的转型期会很长。

二季度期待阶段性行情

证券时报记者：2012年以来，美国道指不断走高，欧洲市场也在逐步走稳，但A股市场持续低迷，目前A股市场是否面临投资机会？

盛军锋：A股市经历了过去两年的调整后，至少有一半公司，估值都处于合理区间。未来的市场，我们认为还会保持箱体震荡的格局。经济数据好，可望刺激股市上涨，但宏观经济的阴霾挥之不去，涨幅有限。但是经济数据即使走弱，凭借上市公司的竞争力，很多公司维持现有业绩并非难事，低估值可以提供较强的安全边际，股市跌幅有限。另外，如果经济持续偏弱，可能会导致中央政府出台大的刺激政策，反而有利于股市。总体而言，我们看好的投资机会包括：低估值的银行地产煤炭、高成长的大消费、以及以水利为代表的主题性投资机会。

于雷：去年股市的估值和下跌都反应了各种悲观预期，风险偏好在今年出现了明显的改善。另一方面，全

球流动性再度宽松，也支撑股市估值上行。所以，今年一季度，全球股市都有所表现，然而外围市场好于A股，尤其是美股创出新高。其原因在于，前两个股市上涨的动力全球都具备，如流动性和风险偏好，但美股有经济复苏和盈利改善的支撑，因此上行空间更大，而A股依然缺乏盈利支撑。

二季度是经济的转折点，前提是政策继续进一步放松，这种条件下，二季度经济将迎来筑底回升，尽管回升的力度不能与2009年相比。这种背景下，现在的股市具备投资机会，尤其是估值经过明显回调之后。

证券时报记者：二季度该采取何种投资策略？

于雷：经历了一季度末的一轮杀跌，目二季度正是积极布局的时点。布局经济筑底回升带来的盈利预期改善，以及政策不断偏暖的估值提升空间。尽管我们不认为会有趋势性机会出现，然而在经济软着陆、政策向好、流动性改善的背景下，结构机会精彩，阶段性行情可以期待。

盛军锋：从大的方面来看，中国经济增长疲软，不支持大牛市，但A股整体估值便宜，也无需担心大跌。中国经济已经陷入转型困难期，有可能陷入日本式的“失落二十年”，因此我们要做好打持久战的准备。总体来看，把握结构性机会显得尤为重要。

银行地产仍存投资机会

证券时报记者：近期银行和地

■链接 | Link |

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，今年市场主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，当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。(仿丽)

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。

于雷：我们相对看好地产股。行业基本面依然向好，地产销售环比依然在改善，政策层面，在房价依然在回落趋势下，政策偏向正面。地产政

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年为基数，十多年间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的普及，及第三方物流的推广。其中，美国依靠领先的理论和科技来提升物流效率，而日本则高度重视物流网络建设。

此外，与日本同行业相比，我国的造纸、钢铁、化工、建材等行业物流费用降低空间最大。如果未来5年可以达到日本同行业的物流效率，每年物流费用率将有1个百分点的下降



投资大视野



策的逐步松动是必然，因为在开发商以价换量的去库存下，如果今年销售好转可以持续，则资金面明显缓解，更重要的是新开工持续低迷下，未来商品房的供给明显不足，保障性住房无法弥补。另一方面，如果销售再度低迷，经济压力加大，也会倒逼政策进一步松动。

银行盈利虽然过了景气高点，但依然会保持相对高速增长。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。

空间，由此测算，工业企业及批发零售业的投资增速每年将因此释放5.5个百分点的增长潜力，整体投资增速提升2个百分点。同时，考虑到因流通环节费用减少对消费起到的刺激作用，物流效率改善对GDP增速的影响有望达到1个百分点。

当前我国物流业整体附加值不高，属于增量不增利。基于这一产业的发展形态，我国物流行业未来的增长点在于质而不在于量。国家政策方面可能会提供相关支持：首先，对交通仓储等物流行业提供包括减税和放开管制等政策支持；其次，推广物流信息技术，提升整体物流信息技术水平；最后，鼓励和引导第三方物流的推广。未来物流行业必将成为第三产业的骨干产业和推动第三产业发展的力量，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。

(作者系中信证券董事总经理、首席经济学家)

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，市场至今仍硝烟滚滚，“对冲”乃是“罪魁祸首”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基本都来自市场的有效性，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)