

改革提升证券市场价值 创新开拓基金发展空间

上交所昨日举办的“基金市场创新发展”研讨会，就如何进一步推动基金行业创新和发展，发挥基金公司引导理性投资、塑造健康投资文化主力军作用，加快基金公司实现向现代财富管理机构转型等问题进行了深入探讨。与会者普遍认为，金融创新势在必行，当前正是寻找投资机会的重大战略机遇期。

基金产品交易所化是大势所趋

华夏基金

自金融危机以来，证券市场大幅波动，投资者资产遭受损失，对基金等证券类理财产品的投资兴趣下降。面对挑战，证监会出台了一系列措施，如鼓励分红、改革新股发行制度等，改善了市场基础，A股投资价值明显提高。基金资产管理公司将继续坚持理性投资、价值投资理念，积极参与市场建设和产品创新，争取为投资者的信任奉献回报。

投资者需求日益多样化

金融危机以来，证监会面对挑战、锐意进取，出台了一系列措施，如：落实上市公司现金分红，提升对股东回报。2011年，共有1613家上市公司提出现金分红方案，占全部上市公司家数的67.12%；现金分红金额6067.64亿元，占全部上市公司2011年度实现净利润的31.35%。持续改革新股发行制度，实现一二级市场均衡发展。2012年前5个月，新股平均发行市盈率为

31倍，较去年同期的56倍骤降45%。4月20日，深交所发布《落实创业板退市制度，完善创业板上市规则》。4月29日，沪深交易所同时发布主板以及中小板退市方案征求意见稿。完善退市制度，能够减少投机资金对重组壳资源的炒作，通过优胜劣汰在竞争中优化上市公司结构，提升上市公司整体质量。这些改革措施有效改善了市场基础，A股投资价值明显提高。

近年来，随着证券市场的震荡调整，股票交易量持续下降，客户保证金余额也在不断萎缩，如2009年底客户保证金余额为3.2万亿元，2011年底仅为9000亿元。投资者将资金撤出场外，转而投向银行理财产品、信托产品等低风险工具。据统计，2011年商业银行发行了2.2万款理财产品，发行规模近17万亿元，较2010年增长翻番。2011年底信托业资产管理规模为4.8万亿，较2010年底规模增长了58%。

黄金、商品、期货等其他市场投资工具日益吸引关注，投资者通过更为多样化的资产组合分散风险。

基金业应继续践行价值投资

1、看好股票市场中长期价值，继续坚持理性投资。从国际经验看，股票是高风险、高收益的资产类别，在中长期内能够实现超越通货膨胀率的收益。近年来的市场调整已使得A股估值处于低位，监管层的多项改革措施夯实了市场发展基础，我们对A股市场的中长期投资价值具有信心。

2、低风险产品满足投资者需要，是基金业发展重要的蓄水池。在上一轮2001年至2005年的市场调整期间，货币市场基金等固定收益产品为基金公司稳定规模、挽留客户做出重要贡献，成为公司发展最重要的蓄水池。2005年底，货币市场基金规模为1867.90亿元，占基金业总规模的比例接近40%。近两年，货币市场基金的销售迅速增长，2012年创新的理财型短期债券基金也获得了投资者认可。未来，在交易所场内引入货币市场基金、推出债券ETF等，都将是场内产品创新的重要方向。

3、引入多样化投资工具，进一步

延长基金产品线。通过ETF等上市交易的产品形式，将场外资产工具如黄金、商品、杠杆、REITs等引入场内挂牌交易，对于丰富交易所产品、完善基金公司产品线具有重要意义，也方便投资者进行资产配置，降低投资门槛，提高交易效率，是未来产品创新的重要方向。

基金产品创新离不开交易所大力支持

基金产品交易所化是基金产品创新的重要趋势之一。交易所为基金产品创新提供了一个便捷、高效的系统平台，能够有效提高基金的操作效率，具有明显的成本节约和流动性优势，比如ETF可通过申购赎回和二级市场交易实现T+0套利，并可作为融资融券标的，具有独特的制度优势。交易所基金的交易费用相当于场外费用的十分之一，可以有效节约投资成本。交易所还在进一步推进ETF的配套创新，如ETF份额T+0交易、推出ETF期权等，将为ETF等产品创新的后续发展开拓更广阔的空间。



张常春/制图

机构是推动价值投资中坚力量

南方基金

基金作为市场中重要的机构投资者，在投资实践中，应该时刻贯彻价值投资的理念，保证基金净值的稳健增长。当前，经过连续两年的下跌，很多绩优蓝筹股已经跌到历史估值的底部，中长期的投资价值已经很突出。郭树清主席也多次表达了鼓励养老金、地方社保等长期资金入市的决心，我们认为，长期资金入市，对资本市场的长远发展、引导价值投资理念都有重大意义。

当前，我国资本市场存在的结构性问题，资本市场价格发现功能还未

完全发挥，表现在投资者中机构投资者的占比较低、许多市场参与者更看重股票的投机价值而不是投资价值、有相当一批上市公司长期没有为投资者创造价值、市场在很大程度上还是资金市、政策市。在A股市场中，基金股票交易额占比很低，基金对市场的影响力相对有限。

另一方面，我国资本市场效率不高，市场热衷于炒小、炒新、炒差、炒题材，真正绩优的大盘蓝筹股相对流动性反而不足。这在一定程度上反映了以基金为代表的机构投资者在市场交易中的作用有待提高。

和全球其他主要资本市场比较，

A股的小盘股的换手率明显偏高，而大盘股则换手率偏低，这和A股市场以散户为主的投资结构直接相关。只有提高机构投资者在A股市场中的占比，才能有效地贯彻价值投资理念。

从过去二十多年的发展来看，中国证券市场经历了许多新兴市场经历过的发展轨迹。最初，A股市场是从脱离基本面的投机开始的，市场各类投资者普遍不重视价值投资，做公司基本面研究的人屈指可数，市场投机氛围重。

2012年初，全国证券期货监管工作会议上，郭树清主席表达了鼓励长期资金入市的决心。郭主席表示，今年将进一步改善股票市场价格结构不合理状况，

积极研究开发股票、债券、基金相关的新品种，稳妥推出国债、白银等期货品种以及期权等金融工具。推动基金公司向现代资产管理机构转型。鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市。适当加快引进合格境外机构投资者 的步伐，增加其投资额度。近期，证监会也正在研究鼓励更多长期资金入市，鼓励公募基金、养老金、社保基金、保险公司等机构投资者协调发展。长期资金入市对于市场来说意义重大，对培育和引导市场价值投资理念大有裨益。

交易所交易型产品迎来新发展机遇

华安基金

无论是内需增长，或是资源更有效地利用，都离不开对资本的引导。

一方面，资本自身便是经济发展的要素资源之一，合理有效配置是其基本的需求。另一方面，如果将国家投入资金转化为社会资金力量，引导更多的资本，通过各种方式，进入符合新一轮经济增长方向的实体经济领域中去，而不是进入流动性陷阱，这也是当前发展多层次资本市场的目的之一。资本市场的主要功能，一是在于对资本的有效配置，二是在于对所配置标的的快速定价，后

者对前者的有效性形成纠偏和监控，从而使得在一个成熟资本市场体系下的资本配置，保持大概率上的正确性。这从实证说明，一个有效的资本市场及市场化的资源配置体系，在经济从旧的工业化发展阶段，向下一发展阶段开始转型的时期，的确起到了承前启后、资源更快更有效定价与配置的作用。可以这样说，资本市场是否有效，对经济结构的转型成败往往具有决定性的影响，国内长期持续的经济增长互换金融的创新。

进一步提供投资者不同风险收益特征的交易品种，满足其投资的需

求，丰富直接融资渠道的方式，是资本市场发展的必经之路，也是发达国家成熟市场发展的历史经验。而在资本市场多元化发展阶段，投资者的需求和专业性也与市场起到相辅相成，相互影响的作用。

与海外成熟市场的衍生品市场相比，国内在利率衍生品、期权、信用衍生品等方面还将有很大的发展。

因此，从多层次资本市场发展的自身品种脉络出发，进行不同风险收益特征的交易所基金产品创新。比如：随着场外交易市场的发展、经典蓝筹与新兴蓝筹市场的壮大、以及公司债与私募债

等产品的出现，设计发展对应的交易所基金产品，满足不同风险偏好投资者更为细分的投资需求，使得投资者从粗放型的有标的可投，逐步转变为从自身可接受的风险收益特征出发，主动选择自己需要的投资标的。交易所基金作为机构投资者，将投资者的投资需求予以具体化，以规模优势在同等风险水平下，获得更好的收益。

从投资者的需求出发，随着资本市场多元化发展，投资需求也将在原先基础上更为差异化，这也是资本市场对实体经济实现快速有效定价功能的体现。

金融创新将增加蓝筹股市场需求

华泰柏瑞

过去二十年，中国股市跌宕起伏。不可否认的是，上市公司业绩操纵、信息披露不规范、内幕交易频现、黑天鹅事件频发等，极大地损害了投资者利益。投资者对价值投资的热情逐渐减退，转而追逐短期收益，浮躁的炒作风气逐渐形成。

随着我国金融体制的不断改革发展，中国股票市场也渐趋规范和完善，尤其是近期证监会一系列举措让我们看到监管层对倡导价值投资的决心。

蓝筹股投资机会显现

目前，A股市场的平均市盈率已跌破历史低位，投资机会显现。

在市场估值底部进行投资具有明显的收益优势，即使未来市盈率跌回期初水平，由于上市公司盈利增加，仍然能够取得一定的资本利得。例如，在上证指数1664点开始投资，截至2012年6月11日，平均市盈率已跌破当时的水平，但上证指数仍然上涨到2300点，区间回报率达38%。因此，在估值底部进行投资，兼具安全性和收益性。

经济有望下半年进入上升通道

5月经济数据显示，当前我国经济仍处在持续下滑的区间，但随着经济下滑，宏观调控政策的力度也在不断加大。央行年内两次下调银行存款准备金

率后，又于2012年6月8日下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各25个基点，此次降息是货币政策更进一步放松的强信号。在当前经济放缓的大环境下，调控政策将更偏向于稳增长。

长期来看，支撑中国经济持续发展的因素仍然存在，新兴产业的发展为中国经济的增长注入了技术增长的内生性因素，城市化进程的持续使得城镇和二三线城市仍然具有很大的发展空间，中西部地区经济加速发展有望为中国经济的发展注入新的要素。

金融创新将增加蓝筹股市场需求

金融工具创新也将会增加市场对

蓝筹股的需求，促进蓝筹股合理定价。

由于目前我国的股指期货合约是以沪深300指数为标的，股指期货的上市，加大了市场对沪深300成分股现货的需求。此外，在融资融券推出以前，由于缺乏做空机制，沪深300成分股只能以场外投资者买入、场内投资者卖出的方式定价，定价效率较低，参与者也只能以“买入持有”或“买入卖出”的形式参与蓝筹股的投资。

融资融券推出后，纳入融资融券标的范围的沪深300成分股可以双向定价，定价效率得以提高，同时市场对这部分股票的需求也逐渐增多。投资蓝筹股是获取稳定长期回报的良好途径。

汇添富基金

当前市场处在一个微妙的时点。市场在多空力量的碰撞下处在暂时的平衡，短期内似乎很难找到一个明确方向。

如果从经济月度间的数据或者市场的短期波动中跳出来，从一个更广、更大的视角来分析经济和市场的走势，会发现我们可能正处在一个中长期大的投资机会的起点。

首先，短期经济的回落并不意味着中长期经济的悲观。从驱动中国经济的动力来分析，中国经济面临一定压力。尤其支撑中国经济过去十年高速增长的主要动力——外需和房地产在当前时点都面临一些挑战。从中国的产业结构来看，一些传统产业，如钢铁、水泥等产能也处在一个相当高的水平，持续的高速扩张十分困难。但从一个更长的视角看，支撑中国经济高速增长的力量并未消失。从产业结构来看，尽管传统产业面临瓶颈，但以高端装备制造、信息技术、生物医药等为代表的新兴产业正在孕育，随着产业结构升级的推进，这些新兴产业在未来几年将逐步弥补传统产业增速的减缓。因此，传统产业可能面临调整压力，但代表发展方向的新兴产业也面临着潜在的巨大机会。

其次，经济的转型期往往伴随着政策红利的释放。回顾中国经济过去三十年的发展，每轮新的增长必然伴随着经济制度的变革，制度红利的释放成为经济增长的强大推动力。此次也不例外，如结构性减税的推进、新兴战略产业的支持、利率市场化的初步尝试、人民币国际化端倪初现、支持民营经济的新的36条的加快推进等，这些经济制度的变革最终方向均是推进市场化进程，激活民营经济，优化中国经济结构。在政策红利释放过程中，代表市场化方向的经济主体和相关产业必将获得高速发展的机会。

值得高度关注的是，这一轮经济制度变革的重头戏是资本市场的变革。尤其从金融大方向来看，加大直接融资，减弱间接融资的依赖是一个大的方向。这意味着做大

做强资本市场是大势所趋。新股发行制度改革的推进、加大引入养老金等长期投资者、推进证券市场的创新等一系列举措显示资本市场改革的力度前所未有，这个过程中必然伴随着大的投资机会。

最后，就市场本身而言，当前市场反映的风险大于其反映的机会。当前市场的整体估值水平已处在历史最低水平附近。这也表明当前市场已比较充分地反映了经济结构转型中企业面临的风险和压力，尤其当我们计算沪深300的股息回报率时，发现从资产配置的角度而言，当前股市已具有相当大的吸引力。从某个角度看，现在市场已过度悲观，过多地反映了转型期间传统产业面临的困境，而没有对转型期间可能出现的新投资机会给予足够重视。因此，对一个中长期投资者而言，现在是寻找投资机会的战略期，过度悲观的心态只会让我们错过历史机遇。

过去十四年，中国基金行业从无到有，经历了高速的发展期。从规模上，基金管理公司出现了快速增长，但从某种程度上看，我们还仅仅是基金管理者，还不是真正的现代财富管理机构。要实现从基金管理者向现代财富管理机构转变，还有很长的路要走。结合我们自身基金行业的管理实践，我们认为未来要实现这种转型，有三点非常重要：

第一，要真正做到以市场为导向、以客户为中心。未来随着理财需求的多元化趋势日益明显，过于单一的产品必然失去市场。只有深入市场第一线，真正做到以客户为中心，去了解其需求，根据其需求设计出和其风险偏好、理财需求相匹配的产品才能真正赢得客户、赢得市场。未来财富管理行业的竞争重心必将从追求单一产品年度收益率的高低向追求更多元化、更具创新的理财服务和产品转变。

第二，要讲求诚信、时刻把客户利益放在最重要的位置。基金管理工作作为信托行业的一部分，诚信永远是这个行业生命线。

第三，要持续打造专业的投资管理能力，以优秀的业绩来回馈投资者的信任。