

■ 基金看蓝筹系列之五

以动态研究为纲 坚定价值投资不动摇



□华夏基金副总经理 吴志军

释且对投资结果造成较大影响时，是价值投资理念最容易动摇的时候，也是最需要坚持的时候。

基金行业开展价值投资，应重视研究与投资之间进行有效互动。目前，各基金公司基本建立了较为完备的研究体系，通过积极发挥投研团队的作用，大部分基金在中长期取得了超越市场基准的业绩。以华夏基金公司为例，通过投研团队深入扎实的基本面研究，华夏基金挖掘了苏宁电器、泸州老窖等优质股票，为基金持有人带来了实实在在的回报，截至2011年底，累计为持有人分红780亿元。

完善制度 培养价值投资环境

资本市场有两个功能，一个是融资功能，一个是投资功能。在过去的十年里，我国证券市场的融资功能得到了充分发挥，A股市值和上市公司数在全球名列前茅，但值得长期投资的公司仍然凤毛麟角。“重筹资、轻回报”的市场环境，很难真正建立起长期投资、价值投资的理念。所以，我们认为应该从发行、分红、退市制度等方面着手，不断提升上市公司整体投资价值，加大力度，促进价值投资环境的形成。

首先，规范IPO过程中中介机构的行为，改善IPO环境。一个良好的价值投资市场应该能够维持一二级市场间的资金平衡，但在A股市场，上市公司的发行价往往透支企业未来几年的业绩，PE、投

行、律师事务所、会计师事务所等处于资本市场利益链上游的群体从中获利颇丰，基金公司等机构投资者、散户等处于利益链底层，获利空间被严重挤压。

改善IPO环境的重点是要建立投资者和融资者之间的制衡机制，完善市场定价体系。目前在A股市场，高价发新股——业绩快速变脸——高管变现减持”的恶性循环频繁出现，部分原因在于目前的制度设计使得基金公司等机构投资者在IPO定价博弈中处于相对弱势地位，能够发出的声音有限。建立有效的市场定价体系，不仅要求改革新股询价、定价制度，调整发行方式，还要通过更为合理的制度安排和严厉的奖惩措施，规范PE、投行、律师事务所、会计师事务所等IPO中介机构的行为，杜绝粉饰包装、利益输送、圈钱寻租等现象。只有IPO制度更加合理化，我们才能降低企业上市成本，持续推动优质公司发行上市，给二级市场投资者提供更多的可投资标的，增强市场的价值投资吸引力。

其次，推动上市公司兑现投资价值。在价值投资基础相对较好的香港市场，许多投资者都会把自己的积蓄投资到汇丰银行、长江实业、恒生银行这些蓝筹股中，因为这些蓝筹股每年或者每个季度都会发放可观的红利，完全可以作为银行存款的替代。反观A股的上市银行，尽管经过多轮融资，资产状况已经有了明显改

善，2011年7家上市银行的业绩预增甚至最低都能达到37%，但他们在2011年却经历过平均5、6倍的市盈率，即使是经过这轮估值修复后市盈率也只有7.8倍。究其原因，还是因为只有少数几家大型国有银行的分红率能够略微超过一年定存利率，银行业大部分利润都被继续用于资产负债表的扩张，投资者能够稳定兑现的企业价值很低。

这一点已经引起了监管部门的高度重视，然而，推动上市公司兑现投资价值还有待更多行之有效的措施。比如，将长期分红指标列为上市公司再融资、发行债券的必备条件，对上市公司形成稳定分红的压力；暂免征收分红红利所得税，避免因分红而降低企业价值；在市场低迷阶段，鼓励上市公司在认为其价值被低估时，通过回购股份的形式提振市场信心，回报投资者。

最后，还应落实严格的退市制度，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，从而在资本市场树立起尊重投资者的文化。

采取有效措施 扶持基金业发展

发展以价值投资为主流理念的证券市场，需要完善市场投资者结构，大力扶持基金等机构投资者的发展。目前基金行业的发展进入了相对停滞的整固期，对证券市场价值投资的影响力下

降。截至2011年底，股票类基金的资产净值占A股流通市值的比例仅有9.7%。我们建议采取更多有效措施，发展以基金为代表的机构投资者。例如，可以比照延税型养老保险的做法，设计延迟纳税的基金计划，通过适当的税收优惠政策，鼓励更多的投资人投资基金。此外，还可考虑进一步拓展基金管理资产的业务领域，如在中国大力发展养老金业务，并将养老金委托给基金进行专业投资管理，在实现养老金保值增值、基金行业获得发展的“双赢”局面的同时，进一步推动价值投资理念的普及和深化。

基金行业是代人理财的行业，其公司治理结构是一种典型的委托代理关系。基金公司的核心价值在于其管理团队，但这个团队是由股东决定的。如果股东变化，将会直接影响到管理团队的变化，也必然会影响到公司的核心价值，影响到持有人利益。即使股东短期不发生变化，如果股东追求短期利益，在客观上就可能导致行业内的部分基金以短期排名作为衡量基金经理投资水平的唯一标准，使得基金经理在做投资决策时面临短期考核压力，而不得不放弃价值投资。

做好基本面研究和价值投资，是基金业持续增强竞争力、服务广大客户的利器。如果基金行业现有的一些机制问题能有突破，那么，基金行业必然能够实现新的腾飞。

■ 基金市况

沪深基指午后跳水

跌5.97%，跌幅最大；信诚中证500B、长盛同瑞B等7只杠杆基金跌幅超过4%，跌幅居前。

LOF场内交易基金近九成收绿。其中，万家公用事业、长盛沪深300、中欧沪深300分别下跌5.66%、5.58%、5.38%，跌幅居前。

ETF全线下跌，且近半数跌幅超过3%。其中，前期涨幅较大的易方达创业板ETF、嘉实深证基本面120ETF等4只ETF跌幅均超过4%。（李菁菁）

大摩主题优选基金成立

大摩华鑫基金昨日公告，3月9日如期结束募集的大摩主题优选基金于3月13日正式成立，募集有效份额合计为4.43亿份，募集有效认购总户数为5843户。

从历史情况来看，在弱势行情中募集成立的基金，由于建仓点位较低，往往容易成长为明星基金。据银河数据显示，大摩华鑫旗下五星基金——大摩资源便成立于市场相对弱势的2005年。截至今年3月9日，该基金自成立以来累计收益达

446.51%，过去三年、两年期总回报在同类43只偏股型混合基金中均位居第三。大摩主题基金经理盛军锋认为：“虽然经过2011年市场震荡下跌，投资者入市热情大减，但目前市场整体已处于估值低谷，长期投资价值凸显。”盛军锋特别指出，“虽然目前中国经济面临国际金融危机和欧债危机蔓延的威胁，面临经济增长模式转变的挑战，但政府推动经济转型的决心与力度不变。”（郑洞宇）

信诚基金张光成：

非周期类行业值得期待

近期股市震荡，周期股与非常周期股之间的轮动效应明显。Wind数据显示，前期表现强势的周期股如有色金属等板块出现资金大幅流出迹象，而非周期股如电子信息、消费行业、农林牧渔等再获主力资金青睐而表现活跃，板块轮动现象明显。对此，正在发行中的信诚周期轮动股票型基金拟任基金经理张光成表示，今年以来，周期行业与非常周期行业的收益一直呈现明显的轮动特征。

经过前期调整，目前消费行业估值低于其历史平均水平，食品饮料、医药、品牌消费、商业、可选消费品等非周期类行业基本面大趋势较好，在经济增速放缓的过程中，有望呈现明确的防御属性，未来中长期表现值得期待。

旨在通过周期与非周期行业之间轮动配置、追求超越市场收益的信诚周期轮动股票型基金（LOF），于3月14日至4月18日间在中国银行等渠道公开发售。该基金将从经济增长趋势和通货膨胀趋势两个维度来研判经济周期所处的阶段，从而决定周期类行业与非常周期类行业的配置比例，把握周期轮动带来的投资机会。（李良）

大成基金

看好受益政策的板块机会

阶段，主要看好受益于政策板块的机会。

大成基金管理公司认为，目前市场流动性存在向好趋势，但经济转型的过程具有长期性和艰巨性，转型期市场震荡会有所加剧。未来一个阶段，市场博弈的重点仍为政策预期，大成基金比较看好金融、汽车、家电、品牌消费品等板块，以及受益于中国经济结构性转型的、代表新兴产业生产力和社会发展趋势的新兴产业，包括新能源、新材料、高端装备制造、生物医药、节能环保等行业。另外，随着居民收入的提高、生活方式的变化以及新商业模式的出现，精神领域的消费升级空间增大，娱乐及新媒体是未来值得看好的细分领域，包括电影、视频网站以及相关的设备供应商。（郑洞宇）

■ QDII新体验 上投摩根带您游世界

地缘关系加速资源价格上涨

□上投摩根全球新兴市场基金经理 王邦祺

随着全球人口持续增长以及对天然资源需求的日益增多，未来因为天然资源带来的冲突将不断增强。天然资源是助长冲突的诱因与主要动力。资源价格的长期上涨是由供需矛盾所决定的，而争夺资源的突发事件则加剧了上涨的进程。

有研究表明，在过去60年里至少有40%的冲突都与自然资源有一定联系。叙利亚与以色列断断续续交战20多年，为的就是争取戈兰高地的控制权。摊开地图一看，以色列、约旦、黎巴嫩以及约旦河的河流，全部发源于此。去过那一地区的人都知道，那里的水资源极其珍贵，人们愿意用很高的价格获取淡水资源，而当地获取水资源的成本，一要看天气，二要看叙利亚与以色列两国关系的紧张程度。

当代值得观察的点还有很多。钻石的价格看刚果境内局势的稳定性，石油的价格要看伊朗与美国的关系，欧洲人是否可以获得稳定的天然气供应，又与供应国俄罗斯以及输气管所在国乌克兰的关系是否存在纷争有关。

有人问，地缘关系对于资源价格的冲击到底多大，可否量化？最明显的例子就是欧洲北海油田价格与波斯湾的石油价格不同。目前北海油田每桶石油的价格超过波斯湾石油20美元。英国石油公司(BP)曾经分析，北海油田的油干净，炼油成本比较低，波斯湾的油含了一堆砂与泥，炼油前要去杂质，这中间的成本大概每桶7到10美元。此外，长期以来，波斯湾地缘关系较为紧张，就算买到油，也不一定能运出去，只有较低的价格才能让购买波斯湾石油的客户赚得到钱。近来众所关注的伊朗核事件，让西方国家的神经很紧张，在要打不打间，已经让油价持续上涨，地缘关系对于资源价格影响的威力由此可见。

从古至今，资源价格深受供需矛盾的影响，而地缘关系更是加速了价格的上涨。对于一般投资者来说，可以通过对资源相关的标的进行配置，从而受惠于资源价格的长期上涨。

上投摩根
基金管理

一级市场热销 二级市场折价 债券基金遭遇冰火两重天

非分级封闭式债基折价率	
基金名称	折价率(%)
鹏华丰润	-5.561
易基岁丰	-5.253
国投瑞银双债增利A	-7.944
招商信用	-9.390
银华信用	-4.818
广发聚利	-8.049
华富强债	-6.478
华泰信用增利	-11.477
工银四季收益	-6.385
交银信用添利	-7.488
建信信用增强	-8.252
信诚增收	-6.151

数据来源：海通证券基金研究中心，截至3月13日

成立的债券基金平均首募规模为10.91亿元，显著高于新基金总体平均首募规模的7.3亿元。

有业内人士指出，在30天以内银行理财产品被禁以后，尤其是目前票据利率下降，银行理财产品难以维持5%以上的收益率，以债基、货基为代表的银行理财产品替代类基金的确具有市场需求。证监会公示显示，最近提出申请的债基中，又新添3只主打“理财

概念”的债基，即汇添富理财30天、华安季季鑫短期理财、华安月月鑫短期理财，十分吸引眼球。基金业内人士认为，债基的此种创新设计有利于进一步分食银行理财市场。

与场外申购的红火形成对比，场内封闭式债基则遭受冷遇，整体处于折价状态。海通证券最新数据显示，截至3月13日，非分级封闭式债基平均折价7.27%；分级债基A类份额均为折价，平均折价率为7.12%；除嘉实多利进取、国泰信用互利B等4只基金处于溢价状态外，多数分级债基B类份额也为折价，平均折价2.49%。

场内债基性价比高

为什么会出现这种冰火两重天的状况？业内人士认为，债基一级市场和二级市场的“冷暖”差异主要与投资者群体不同有关。一级市场申购债基的投资者主要是银行客户，主要属于风险厌恶型，也不善于二级市场买卖点的把握，对于分级基金的运作模式不了解，也难以承受高杠杆可能引发的大幅波动，因此主要将债基

作为资产配置；二级市场交易对象大多为券商客户，他们同时是股票投资者，风险承受能力相对较强，主要通过二级市场做价差。据渠道消息，广发聚财A的客户基本是银行渠道的散户。由于广发基金旗下债基过去业绩一直表现较好，加上目前信用债具有较大机会，流动性存在放松预期，所以广发聚财A受到银行客户的广泛欢迎。

有业内人士认为，市场对债基的需求或许并没有预期的大。如果投资者看好债券市场，并具备一定的风险承受能力，可以直购已经建仓完毕的封闭式债基。这些品种目前存在折价，性价比更高，而且可能迅速把握债市机会。

海通证券高级基金分析师王广国指出，由于封闭式基金流动性较差，投资者对其期望回报一般高于开放式基金，而实际情况是，封闭式基金净值的增长很难超越开放式基金，因此必然会产生一定的折价。只有当封闭式基金能够获得超越开放式基金的收益率时，才会出现溢价。

Wind数据显示，截至上周末，交银增利A年初以来取得3.9%的收益，交银增利C则取得3.8%的收益，分列102只混合债券型一级基金第六、第七名。

交银旗下债基 谢绝大额申购

□本报记者 黄淑慧

交银施罗德基金公司近日发布公告表示，为了充分保证基金份额持有者的利益，保障基金平稳运作的需要，暂停旗下交银增利、双利两只债券型基金的大额申购及转换转入。公告称，除了对单笔金额在人民币1000万元以上(含1000万元)的申购及转换入申请，含定期定额投资业务发起的申购申请)进行限制外，对于当日单个基金账户累计申购及转换入金额在人民币1000万元以上(含1000万元)的申购及转换入申请，含定期定额投资业务发起的申购申请，本基金A、B、C三类基金份额申请金额并予以合计)，公司也有权拒绝，不予确认。业内人士分析，近期债券基金、货币基金等低风险产品业绩回暖，引发资金追捧，而为了保护原持有人利益，一批低风险产品集中宣布限制大额申购，有的甚至直接关闭申购。统计显示，自今年2月20日至3月10日短短十日，便有6家公司旗下10只债券基金A/B合计算1只)宣布闭门谢客。

Wind数据显示，截至上周末，交银增利A年初以来取得3.9%的收益，交银增利C则取得3.8%的收益，分列102只混合债券型一级基金第六、第七名。

银河通利分级债基 今日起发行

□本报记者 李良

银河基金旗下首只分级产品——银河通利分级债基将通过北京银行、银河基金直销中心及券商等渠道公开发行。此次银河通利采取份额分开发售模式，其中银河通利B将在3月15日起提前发售，银河通利A则于3月19日开始发售。据了解，该基金主要投资于固定收益类资产，不投资于二级市场，但可以参与新股申购。银河通利A、银河通利B的份额配比原则不超过7:3。

银河通利A的年收益率(单利计算)为1.3倍的一年期银行定期存款利率，按照目前利率水平，其年收益率为4.55%，对希望获得固定收益且风险承受能力较低的投资者具有相当吸引力。同时，母基金在扣除银河通利A的应计收益后的全部剩余收益归银河通利B享有，银河通利B具有杠杆属性。在看好债市后续表现的前提下，银河通利B可放大收益，为投资者获取超额收益。

封闭式债基再现价值洼地

截至2011年末，债券基金共有8年的历史业绩。从平均收益来看，8年平均收益率为6.67%。其中有6年取得正收益，只有2004年和2011年为负收益，但跌幅都较小。如果剔除收益率最高的两年，剩下6年的平均收益率为3.83%。从普通封闭式债基来看，目前市场上的12只普通封闭式债券基金全部处于折价状态，折价率基本上在5%至9%之间，剩余到期时间1至3年。我们认为，选择目前的时点布局封闭式债券基金，持有到期的策略可以在承担较小风险的情况下获取较高收益。在假设债券基金平均收益率为6.67%的情况下，封闭式债券基金的到期年化收益率都在10%以上，其中，最高的华富强化回报持有期为1.51年，年化收益率12.24%，最低的招商信用添利也有8.98%；在比较差的情形下，如果债券基金的平均收益率为3.83%，则大部分封闭式债券基金的到期年化收益率依然可以保持在7%以上。分级债券基金作为创新型

产品，其收益率在6%至7%左右，确定性较强；如果未来债券基金的收益率达到过去的平均水平，普通封闭式债券基金的到期年化收益率将普遍超过10%，即使在比较坏的情况下，到期年化收益率也将超过7%；分级债基B份额在一般情况下可以获取11%以上的到期年化收益率，部分产品甚至超过15%。在较坏的情况下，只要持有到期，也可以确保获取正收益。

分级债券基金作为创新型

产品，其收益率在6%至7%左右，确定性较强；如果未来债券基金的收益率达到过去的平均水平，普通封闭式债券基金的到期年化收益率将普遍超过10%，即使在比较坏的情况下，到期年化收益率也将超过7%；分级债基B份额在一般情况下可以获取11%以上的到期年化收益率，部分产品甚至超过15%。在较坏的情况下，只要持有到期，也可以确保获取正收益。