

# 创业板破位 私募轻仓观望

□本报记者 黄莹颖

**中国证券报:**近期京津冀概念股受到市场追捧,怎么看待这个主题?

**黄道林:**京津冀概念实际是北京的首都行政功能的分流,这在国际上成功案例可循,例如日本、美国等。市场对这个概念的炒作应当是基于这个逻辑,政策现在没有明朗,但北京现在的人口、资源等压力已非常大,炒作京津冀概念的时点比较到位,这也是改革大背景下的产物。从主题投资的角度来看,其力度应当强于上海自贸区主题投资。

**尹国红:**京津冀一体化上升到国家层面,从现实情况看,京津冀一体化势在必行,也是解决目前北京过分工拥堵和空气污染的唯一方式。相关上市公司会迎来比较好的机遇,从题材炒作上具备亮点。但是,从规划到实施将存在一个漫长的过程,短期内对上市公司业绩影响有限,难以成为持续性热点。因此投资者可从短线操作角度去参与,不宜期望值过高。

## 京津冀协同发展驶入快车道

□牛仔网首席分析师 张彦

3月26日出台的《河北省委、省政府关于推进新型城镇化的意见》明确,将落实京津冀协同发展国家战略,以建设京津冀城市群为载体,充分发挥保定和廊坊首都功能疏解及首都核心区生态建设的服务作用,进一步强化石家庄、唐山在京津冀区域中的两翼辐射带动功能,增强区域中心城市及新兴中心城市多点支撑作用。

“京津冀协同发展”是习近平总书记亲自抓的一项工作,也是多年以来第一次从中央高层领导层面落实区域协同发展。京津冀地区有望成为继珠江三角洲、长江三角洲之后的中国第三大经济增长极。目前看来,廊坊区号并入北京、北京联合张家口申办冬奥会的积极信号不断出现,北京和河北政府部门也在着力推进京津冀交通一体化建设,构建“一环六射”京津冀大通道,京津冀区域一体化进程为大势所趋。

首都发展定位及其制约因素是推动京津冀战略的关键因素。从中央对北京的战略定位来看,首都北京是政治中心、文化中心、国际交往中心、国际创新中心,但从目前的产业结构看,存在不符合首都发展定位的产业逐步向周边转移的必要;从制约北京持续发展要素来看,现已面临人口压力、交通拥堵、生态环境等方面的难题,有必要打造环首都经济圈,承接首都的“溢出”效应,在解决北京发展制约因素的同时,促进周边省份和城市的协同发展。

京津冀地区多年来发展不均,北京和天津的双核聚集现象显著,与周边地区相比长期存在工业化落差,对于周边区县带动作用微乎其微,河北大部分地区

**中国证券报:**近期,政策层面在推进国企改革重组方面动作较多,从投资的角度如何判断?

**黄道林:**政策驱动的行情的近几年市场上涨的主要动力之一,国企改革政策显然也是市场热衷挖掘的主题投资之一。国企有垄断优势,但也有效率低下的劣势,如何发挥优势,规避劣势,这是市场对国企改革重组的期盼,投资机会不言而喻。市场对深圳国资委对深圳地产企业的整合预期,在股市上已有所反映。机会的把握在于第一时间能了解到各地国资委动向,投资者应多关注这方面的地方政策新闻。

**尹国红:**国企改革是一个方向,尤其是地方国资委旗下的上市公司重组的可能性更大。上海和深圳本地股有题材性炒作机会。从操作的角度看,一方面重组的相关个股股价会有大幅飙升机会,但准确地选中标的是小概率事件,操作难度较大,所以投资者参与其中需仔细甄别,否则很难从中获取大比例收益。

**中国证券报:**目前市场有关创业板的争议较多,对此有何判断?

**黄道林:**关于创业板,其实一个月前我就开始提示风险,新兴产业是不错,但股价已被炒得太高。我们按创业板的平均PE来揭示如何投资创业板:30倍PE是投资创业板的最佳时机,50倍PE是炒作创业板的最佳时机,而70倍PE就是创业板的风险区域。按此逻辑,创业板最近的调整是理所当然的事。

**尹国红:**创业板高位震荡,过高的估值已经影响了市场追涨的情绪,本轮调整幅度大,调整时间长,证明创业板已经进入阶段性头部。但成长是股市永恒的主题,创业板当中部分有成长潜力的品种仍是投资者获利的主要来源。投资者对于创业板不宜全面乐观,但其中有少品种值得重点关注。

**中国证券报:**优先股政策出台后,将给市场带来哪些影响?

**黄道林:**优先股政策对市场的影响偏中性。从功能上来讲,发行优先股也是融资的一种形式,只是他可以吸引大量风险厌恶型资金入市,同时满足上市公司的资金需求,对场内资金和股本的流动性没有太大影响。由于优先股政策只限于50成分股,市场对于这

一新事物一定会保持足够关注,因而会对大盘股产生积极影响。

**尹国红:**一方面,优先股的确给相关上市公司,尤其是蓝筹公司带来了新的融资渠道,利好公司发展;另一方面,由于优先股的优先权利,对普通股投资者来说造成一定的挤压作用,不一定对目前普通股的投资者有利,建议投资者将其作为短期炒作题材。

**中国证券报:**年初以来,市场持续动荡,应该如何操作来平滑风险?

**黄道林:**可以积极关注优先股政策给大盘股带来的估值修复行情,同时规避创业板的伪成长股风险。

**尹国红:**目前市场热点比较散乱,持续性不强,仓位需放轻,待市场趋势真正形成后再做打算。此外,投资者要做好品种选择,在成长股的上涨趋势遭到破坏后,仓位可适当向大盘蓝筹类品种转移。由于他们有一定的业绩支撑,在市场弱势情况下相对抗跌,具有一定的防御性。总体来看,在市场弱势的情况下,观望等待是最佳选择。(尹国红系圆融方德高级研究员,黄道林系深圳国诚投资总监)

## 去杠杆化还需要一个过程

□晓旦

最近公布的美国经济数据,消费、投资、贸易数据及耐用品订单,都显示美国经济维持了平稳回升态势,经济前景乐观。美联储召开的货币政策会议立场偏向鹰派,预计未来全球资本回流美国的概率增大,这将在很大程度上对新兴市场国家产生资本流出的压力。

全球资本回流美国所带来的压力,也体现在人民币汇率的变化上。在人民币汇率前期进一步开放波动区间后,人民币兑美元贬值幅度连续扩大,新兴市场货币出现全面贬值,人民币套利的机会骤减。从上周公布的数据看,美国1月国际资本净流入增加830亿美元,自去年12月的流出,首次转为流入。国际热钱回流美国的动力增强,给了包括中国在内的新兴市场国家的资本市场以巨大压力,最近A股市场的下跌与此有一定的相关性。

美国经济数据的向好,诠释了美国

经济在经过周期性调整后已经进入了一个新的增长周期。

相形之下,中国经济的前景变得较为黯淡。中美两国在经历2008年的金融风暴后,采取的经济策略可谓两极化。美国采取了去杠杆化的措施,美国的债务问题主要集中在私人部门的债务飙升,表现在房地产行业,美国采取了房贷止损倒逼去杠杆的方法,通过几年努力,随着去杠杆化进程的顺利推进,美国经济缓慢走上复苏的道路。

中国在面对金融风暴时,采取了扩大投资的路子。中国经济的杠杆主要集中在制造业的企业债务方面。扩大投资的方式,使得原本就已经杠杆率很高的企业增加了更多债务,扩充了生产能力。此种方式,虽然使经济增长一时免于剧烈下滑,但是企业的债务亦重;同时,因产能过剩而无销路,债务危机日益显现。我们今天不得不对此付出代价,重新走上去杠杆化的路子。去产能过

剩,去杠杆化,经济结构调整,还需要一段较长时间。

最近股票市场面临着两类消息影响,一类是关于政策方面的,这包括体制改革方面的政策、市场建设方面的政策、产业调整方面的政策。在当前经济形势下去杠杆,一定会降低投资增速,使得投资对经济增长的拉动力量减弱。因此需要进行经济改革、制度改革来激发经济增长的市场化动力,进行对冲,使得经济增速的下降不至于过快。因为这些政策是刺激经济的内生动力,其见效程度不如直接增加投资那样立竿见影,政策效率有待观察。

另一类消息是关于经济数据的。最近的好3月PMI预览值带给我们的并不是好消息,预期即将公布的3月官方制造业PMI有可能跌至收缩区间,这些都不会给股市带来鼓舞。经济数据的转机有可能出现在二季度末,那时伴随着经济数据的好转,A股市场或许会出现探底回升。

## 上海国企改革三条投资思路

□中泰

本周创业板大幅走低,成长股杀跌成风,极大地打击了人气。目前市场热点集中于各地的国企改革预期板块,特别是上海国企改革板块,在东方明珠和百视通双双停牌刺激下整体表现抢眼。

上海国企改革涉及面广,具体包括三种类型。

第一种类型是全面竞争行业的国资退出,简单地讲就是卖壳。这类公司是上海国资委旗下资产质量较差的公司,国有资本退出意愿较强。一般而言,股市对这类卖壳行为的接受度最高,因为大家可以在乌鸦变凤凰的神话中赚取巨额利润。所以,类似申达股份、强生控股这类垃圾股股价扶摇直上。

但是在股价裸奔的同时,风险随之而来。例如申达股份发布澄清公告后,股价连续跌停,让追高的投资者很受伤。就上海市国资委的资产状况而言,真正有竞争力的未上市的资产并不多,而很多垃圾公司的市值不低,要想找到一个好

标的进行重组,难度较大。因此,对于重组类的国企改革概念,除了价位实在低的,有比较确定信息渠道的,可以适当博一下以外,对于股价已经炒高的个股一定要谨慎。

第二种是资产注入和资产整合型。最典型的案例是大小文广的整合,东方明珠和百视通,通过某个国资系统的资产重组整合,注入一些盈利性资产,让公司的运作更加符合经济规律,规避同业竞争,达到更好效果,这类公司可以多加关注,比如上海很多区国资委下属的多家上市公司存在整合的可能性,特别是那些行业具有竞争力、大股东近年来有不少支持行为的上市公司,或许在本轮国企改革大潮中获得机会。还有些区属国资委下有较多优良资产,很有可能利用这次机会实现资产注入或者整体上市,虽然完成资产整合后的股价表现不一定令人咋舌,但是盈利效应肯定存在。

第三种类型是多元化试点,特别是淡马锡模式的多元化试点。这次绿地集团的借壳上市应该说是一次比较好的

多元化试点,也比较成功。这种模式可能是这次国企改革中最需要引起投资者注意的。

这个概念里,我特别要提一点,就是引进与上市公司所处产业链相关的、国际知名的大公司、大财团,从而达到优势互补,扩大影响力,最终提高公司估值。引进一个战略投资者并不是难事,但是一个新的投资者加入并不一定达到1+1大于2的效果,甚至有时候会产生反作用。但是我打个比方,一个很著名的上海奢侈品销售商本身具有珠宝类的销售渠道,如果引进一个国际大牌服饰类奢侈品基金的投资,产生的效果很可能是国际大牌的奢侈品产品线得到丰富,扩大了消费群体,而上海的奢侈品销售品牌价值增强,用户信任度提高,这样的多元化是真正有戏的一种强强联合,也是将创作最大价值的一种多元化国企改革。此外,很多上海的上市公司带有B股,如果在多元化的过程中顺势解决这个问题,国企改革的意义和效果会更加显著。

## 震荡整理是主基调

□金学伟

从个人角度讲,我要感谢股指期货。它使我终于有兴趣去研究和探索我从未探索、研究过的领域——日间趋势交易,使本已显得有点枯燥乏味——除能赚钱,不会再有新发现、新趣味的投资人生重新变得新鲜、有趣起来,也使原先的趋势评估系统在日间交易的探索中得到了很大改进。但是,作为市场见证者和参与者,我不能不对期指交易的一些不完善之处提出自己的看法。

一个好的交易制度应该对所有交易者一视同仁,也不存在利益倾斜,能让各方意见通过自由买卖行为得到充分表达。无数充分活跃分子的自由运动,能构成一个有序系统。”唯此,市场走势才能比较正确地表达市场内心意愿,全面反映各种基本因素。而现有的期指交易规则在很大程度上削弱了大资金的做多意愿,限制了这种意愿的自由表达。

实践是检验真理的唯一标准。据中金所统计:在国外期指交易中,机构持有的空单和多头单基本在1比1左右——机构也是人,在判断、偏好与风格上必然有差异,只要制度性利益平等,其整体的多空持仓必然会倾向于1比1,而在我国的机构持仓中,多单和空单的比例为1比49。这说明,在做空利益制度性大于做多利益情况下,我们的证券投资机构对做空有群体一致的偏好。

说几个常识问题。一是关于数量均衡和质量均衡。期指交易,有1手空单成交,肯定会有1手多单成交,无论在何种情况下,在数量上总是均衡的。但比数量更重要的是质量均衡。有组织、有步骤、有纪律的买卖盘和无组织、无纪律的买卖盘博弈,有组织的一方胜”,这是一个常识问题,就像一个连的正规军能打败一个团的民兵游击队一样。机构群体一致的做空偏好,导致多空双方在质量上的严重不均衡,是中国股市能冠全球的技术原因之一。

二是操纵、引导和裹挟。我不认为我们的市场受到了操纵,即便在过去小规模市场中,操纵也只能发生在个别股票上,不能在大盘上得逞,何况现在的市场规模已变得足够大。但在一定条件下,通过大单或连续不断攻击,主力可轻易地引导买卖盘朝对自己有利的方向倾斜,进而产生裹挟效应,这在操作俗语中叫“调节供求”。在一致性的做空偏好影响下,只要有一家机构尝试做空并小有成就后,其他机构就会跟进,一呼而应,形成事实上的合谋做空。

三是我们很难区分套保和投机性空做的区别。以去年二季度为例,沪深300指数从一季度末到二季度末,跌掉了1182%。而据聚源数据统计,期间券商持有的上证50指数成分股减少了27.79%,沪深300指数成分股减少了4008%,远大于指数跌幅。中金所前20家会员持有的当月与上月合约空单比上月剧增近1倍。并在2013年5月29日大盘最高点到1849点前一天,由9万手增至966万手。

从这些数据中,我们无法看到套保增强了机构持股稳定性”,反而看到对我们最积极的券商持股数大幅减少,对套保不积极的基金持股数大幅增加65%。由此产生的结果是:基金在二季度下跌中,亏损454亿元,而以往1、2年能下来就大喊救市的券商却武功绝伦,净盈利64亿元(以上券商商计)。

由此,我们不得不构建出一个以套保之名,行投机性做空之实的逻辑链:到一定位置,大量空开,然后大量抛售股票,引导市场跟风,产生裹挟效应,取得做空收益。

还是那句话:我们以善良的愿望制定了交易规则,却忽视了人性之恶。我们以为只要不存在操纵,就一切正常。殊不知在某些情况下,少量的大单攻击就可裹挟整个市场,因为人心是脆弱的,散兵游勇最容易倒戈。做多赚钱少,做空赚钱多的交易规则,无疑会使我们的市场更多反映中国经济的消极面,而较少反映中国经济的积极面。要改变这种局面,可从两方面入手。

取消套保、套利和投机的区别,规定一个统一额度,且多空平等,使每一个投资人都能在没有制度性利益倾斜情况下思考站队,使各方力量都能通过自由买卖行动,充分表达自己的意见。

如果我们对取消套保制度心存疑虑,可退而求其次,在信息公开和套保方式上做一些调整。每一个套保者都须按日公布其持有的股票市值、现金数额、空单和多头单量。或是将套保直接与持有的期指标的物——沪深300指数成分股市值挂钩,且一旦建立起相应空单,就必须先平空单,再卖股票。

本周四大盘演绎了一次蹦极,从期指和现货的完美配合看,显然是又一次“套利交易”杰作。从以往情况看,每次这样的“套利交易”后,总会有一波大的做空浪潮。所谓套利,常常是大规模做空前最后一次诱多,以期建立更多的空单。但周四交易结束后的持仓情况显示,中金所前20家会员持有的空单并没有增加,反而减少了3000余手(1404和1405合约总计),且空单持仓量对多头持仓量的比例也从本周三的1.13倍降到1.09倍的相对低位。因此,这一次的蹦极结果很可能会有所不同,后市更有可能的走势还是震荡整理。

## 光大永明推出消费型保障险 探路产品精算设计创新

□李超

借助政策推动和市场化改革,保险公司在产品的设计理念上进行着创新和比拼。近日,光大永明人寿保险有限公司(以下简称“光大永明”)推出了“康爱无忧更新型疾病保险”(以下简称“康爱无忧”),尝试通过加强保险精算、风险管理、投资配置等一系列环节的把控,设计适用于中青年消费群体的可更新保险期限的寿险产品。

光大永明认为,寿险的费率市场化改革是大势所趋,对保险精算而言,既是机遇也是挑战。健康险是未来行业内很重要的发展方向,产品可能会越来越丰富和深入,从保障的范围和深度来讲还有很大市场空间。

**费率市场化:保险精算的机遇与挑战**

自2013年8月保监会启动普通型人身险费率改革,将定价权交给市场以来,多家保险公司相继将精力投入到新产品的设计和销售当中,中小保险公司也在积极寻求市场空间。

保监会副主席黄洪在2014年人身保险监管工作会议上表示,寿险费率市场化改革启动后,普通型人身险新单保费同比增长520%,增速创十多年来新高。今年1月份普通型人身

险业务同比增长1459.72%,保费收入达1292.40亿元,比2013年全年多78.78亿元。可见费率市场化改革的确定为寿险的发展注入了活水。

光大永明总精算师张晨松表示,寿险的费率市场化改革是大势所趋,很多国家的寿险费率都经历过从管制到开放的过程,而中国现在也正经历这样一个过程。这对保险精算是一个机遇,也构成挑战。

张晨松认为,一方面,原来寿险产品的很多定价因素都是由相关法规确定的,精算人员的能力发挥比较有限。而现在,监管部门将定价权交给保险公司后,精算人员就能够根据公司风险管理的要求、特点和投资状况来设计产品,发挥空间巨大。另一方面,类似申达人员只要懂得定价方面的知识就基本可以了,而现在还需要对风险管理、投资配置、公司经营等方面都有深入了解,才能设计出好的寿险产品。

费率市场化改革以后,光大永明围绕产品开发主要推进两方面工作:一是设计研发新的寿险产品,一是梳理和改造现有产品设计的环节、流程。其中,最重要一点就是要加强风险管理,把资产负债匹配的观念前置,产品开发、风

险管理和投资部门在产品开发的阶段就要做好资产负债管理,确定投资收益等要求。

**消费型保障险:探路寿险产品设计创新**

据了解,光大永明目前正在尝试争取寿险产品的创新优势。借助银保系保险公司的基因,光大永明和光大银行在产品概念、设计、销售方式等多个方面都有合作,并和其它银行中外资银行保持着合作关系。

张晨松认为,一般来说,在行业政策调整过程中,机遇与挑战是并存的,这为没有历史包袱的中小保险公司提供了反追的机会。中小保险公司要想在行业中生存,就要充分利用政策红利,敢于创新。

在寿险产品创新方面,光大永明近期推出了“康爱无忧”,据介绍,比起传统产品,该产品在设计理念方面发生了较大改变,定位于保障型消费品。其保障范围涵盖所有恶性肿瘤,针对发病率较高的肺癌提供了1.5倍保额,针对为胃癌及肝癌则提供1.3倍保额的保障,属于专门针对大众不可回避的健康问题开发的产品。

张晨松表示,这款产品的最大创新点就是保险条款简单,使得投保人容易理解。一是50

万元保额以下,18至40岁投保人免体检,满期后无需体检、保证续保,让投保更方便;二是目前市场上大多是固定期限的,最少十年、二十年,而这款产品保险期限灵活,5年期并可以不断延期,最多延展到20年,做到“可更新”;三是市场上重疾险大多要保几十种大病,而这款产品集中在赔付比率最高的癌症,使投保人用较低的成本获取较高的保障,性价比比较高,保费较为便宜。

张晨松认为,目前,中国已经是世界第二大经济体,中国人的收入在不断提高,开始越来越重视自己的保障,市场对发展消费型保障产品已经有很大需求。而大数据、云计算也对原来的寿险精算体系、理念带来很大的冲击,传统意义上的寿险精算是以大数据法则为基本定价原理,但随着保险市场逐步细分化,客户的要求也越来越个性化。如果还用简单的、同质化的方式设计产品,可能难以满足客户需求。因此有必要对大数据、云计算充分加以利用,促进新的定价方式的形成。

张晨松表示,寿险本身的设计思路也需要发生转变。一方面,过去中国很多寿险产品的设计数十年保持不变;但另一方面,随着全民资讯

的互联网时代的到来,客户对寿险产品的理解开始发生转变,需求也越来越多样化。这样,“以不变应万变”的产品设计思路就难以为继。光大永明推出的“康爱无忧”就是在这样的背景下推出的消费型保障产品。

光大永明人士表示,打造消费型保障产品是该公司未来产品设计的一个方向,即把传统寿险做成保障性消费品,充分挖掘寿险产品的消费属性。从传统认识来看,寿险产品总是一成不变,让人难以理解的。而我们希望能把寿险产品做得非常简单,使客户容易理解,不仅投保简单,而且理赔便捷,让客户切实感觉到这是一个消费品,改变对寿险产品的传统理解。

张晨松表示,这个产品的主要客户群是中青年。未来可能还会继续把市场做细管理和开发,专门做老年人的癌症险,或专门针对女性的疾病险。“现在的这个产品不是要包打天下,而是要真正锁定在这个客户群上。健康险是未来行业内很重要的发展方向,产品可能会越来越丰富和深入。现在保障方面虽然有很多产品,但从保障的范围和深度来讲还是有很大可提升空间,未来这方面的市场空间也是非常大的。”