

“交易狂热”不止在创业板

上周五开市的创业板立刻成为整个市场的关注重点, 28家公司被暴炒, 先后被深交所临时停牌。据报道, 创业板首批 28 个股至收市平均市盈率(静态)已高达 111.03 倍, 其投机热潮引起了各方高度关注, 并几乎一致予以负面评价。可是冰冻三尺非一日之寒, 在主板市场, 今年以来的机构波段操作之风早已盛行, 这从最新公布的基金季报可见端倪。

本报记者 周宏

创业板: 私募、公募短期都观望

根据有关方面发布的统计, 创业板的首日机构买入的信息, 只是零散的见于一、两个股票身上。而来自基金和私募机构等的消息显示, 对于创业板整个市场的第一日行情介入非常的少。总的来说, 当日的行情更多地体现了非机构资金的风格。

据悉, 机构旁观的主要原因, 有两方面。一方面, 回避一些可能的风险因素。来自一些基金公司的信息, 由于有关方面在上两周透过一些渠道和方式, 要求各公司对于创业板首日的交易要持慎重态度, 因此, 多数公司实际上旁观了这次“市场暴炒行情”。

另外, 整体估值的过高, 让几乎所有相对理性的机构都望而却步。多数公募认为, 创业板上虽然有一些相当有成长潜力的好公司, 但上市首日涨幅过大, 估值过高, 实际上已经透支了行情, 影响未来的价格上升空间。

一些私募机构则表示, 创业板首日的交易无非反映了 A 股市场

十多年来的余温: 短期来看, 价格是高, 这个是确定的。但不排除未来参与的可能。

主板市场: 机构波段操作已成风

但值得高度关注的是, 尽管对于创业板的“天价行情”, 大多数机构表示了否定态度, 可是在主板市场上, 今年以来, 一些机构的操作同样不能说是“理性”。

比如, 最近两个季度, 基金的资产配置和调仓力度越来越大, 已经到了让人有些看不懂的地步。

最新的基金 3 季度季报显示, 当季度基金减仓幅度最大的基金从仓位从 75% 降到 42%, 仓位几乎砍掉一半, 达到 33 个百分点以上。而当季度股票仓位上升最快的基金则从 48% 上升到 72%, 经增仓 24 个百分点。两者的投资操作“南辕北辙”, 但都只可用一个猛字了得。

更让人看不懂的是, 就是那只今年减仓最快的基金的“同系兄弟”, 在一季度是仓位最低的基金之一。而这种, 大出大进但业绩落后的



基金并不乏同志。

根据天相的统计数据, 当季度股票仓位减少幅度超过 30 个百分点的有 4 只基金, 超过 20% 的有 14 只基金, 减仓幅度超过 10% 的有 60 只基金。几乎可以说, 波段操作在基金行业已经蔚然成风。

追求绝对收益 不等于拼命交易

从各方面来说, 基金在经历了 2008 年后, 面对本身震荡幅度加大的复杂局面, 交易频率是增加是可以理解的一个状况。但是, 在经历了

3 个季度后, 这种操作仍然没有趋于缓和, 相反在部分公司中愈演愈烈, 就不由得让人怀疑, 有些公司实际上已经背离了“价值投资、长期投资”的原则。

与之形成鲜明对比的是, 一些今年业绩比较出色的基金整体的交易换手并没有和以往相比增加多少, 这或许证明, 操作更加趋向稳健的公募基金, 其实并不需要通过大幅加大交易力度, 在自己不擅长的领域里反复尝试来增加自己赚钱的概率。

3 季报的结果也证明了, 这样草率的操作并不回给组合增加回报。

基金手记



交银成长基金经理 周炜炜

每年进入第四季度, 都是基金经理为第二年而调整组合结构的时候, 也是各个卖方机构开始推出其第二年投资策略的时候。现在也正是如此。目前对于明年的一致预期似乎是: 宏观经济高增长、低通胀, 企业盈利在 20% 左右增长。目前根据万得资讯的一致预期, 沪深 300 指数对应市盈率为 2009 年 20 倍, 2010 年 16 倍。在刚刚举办的一次有众多业内人士参与的会议中, 绝大多数人都认为现在的市场估值合理, 而对明年的收益预期基本与盈利增长同步, 即 20% 左右的指数增长。记得在 2006 年底, 也参加过类似的

投资 2010 年的争论和猜想

会议。当时, 在回顾 2006 年上证指数上涨 130% 后, 基金经理们普遍觉得 2007 年应该降低投资回报的预期。当时市场普遍预期 2007 年也是经济快速增长和通胀温和上升的黄金时期, 上市公司整体的业绩增长也是在 20%—30% 之间, 因此在 2007 年股票型基金也是应该还有 20%—30% 的回报。结果呢? 2007 年中国股市在泡沫论的争论中, 上证指数又飙升了 100%——出乎了所有人的意料。

可见, 现在的境况部分与 2006 年底似乎非常相像: 无论是对宏观经济的判断, 还是对企业盈利的判断。但是, 绝大多数投资者并不相信 2010 年会发生 2007 年的情况, 主要的理由是出于市场资金面的流动性考虑, 而对于宏观基本面的分歧并不大。流动性方面的理由无非有以下几个: 货币政策导致的最宽松状况已经过去; 港股回归和国际版的扩容压力渐近; 全流通所导致的产业资本的话语权在加大。

但是, 还是有个别投资者对上面资金面的讨论有截然相反的意见: 实际上在 2007 年货币政策是非常紧的, 伴随着存款准备金率和利率的上调, 也是有许多港股回归, 而且规模不可谓不大: 包括中国石油、中国神华等。而全流通也

已拉开序幕。但是, 最终还是外汇占款和存款活化所导致的流动性推动了市场的上涨。

从最近的趋势看, 外汇占款和存款活化的趋势在加剧。从上周最新央行的居民调查情况来看, 居民的储蓄意愿在下降, 而居民的投资意愿在持续上升。这是存款活化的先行指标。而从目前资本市场的情况来看, 居民的参与程度还是有较大的提高空间的。并且, 随着明年我国对外贸易状况的相对改善, 以及由于中国与全球其他国家相比较好的经济状况和国际资本出于对人民币升值预期的持续流入, 外汇占款可能还会持续上升。所以, 并没有充分的理由证明说在 2007 年发生的由外汇占款和存款活化所导致的流动性推动市场的上涨力量, 在 2010 年就可以忽略了。

在我看来, 不管是认为明年的市场会跟随盈利的趋势上涨, 还是由于外汇占款和存款活化所导致的流动性可能带来的加速上涨, 未来半年还是投资股市非常好的时间窗口: 股市估值还是比较合理的、中国和全球宏观经济情况还会持续恢复、全球利率还会维持在较低的水平、全球企业的盈利还会持续变好。政策面最宽松的时间可能已过去, 但是实质性的收缩可能会

在经济复苏和盈利恢复之后才出现, 而不会扼杀经济和盈利的复苏。以 A 股为例, 未来三个季度的盈利增速可能都会不错。通常来讲, A 股市场会提前反映盈利增速变化大约三个月时间。从这个意义上讲, 我们还会有一段比较不错的投资时间窗口。同时, 从投资的结构看, 经过 2009 年市场估值的恢复, 明年市场会更加注重公司的内生性增长, 或者是以资产注入、收购兼并形式的外生性增长。更高的增长, 不管是不是可持续的, 都可能迎合不同类型的投资者, 也都可能意味着更好的市场表现。

但是, 过了明年中期后, 市场可能又会有不确定性。最有可能打破市场上涨趋势的风险来自于以下两个方面:

首先, 海外市场, 主要是美国市场。如果美国经济明年强劲复苏, 那么从明年下半年开始美国可能被迫实施紧缩政策。此时, 全球流动性转向, 新兴市场资产价格可能会有压力, 尤其是当新兴市场的资产价格已经是大幅上扬之后。

其次, 国内的资产市场。如果资产价格上涨过快, 可能会使中央政府丧失继续刺激内需和调整经济结构的决心和条件, 比如地产价格上涨过快。

资金观潮

微笑曲线

◎本报记者 周宏

产业经济学中有个著名的理论叫“微笑曲线”(Smiling Curve), 指的是当一个产业发展到最后, 其产业链条上的价值最丰厚的区域往往集中在产业链的两端, 由此, 整个产业链的价值形成了一个两头高、中间低的形状, 宛若一个笑着的人的唇形。

据说, 该曲线是中国台湾的 IT 业者宏基集团创办人施振荣发明的, 即以昭示 IT 产业乃至所有制造业的产业链条的中长期的发展方向。

而目前的中国基金业似乎也在以自己的实践来描绘这个曲线。

仅就最近一个季度以来的基金发行, 貌似就有慢慢勾勒出这个曲线的可能。

以发行规模看, 今年 7 月份进入发行的基金可能是规模最大的几只基金, 华夏 300 一举创下 247.7 亿份的发行规模, 刷新了今年以来的基金发行纪录, 其后诸多基金, 尽管档期密集到“一行八基”的地步, 可是个个都还发得有模有样。

指数基金更是发一个红火一个, 甚至连老牌已成立的基金业跟着凑热闹, 据说一个礼拜募集 10 来亿也不奇怪, 这在刚经历了 08 寒冬的基金业来说, 持续营销做到这个份上算相当不错了。

可指数基金发到 10 月份, 就“瘦弱”得越来越不成人样了。比如新近结束的银华 300 指数基金募集规模只有 6.7 个亿, 银华怎么也算业内前四分之一排名的大公司, 发到这个份上只能说市场的时机不济。

可说到时机, 最近的股市却有模有样地走起来了。尽管诸多大型机构在两个月前都认为, 四季度很难走出独立行情云云, 但美元一跌, 流动性膨胀的心思一动, 立刻把市场里做多挣钱的心思搞活了。

这点心思注定要反映到基金发行市场上, 别的不说, 最近发行的几只指数基金, 其发行势头据说就比前期要好, 借着股市回暖的劲头, 再兼之南派基金营销从来就不惜血本的手法, 估计基金发行规模怎么也要破个小记录。所以, 算上年尾的基金发行规模翘头, 这个基金募集的笑脸估计总是要成形的。这不仅是年尾股市回暖的效应, 也相当程度上因为着国庆前的基金募集规模太少, 少到了远远低于正常水平的地步造成的一种反弹吧。

而这样的基金发行也早就划了另一根“微笑曲线”, 就是整个基金行业的规模日益向两极分化。一方面是大型基金的竞争壁垒已经成就, 每次基金发行规模再差也差不到哪去。一方面是小型基金公司的实力的差距日益明显, 除非业绩、基金类型乃至时点同时成就, 否则规模要一举做大, 困难愈来愈多。

这也是行业趋势吧。

最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
南方 500	32.23
上证治理 ETF	10.09
华宝 100	20.09
华安 180 联结	11.25
交银治理	70.9
农银价值	77.89
银华 300	6.7
瑞和 300	32.16
景顺能源	9.34
诺安 100	21.1