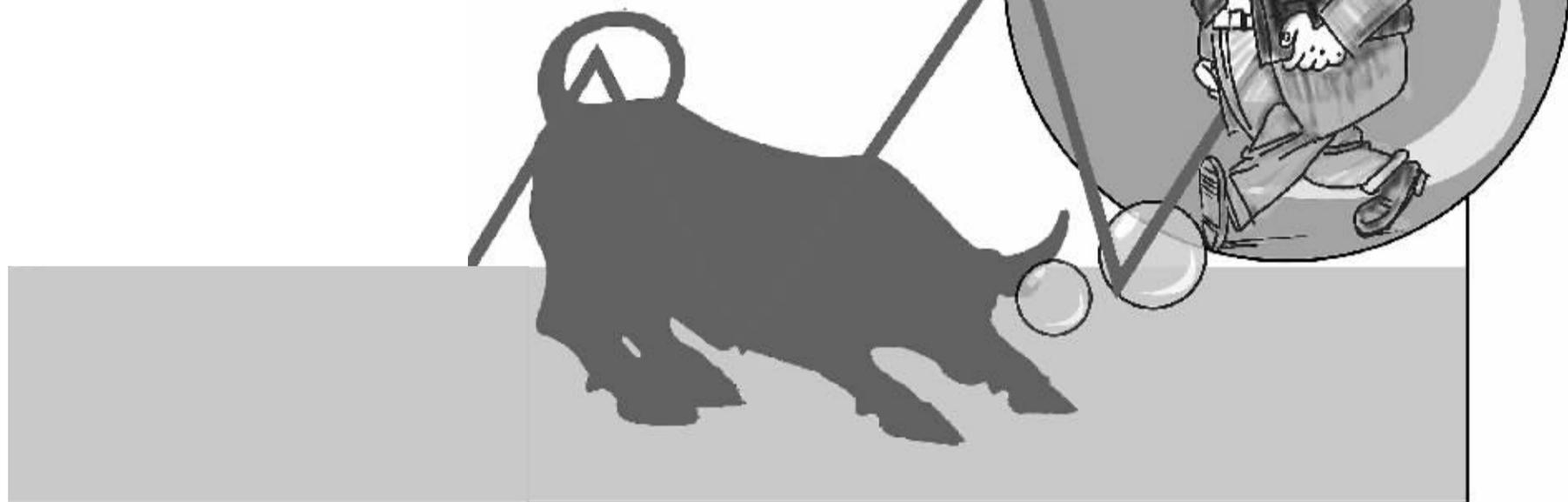




# 基金投资： 在“泡沫牛市”中寻觅生存之路



张大为 制图

公募基金经理在2007年面临的所有挑战都可以归结为一个词——牛市。一轮前所未有的牛市，带来前所未有的业绩增长和前所未有的大行情，当然还有前所未有的估值。不论是对于有10年经验的老基金经理，还是只有3年经验的新投资者而言，挑战是一样的——如何在一个从未经历过的新市场阶段中生存发展。

而对于基金经理来说，除了应付市场变化外，还必须考虑如何应对大幅提升的基金规模、已经泡沫化的估值、时刻可能出现的政策调控、影响时有时无但越来越明显的境外市场，等等。

“前几年投资比的是眼力，2007年比的是胆量！”一位基金经理在年末如此总结。

◎本报记者 周宏

## 基金规模大型化

在上述几大特点中，股票基金规模的大型化可能是最直观的。对基金公司投资研究架构的影响也是最深远的。

根据来自权威部门公布的数据显示，截至2007年10月，我国公募基金的资产总额已经超过3万亿元，相对于目前不足300只的偏股型基金而言，这意味着上述基金的平均规模已经突破了100亿元。

而这个情况在一、两年前根本无法想象。2006年中，一位资深的基金经

理曾经做过以下评论：“2005年前，30、40亿算大基金，但是现在（指2006年中）没有40、50亿还有些耍不开。”

显然，他很快会发现，到了2007年底，没有个200、300亿也要耍不开了。

股票基金的大规模增长，迅速地改变着基金的投资模式，首当其冲的是，团队式投资模式的大行其道。

新的团队式模式突出特征为：强调“组合管理”和内部分工，即把原来集中于基金经理的决策权限分为资产配置、行业配置和个股选择，交

由整个投研团队共同分担；大规模的基金团队细化为基金小组，重视研究、强调沟通，提倡集体作战；投资研究的重心由个股选择上升为行业配置，指数化投资、风格股票投资也被逐步纳入投资选择。决策重点从“下”逐步向“上”移动。研究团队的重要性获得前所未有的重视。

而在很多方面，一些市场和行业长期诟病的“顽症”也出现了新的发展趋势。比如，以往备受批评的追逐小盘股、投机重组股的情况，在2007

年下半年自动“消失”，让位于蓝筹“泡沫”，交易换手过高的情况依旧维持在很高水平，对于题材股的热情逐步被高弹性的周期类股票所取代，而重组股则换了个“资产注入”的名头卷土重来。

颇有意思的是，一些大型基金逐步成为市场排名前列的基金，这个情况和以往“小盘基金吃香”的情况大不一样。中国的基金在突然长大以后，市场对于“大”的东西，态度突然也友善起来。

## 估值水平泡沫化

估值的高企则是2007年市场的又一外部特征。如果说，2006年还有基金经理咬紧牙关说在合理区域，2007年上半年还有人在谈论“合理估值区间的上限”这个非常拗口的词的话，那么到了2007年年中以后，关于估值泡沫的谈论变得前所未有的普遍和流畅。

对基金经理而言，2007年的决定也基本演变成了如何在泡沫化市场中生存的命题。

按照 Wind 资讯的统计，2007年，A 股市场的平均估值水平变得前所未有的昂贵，在经历了年初、年中和第三季度三波大幅上涨以后，沪市 A 股的静态市盈率一路突破 30 倍、40 倍、50 倍，最终在 10 月摸高 6124 点时达到了 63.5 倍。尽管，A 股公司的业绩增长同样迅速，但是，由愈来愈多的流动性托高的估值水平，使得整个市场开始透支未来几年的业绩成长性。

而当市场整体越来越多的整体

偏离安全区域以后，对于基金考验也随之而来。用基金经理话说就是，“去年这个市场有非常明显的估值洼地，而到了今年则必须预测未来的估值洼地可能在哪里。”

对于公司业绩预测水平要求的提升，或者说有意识地把握市场趋势的要求，某种程度也显示了 2007 年投资的凶险程度。

而即便是趋势投资，在 2007 年遭遇考验的机会也大把存在。根据统

计，2007 年上证指数共出现 30 次单日跌幅超过 2% 的日子，其中两次以上日跌幅超过 8%，而两次大盘几乎跌停都发生在上半年，也就是说并非年内的相对高点。

趋势投资和价值投资同时进入“泥潭”，可能是基金今年业绩无法超越指数的重要原因。正如一些投资者总结的那样，2007 年是基于胆量的投资市场。显然，这其中最大的胆量是如何应付估值的持续上升趋势。

## 政策调控经常化

不断火爆的宏观经济和股市、房市，直接引发政策调控措施的频频出台，而这一趋势亦成为 2007 年基金投资的一大考验。

仅以货币政策为例，今年即有 10 次上调存款准备金率，累计上调存款准备金率 5.5 个百分点，冻结资金近两万亿元，改革开放后总计 21 次调整存

款准备金率有接近一半发生在 2007 年。另外，近年亦累计加息 6 次，其中，存款基准利率调升 1.62 个百分点，一年期贷款利率累计大幅调升。

总计，今年以来平均近一个月调整一次存款准备金率，两个月调整一次存贷款利率，货币政策力度和频率空前。

与此同时，证券市场也是时常利好利空频传。其中仅规范基金投资行为的强力政策即出现过三次，分别是：今年上半年对于基金投资人员行为的进一步规范，即通常所称的打击“老鼠仓”、年中动用财政手段打击垃圾股投机以及年末对于市场内蓝筹股泡沫的主动调控。上

述政策均实质性的影响了 A 股市场的运行状况。

另外，关于基金发行政策、A 股发行政策、资金出海、基金业务范围等各方面，今年均有重要政策出台，这也相当程度的影响了股市走势、热点切换以及不同投资风格的基金收益水平。

## 投资标的国际化

投资范围的扩大，海外资金和境内资金的双向流动，境内外市场的互动也在 2007 年变得空前紧密。

无论是近几年一直处于加强趋

势的境外合格机构投资者（QFII）在内地市场日益增加的影响力，还是年中、年末 A 股市场形成的两大轮次资金海外投资风潮，还有 A

股市场和港股市场的同类股票的互动表现，都证明了这一趋势的强化。

而对基金 QDII 产品的热衷以

及 QDII 首轮出海的“挫折教育”，也都表明了投资国际化既是大势所趋也是尚需逐步“发育”成长的市场现状。