

## Fund

## 长期停牌 公募基金难以承受之重

◎本报记者 周宏

宏达股份事件已经过去一段时间了,该出货的基金估计已经出完了,不该出的大小非也出了。整个事件已经进入了平息状态,可以到了平心静气回顾一下的时候了。

总体来看,自从该事件爆发初期,市场和舆论就把关注重点放在了投资宏达这个决策本身有没有失误上,进而争论该事件是否是下一个“XXX”,投资的基金有否X幕等方面,并掀起了一股讨论高潮。

这些当然值得回顾,不过,在笔者看来,真正值得担心的并不是基金投资宏达公司这个决策,而是和宏达相伴相生的一个状况——长期停牌,这才是整个事件中真正让人担心的地方。

## 长期停牌争夺眼球

回头看,宏达股份在有色股中的跌幅并不算特别巨大,之所以夺人眼球,其实是跌的急了一些的关系。

有些人把宏达股份在资产重组方面的落空解释为宏达下跌的主要原因,但是,市场难道没有发现,在和宏达争夺金鼎铝业股权中胜利的宏达跌幅其实和宏达相当。而中金黄金、锡业股份等有色股的跌幅更是大于宏达。

再回过头来看,除去有色行业,诸如地产、证券、甚至航空、航空等强周期的行业均在宏达停牌期间有过平均一半的最大跌幅。整个市场在期间都出现了30%左右的系统性暴跌。区别是在究竟是3—6个月中



不断震荡下跌的,还是如宏达这样在一周中完成。

因此,与其说,宏达因为某个公告信息出现了连续跳水,不如说,宏达是因为停牌太久而出现了短期内强烈的补跌需要。

## 判断出错不会“致命”

当然,是否应该在当时这个位置购买或者持有宏达股份,其实是个专业问题,我们作为投资的外行不宜多予置评。

但是,从长期来看,哪怕是很谨慎的价值投资恐怕也很难避免判断出错的可能。一个再有经验的投资者,恐怕也只能尽量降低错误的概率,而无法避免完全不出错。这个应该是客观事实。

因此,对于基金这样的投资者

来说,必要的做法是保持投资组合的分散和均衡,通过组合投资来降低投资的非系统性风险(比如业绩风险、基本面的意外等等)

在宏达这个例子里,我们可以看到并没有基金持有超过5%比例的该股(根据目前为止的公告),因此,从这个角度上说,基金并没有过分重仓宏达股份,因此,也并没有受到太沉重的打击。这正是和当年银广夏事件的区别(当时持有银广夏的两个基金是几乎顶着上限持有)。

## 流动性管理值得担忧

值得基金管理人注意的是,在本次宏达事件中暴露出来的,因为长期停牌而导致的基金流动性风险。

我们可以设想一个情景,如果本次事件的主角不是宏达,而是某

个深受基金青睐的消费股,一个被很多基金以为8%—10%高比例持有的上市公司。如果它也经历了一次6个月的停牌,而同期市场出现了同样的大幅下跌的话,(或者基金有大额赎回的话),那么可以想象这个股票的占基金组合的比例可能大大高于10%,甚至达到15%—20%。

而如果恰巧期间市场对该停牌股有下跌预期的话,那么由赎回套利引发的大幅度赎回风潮,可能进一步拉高基金持有该股票的比例,甚至导致该基金的流动性管理出现大问题,甚至引发同公司旗下基金的连锁反应。

这个情景才是真正危险的,到时候,基金可能必须要在暂停赎回或者流动性困难之间作出艰难选择。这是基金真正难以承受的份量,也是宏达带给我们的宝贵教训。

## 基金手记

## 重新审视基本面



交银成长基金经理 周炜

在过去的几个星期里,A股市场投资者经历了大悲大喜的过程。投资者对阶段性底部普遍认同,但在对宏观面还缺乏进一步数据支持的前提下,许多人会更倾向于认为市场将上下两难、区间震荡。

然而,更为重要的是,在未来一段时间里,投资者都得以有机会重新审视相关基本面数据,对行业和公司的投资机会进行重新评估。在过去的几个季度中,投资者几乎判断估值是否合理的勇气都没有,因为市场的表现验证,只要单向卖出就不会有大的错误。更有许多人认为市场会接着向下修正“undershooting”至更加便宜的

区域。现在,我们可以再检讨一下自己的观点是否过于悲观,是否可以趋向乐观了。

在上证指数3000点附近,连续的政策出台短期内打破了市场继续全面向下修正的可能。但是,许多投资者可能没有注意到,市场的结构性反弹在政府出台大小非解禁指导意见和下调印花税之前就已展开,主要集中在金融、能源、建材等与H股估值接近的A股大市值板块。在上证指数下探3000点时,这一批公司已在过去近一个月的时间里,从最低位上涨了10%—20%。原因也很简单:在上证指数接近3000点的过程中,即使市场没有政策的利好预期,有一批投资者已经认为市场逐渐进入合理估值区域了。H股提供了一个很好的估值坐标。国企指数自3月18日见底时的10449点,到4月23日印花税政策出台的13838点,已上涨了约30%。由于A/H股溢价的降低,国企股的强劲表现使A股大市值板块悄悄地发生了结构性反弹。

显然,从这一批公司的提前反弹来看,除了宏观面和政策面以外,投资者还会通过关注市场估值和盈利的可持续性来判断市场的阶段性买入机会。确实,许多投资者现在看今年4月份上证指数3000点时,会觉得市场总体估值还是可以接受

的,当时2008年的动态市盈率大约为20倍;对应的沪深300指数为3120点左右,2008年动态市盈率为18倍。从P/E来看,在上证指数3000点左右的位置,市场回到了过去两年的相对低位。当然,这都是假设2008年市场整体盈利增长为20%的基础上得出来的结论。

但是,经过过去一段时间的上涨后,目前投资者要检验两个问题。首先,简单从P/E估值的角度来看,目前上证指数又达到了08年二十三十四倍的市盈率水平,对应20%的盈利增长,既不能说昂贵,但也不能说便宜了。同时,A/H溢价达到了50%左右,又回到了历史平均溢价之上。而从最后几天交易日来看,H股显然弱于A股表现,因为自此,国企指数已累计上升40%。根据最新的高盛公司的反馈,香港的投资者目前开始担心市场大幅上涨后企业盈利的可持续性。在担心宏观面不明朗从而影响企业盈利趋势的环境下,可以理解许多投资者对从目前点位继续上涨的动力和四月份表示谨慎,尤其是对于那些在四月份已有相对较好表现的大市值板块,似乎在五月份还是缺少趋势性机会。

其次,更为关键和有意义的是,不同行业和公司的盈利趋势如何呢?记得二月底我在每周视点中提

到,年报、季报是很好的“验明真身”的时刻。现在,一季报都已经出完了。总体来讲,一季度业绩低于市场预期,只有23%的增长,而预期为30%的增长。但是,我们还是可以从一季度的分行业的业绩披露中看出有一批景气行业的存在。在一季度市场整体业绩低于预期的时候,这一批行业的业绩高于分析师的平均预期,同时通过毛利率表现可以看出,未来行业趋势还是非常不错,比如医药、零售、信息软件、食品饮料、煤炭、机械等。当然也有一批行业的趋势不尽如人意。相信行业分析师会相应地调整各行业的盈利预期。投资者自然会在这些行业里探寻出投资策略和思路。

所以,五月份以后,在我们判断市场走向的同时,可能要更加关注上市公司盈利的质量和可持续性。市场企稳后,结构性的机会会有很多。一季度公司和行业业绩的结构化趋势或许已经给我们指出了一些方向。总之,在五月份,让我们重新审视基本面!

交银施罗德基金管理有限公司  
BANK OF COMMUNICATIONS Schroders  
— 已获QDII资格 —  
您的全球投资顾问  
客服电话: 400-700-5000 021-61055000 www.jysrd.com

## 资金观潮

## 低潮 但不是现在

◎本报记者 周宏

偏股基金的发行数据,在上周彻底堕入低谷。

公布基金募集结果的天治创新先锋和华宝海外中国双双创下境内外偏股基金的募集最低纪录。

其中,天治创新先锋股票型基金净认购金额为2.48亿元。有效认购户数为3919户,户均认购金额约为6.32万元。创下了开放式基金首发规模的历史新低。

华宝兴业基金公司亦于同一天公告称,华宝兴业海外中国成长股票型基金在首次募集期内共募集4.63亿份,华宝兴业海外中国基金的合同已于2008年5月7日起生效。这也是迄今为止已成立ODII规模中最低者。

在此前市场低迷的2005、2006年间,基金首发规模最低曾探至3亿元。但今年的情况显然恶劣过一次。天治创新先锋于2008年3月18日开始募集,原定截止日为4月18日,预定募集上限为90亿元。其后,该基金公告将募集期延长至2008年4月30日,成为此轮基金发行潮中首只宣布延期的股票型基金,但最终仍然创下基金新低。

华宝兴业海外中国成长则是今年募集成立的第2只ODII基金,ODII基金新规颁布后成立的第6只ODII基金。之前于2月1日成立的工银瑞信中国机会全球配置股票型基金的募集规模为31.5亿,相比去年平均300亿的ODII基金募集规模大减9成。而华宝兴业的ODII产品显然延续了这一发行颓势,目前无论A股基金ODII基金均呈现非常明显的滞销局面。

不过值得注意的是,上述两只基金的主要募集期限仍然是3月期间,也就是境内外股市双双低迷的最清淡的时候,而随着境内市场的政策变化和4月下旬的反弹出现,整个基金市场的募集气氛有所活跃。上投摩根双核平衡和国泰金鹰保本不(二期)均出现了募集规模有所上升的状况。这个显然也在预示着未来一阶段经由基金进入市场的资金在增加。上半年的基金募集底部应该已经出现了。

一些业内人士认为,由于海外资本市场今年以来持续下跌格局,ODII基金的发行短期内将难以走出低迷。不过,亦有人士认为,基金发行历来有“好发不好赚、好赚不好发”之说,目前或许是投资基金的较好时机。

## 最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
易方达科讯	118.33
国投瑞银稳定增利	41.96
大成景阳领先	48.59
工银瑞信全球配置	31.56
建信优势动力	46.42
南方盛元红利	62.13
中银策略基金	46.52
浦银安盛价值	17.3
华宝兴业海外中国	4.63
天治创新先锋	2.48