

所谓价值

股票市场运行周报
国内、国际宏观经济及债券市场
旗下基金表现

[本期摘要]

所谓价值

资金管理人的价值：某著名基金经理说得好，大意是管理资金有三重境界，一是给客户带来绝对回报；二是战胜指数，三是能战胜同业。管理资金本质上是给客户赚钱，但战胜同业是前提，这证明了你的基本价值，而战胜指数，则是为了说明主动管理的必要性。但某种意义上说，能做好绝对收益，一个资金管理人才具有某种独立的价值。

股票的价值：股票的价值与企业的价值相关，但又不是直接的等号。股票价值最能接近企业价值的一些条件是：1) 该企业能被潜在恶意收购；2) 该企业要能分红；3) 该企业要有增长的预期；4) 该企业接近重置成本。不过同样是增长，还有两类选择：一类是企业的上升阶段，另一类是企业衰弱后期的蜕变阶段。

股票市场的价值：股票市场的价值是与股票的价值结合在一起的。股票市场融资和投资功能的失衡直接导致了上下游生态链的不和谐。另外，股票市场的卖方和买方的短期化倾向，一直难以消除，甚至常常被放大。不过，我们也不能说股票市场的环境不在改善，只是市场的改善尚未到质变的时候。“新兴加转轨”依旧是市场投资者所面临的环境。投资者大部分的时候是适应性预期。

在日常投资研究中提醒一下自己，不要极端，市场有问题，但也在改进，只是我们需要把握何时偏重问题，或何时偏重改进。

国内宏观经济和债券市场

国内(20120629-20120706)：由于猪肉价格连涨两周后再次回落，比前一周下降0.7%，6月CPI低于我们的预期0.1个百分点；本周实现资金净投放2250亿，资金面逐渐好转；本周各评级短融信用利差走势平稳；银行间企业债方面，收益率小幅下行；7月6日，人民币兑美元中间价为6.3249。

国际(20120629-20120705)：本周欧盟会议结果超预期，在风险偏好推动下，MSCI全球股指大涨4.2%。

所谓价值

交银施罗德研究部副总经理 崔海峰

随笔有个好处，可谈感受，不求甚解。这次的随笔谈谈所谓的“价值”。在A股市场从事投资和研究的时间不长也不短，但常常困惑于一些常识问题。比如，我有什么价值？能否独立于他人？我为什么买股票？它与我有什么关系？我身处的股票市场能创造什么价值？我又处在什么样的生态链中？等等。这些或许本身并不是问题，但梳理一下，也算是个小结。

资金管理人的价值

在做资金管理的那些年，自己常常有莫名的恐惧：“我不会赚钱！”一个不会赚钱的基金经理或者说资金管理人，有什么价值可言？之所以会有这样的“恐惧”，因为我发现两个现象。一，我只是在和别人比较，只要我的组合比别人亏得少，我就赢了。二，我组合中那些赚钱的个股有不少是最初的选择理由和后来的投资结果不一致的，其实是赚得“莫名其妙”（同样，亏的时候也莫名其妙）。当然，这些不能说自己不负责任，我也很努力。我只是想说，很多时候自己常常陷入相对比较之中。

还是某著名基金经理说得好，大意是管理资金有三重境界，一是给客户带来绝对回报；二是战胜指数，三是能战胜同业。管理资金本质上是给客户赚钱，但战胜同业是前提，这证明了你的基本价值，而战胜指数，则是为了说明主动管理的必要性。试想，在指数单边上扬的情况下，其实战胜指数是很难的（过往的统计大致说明了这点），这也说明做一个合格的资金管理人并不容易。反之，在指数单边下跌的环境下，仅仅战胜指数又有什么意义呢？这样说来，能给客户带来绝对回报是资金管理人能力体现，也是价值所指了。

在2008年和2009年的市场波澜起伏中，有个港股基金让我印象深刻。该基金08年大跌，跌幅甚至超过50%，但2009年却大幅回升，即使算上2008年的亏损，总收益也遥遥领先。但客户也不买账，因为他们早在2008年赎回了大部分，亏损已经成为现实，2009年的超高收益对他们而言并无意义。这有引出了另一个指标：波动性！客户不仅要求正收益，而且是平稳可得的收益。回顾过往十几年，能战胜同业，还要平稳的给客户带来绝对回报，这样的资金管理人，有多少？寥寥无几，不容易。但或许这就是资金管理人的价值所在。

相对比较令人困惑，自己在从事了一段绝对收益的工作之后却发现，这是更大的挑

战！绝对收益资产管理不止有止损线，也还会有相对比较（客户也会将不同资金管理人进行比较），因此，这是“需要控制下行风险的、追求绝对回报的、又必须被人比较的资金管理”。或许控制下行风险的空间有高低，或许被客户比较和考核的时间期限有长短，但都是还原了资金管理的最朴实的本质。某种意义上说，能做好绝对收益，一个资金管理人才具有某种独立的价值。

股票的价值

股票的价值与企业的价值相关，但又不是直接的等号。按照公式，企业的价值是企业所有自由现金流的折现值之和。但股票的价值呢？说得直白点，股票的价值就是能赚钱。问题是赚股票差价的钱，还是企业给投资者的钱。这很重要，前者更多的是总量零和的游戏，最多加上时间维度上的零和。

自己每天的主要工作是寻找有价值的股票。每每发现一个理想的股票，也很兴奋，其直接的判断是这个股票能涨。这说明有意无意间，自己一定在遵循市场的某种估值标准。这个估值标准是什么？P/E 估值？业绩增长？好像是，好像又不是。

在这样的疑惑中，凭着常识，自己总结了股票价值最能接近企业价值的一些条件：

（1）该企业能被潜在恶意收购。一个不能被潜在收购的企业与股票投资者总是隔着一层纱；大多数时候，它与你无关，即使它很美的时候，也只是你的一段幻觉。至于收购企业，变卖其资产以变现，更是当年“延宝”之战的久远故事了。为何上市公司很难被恶意收购？国有企业的上市公司需要通过一系列的审批，这很难。而民营企业的上市公司好像容易，但别忘了，民营企业的价值核心在民营企业家身上，你收购了企业，或许只是一个壳而已。

（2）该企业要能分红。既然恶意收购很难成行，客观上与小股东相关的，就只有祈求他能善意地分红。一个十年不分红的企业，即使给投资人讲成长，说十年后分红，折现回来，其价值早已大打折扣，甚至所剩无几。问题是，很多上市公司非但少分红，要钱的狠劲却屡创神话。

（3）该企业要有增长的预期。或许大部分的时候，我们停留在这个梦境。上市公司不能恶意收购，又不能分红，但游戏总得继续。毕竟企业的增长还能给投资者一个期待，万一企业长大之后，或许能良心发现，分红给你。因此，观察企业的增长是在条件约束下，还相对靠谱的一个价值标准。如果企业缺少增长的预期，即使是所谓的估值便宜（例如 PE 很低），那也最多是一种估值安全的假象。

(4) 该企业接近重置成本。简单地说, 股票的 P/B 值是股价向下看时的一个重要参考。但他也只能是辅助的。如果企业接近重置成本, 但又不能被收购, 分红又指望不上, 更谈不上未来, 这样的场景, 对小股东谈不上价值。当然, 接近或者跨过企业的重置成本的本身可能预示着企业接近业务变化的拐点。这反过来, 可以重回增长的梦境。

或许上述几个条件揉合起来, 股票的价值会更接近企业的价值。而在当前环境下, 关注企业的增长还算是相对最靠谱的一个游戏标准。

不过同样是增长, 还有两类选择。这两类选择处于企业生命周期的两个阶段。一类是企业的上升阶段。在这个阶段, 企业的增长处于显性状态, 当然企业的传统估值也并不便宜, 有时候需要时间。但这个阶段向下风险相对可测性较高。另一类是企业衰弱后期的蜕变阶段。在这个阶段, 企业经营恶化处于后期或者开始在寻求新的业务尝试, 因此企业也处于变化阶段, 但存在很大的不稳定性。如果突破, 这样的增长也具有爆发性, 但可测性不够。不过奇怪的是, 在风险偏好较高的环境下, 市场还常常偏好这样类似“乌鸡变凤凰”的游戏(当然, 这一定是实践下的结果)。

股票市场的价值

股票市场的价值是与股票的价值结合在一起的。既然股票的价值有纠结, 股票市场的价值更是纠结。

刚入行的时候, 都说我们的市场还处在“新兴加转轨”阶段, 到现在还没脱离这样的阶段, 而且股票市场的融资功能与投资功能的失衡状态并未得到缓解。从为国企解困, 到支持新兴产业发展, 股票市场的融资功能被发挥地淋漓尽致。当然其正面效应还是不容忽视的, 投资者即使用脚投票的方式, 也还是将有限的资金资源大概率地分配到了高盈利能力的企业上。只是股票市场的投资功能并未有效得到解决, 一直以来总让市场投资者有“外表光鲜、内心凄凉”之感。大部分时候, 投资者赚取的还是零和游戏的钱。

股票市场融资和投资功能的失衡直接导致了上下游生态链的不和谐。在这样的利益链中, 有发行人企业, 有所谓风险投资者, 有 pre-PE, 有各类经纪人, 有不同的资金管理人, 最后是广大从储户转换过来的自然人投资者。这条生态链中, 越靠近卖方, 越处于有利位置, 而最终的自然人投资者不足以支撑增量的一级市场的时候, 如果还要保持供求平衡, 则需要新的从储户转化过来的自然人投资者。

另外，我们不难发现，股票市场的卖方和买方的短期化倾向，一直难以消除，甚至常常被放大。短期化倾向即导致了市场生态链的失衡，又反过来强化了短期化倾向。对于买方短期化，一个常见的理由是机构投资者在变得散户化，而机构投资者即使有长期投资资金，但其具体的管理人却要不断经历定期的考核，其结果是长期资金或许也会短期化倾向。而卖方的短期化倾向，有两类。一类是国有控股的上市公司，其代理人的问题，限制了长期化的诉求；另一类是民营的上市公司，按逻辑，自己的企业总应该珍惜，更应该往长期考虑，但事实并不全都是如此。这当然可能是民营企业本身往往处于竞争性行业，如果一开始估值就比较高，难免使得他们有套现的冲动。但更重要的是，出于对自身占有资源后所可能带来的不稳定性的隐忧，总希望在尽可能短的时间内兑现。

不过，我们也不能说股票市场的环境不在改善，例如，政策也在对上市公司的退出安排做出改进，对内幕交易进行积极打击，对上市公司质量的把握还原给市场本身。只是市场的改善尚未到质变的时候。“新兴加转轨”依旧是市场投资者所面临的环境。投资者大部分的时候是适应性预期。

其实上述所说的，大部分是常识性问题和常识性认识。但不长不短的投资研究经历和教训，告诉我们一点，常识很重要。小结一下自身的常识性观察，也无非是在日常投资研究中提醒一下自己，不要极端，市场有问题，但也在改进，只是我们需要把握何时偏重问题，或何时偏重改进。

股票市场运行周报（20120702-20120706）

交银施罗德量化投资部

本周上综指下跌 0.08%，深成指上涨 2.00%，中小板指数上涨 1.62%，沪深两市共成交 6,231.53 亿元，成交量较上一交易周有所增加。从行业表现来看，食品饮料、房地产、农业与牧渔业板块涨幅居前，涨幅分别为 7.10%、4.40%、3.72%；交运设备（除军工）、机械、造纸林业跌幅居前，分别下跌 2.89%、2.53%、2.24%；从行业换手率来看，食品饮料、医药生物行业相对活跃，换手率超过 8%；从风格特征来看，各指数涨跌不一，绩优股指数涨幅最大，涨幅为 3.30%，而跌幅最大的是低市盈率指数，跌幅为 0.81%。

表 1: 指数表现

指数名称	区间收益率	成交金额(亿元)
上证综指	(0.08%)	2,963.0
上证 180	(0.01%)	1,446.4
上证 50	0.16%	728.4
沪深 300	0.45%	2,210.4
深证成指	2.00%	450.2
深证 100P	1.69%	756.7
申万中小板	1.62%	1,312.7
申万基金重仓	0.83%	3,527.1

表 2: 市场总体指标

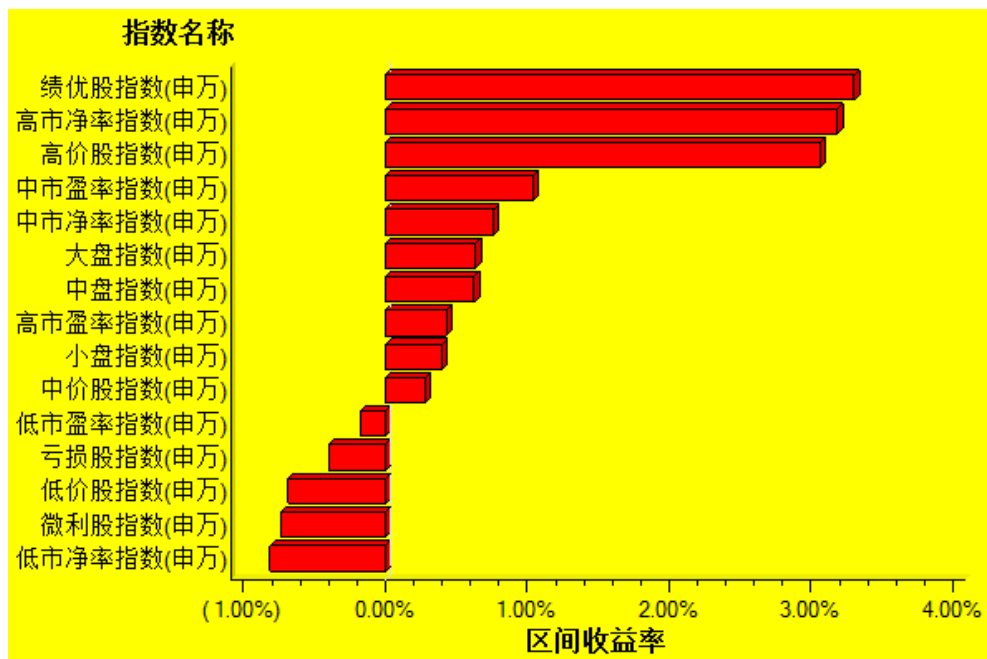
市场总体指标	数值
A 股总市值(亿元)	261,408.03
A 股流通市值(亿元)	172,195.57
A 股市盈率(最新年报, 剔除负值)	12.97
A 股市盈率(递推 12 个月, 剔除负值)	12.62
A 股市净率(最新年报, 剔除负值)	1.90
A 股市净率(最新报告期, 剔除负值)	1.81
A 股加权平均股价	6.93
两市 A 股成交金额(亿元)	6,231.53

表 3: 行业表现

指数	区间收益率	区间换手率
食品饮料	7.10%	8.67%
房地产	4.40%	4.51%
农业与牧渔业	3.72%	6.70%
餐饮旅游	3.40%	4.81%
医药生物	2.41%	8.14%
有色金属	2.12%	3.00%
煤炭	1.18%	2.62%
家用电器	0.77%	3.87%
通信传媒	0.62%	3.64%
综合	0.45%	3.72%
电力	0.42%	2.16%
贸易	0.22%	4.52%
零售	0.08%	3.80%
军工	(0.00%)	4.37%

指数	区间收益率	区间换手率
化工	(0.01%)	5.09%
纺织服装	(0.04%)	4.08%
石油天然气	(0.10%)	0.29%
信息技术	(0.23%)	5.04%
金融	(0.50%)	0.66%
交通运输	(0.59%)	1.55%
日用化学品	(0.84%)	5.69%
钢铁	(1.00%)	1.31%
建筑建材	(1.24%)	3.45%
电气设备	(1.45%)	4.44%
造纸林业	(2.24%)	4.57%
机械	(2.53%)	5.72%
交运设备(除军工)	(2.89%)	3.59%

[图 1: 风格特征]



数据来源：万得资讯、交银施罗德基金 日期区间：20120702-20120706

国内宏观经济及债券市场（20120629-20120706）

交银施罗德策略小组

- **食品价格：**商务部上周(6月25日至7月1日)重点监测的食用农产品价格以降为主，生产资料价格连续第11周回落。其中，蔬菜批发价格连续两月回落，比前一周下降2.5%；水产品批发价格下降0.2%；主要生产资料中，有色金属、农资、能源、建材、钢材、轻工原料价格下跌，橡胶、化工产品、矿产品价格小幅上涨。由于猪肉价格连涨两周后再次回落，比前一周下降0.7%，6月CPI低于我们的预期0.1个百分点。
- **公开市场操作：**本周央行周二进行380亿7天逆回购和1050亿14天逆回购，周四进行50亿7天逆回购和400亿14天逆回购，央票继续停发，正回购到期350亿元，公开市场到期量20亿元，实现资金净投放2250亿。在外汇存款少增的情况下央行加大资金投放力度，随着逆回购的到期，估计近期仍将通过逆回购释放货币。
- **上海银行间质押式回购：**本周隔夜利率下行124个基点，一周利率下行77.41个基点，2周利率下行85.58个基点，资金面逐渐好转。

- **债券市场：**本周普通 AAA、AA+、AA 和 AA-级短融的二级市场中债收益率分别为 3.37%、3.62%、3.96%和 4.50%，分别下行 8、11、4 和 5 个基点。1 年期金融债收益率下行 5 个基点至 2.78%，各评级短融信用利差走势平稳。中票方面，本周 3 年期和 5 年期各评级中票收益率均出现下行，除 5 年期超 AAA 中票收益率下行 15 个基点外，其他下行幅度均在 10 个基点以内，而相应期限金融债收益率分别下行 2 个基点和 3 个基点，3 年期和 5 年期各评级中票信用利差走势平稳。3 年期品种方面，本周 AAA+、AAA、AA+和 AA 评级中期票据中债收益率分别在 3.79%、3.97%、4.25%和 4.66%，分别下行 6、4、4、5 个基点；5 年期品种方面，本周 AAA+、AAA、AA+和 AA 评级中票收益率分别为 3.91%、4.16%、4.66%和 5.07%，分别下行 15、6、2、2 个基点。而本周 3 年期和 5 年期金融债收益率分别下行 2、3 个基点至 3.31%和 3.55%，3 年期和 5 年期各评级中票信用利差走势平稳。银行间企业债方面，收益率小幅下行。从中债收益率上看，AAA 级有担保企业债，本周中债 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年收益率分别为 3.33%、3.95%、4.18%、4.75%和 4.92%，分别下行 8、5、7、8、7 个基点；AAA 级无担保企业债，本周中债 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年收益率分别为 3.69%、4.24%、4.55%、5.10%和 5.30%，分别下行 3、7、6、4、6 个基点。
- **人民币汇率：**本周五（7 月 6 日）人民币兑美元中间价为 6.3249，经过了一周的小幅震荡又回到上周五的点位。回顾今年以来人民币兑美元走势，一季度已进入相对合理区间。而二季度，人民币对美元贬值明显。

国际宏观经济及债券市场（20120629-20120705）

交银施罗德 QDII 小组

- **全球市场综述：**本周欧盟会议结果超预期，在风险偏好推动下，MSCI 全球股指大涨 4.2%，其中美国标普指数上涨 2.8%，香港恒生指数上涨 3.3%。法德主要股指上涨均在 5%以上，CRB 指数一周反弹 7%。
- **事件点评：**本周欧洲央行降息 25 个基点，英国央行将量化宽松规模扩大 500 亿英镑，由于在预期之中，市场反应较为平淡。
- **经济数据：**美国 PMI 今年首次下滑至 50 以下，环比回落较为明显。从 PMI 看，三大经济体经济基本面呈现放慢共振格局，政策面的边际效应也在递减。

旗下基金表现

基金名称	最新净值	累计净值	基金回报							
			最近一天	一周	一月	三月	六月	一年	两年	成立至今
交银精选	0.7301	2.8759	2.74%	3.94%	4.44%	7.94%	12.48%	-13.79%	-5.58%	207.80%
交银稳健	1.3214	2.7764	2.23%	3.08%	3.30%	7.81%	18.08%	-3.97%	10.75%	179.48%
交银成长	2.5961	2.8411	3.13%	3.75%	3.28%	8.59%	17.98%	-5.37%	18.86%	175.52%
交银蓝筹	0.7098	0.7248	2.48%	3.12%	2.27%	6.08%	14.13%	-10.25%	-1.29%	-29.78%
交银增利 A/B	1.0177	1.2947	0.27%	1.17%	1.18%	6.12%	9.76%	4.91%	11.16%	31.66%
交银增利 C	1.0144	1.2744	0.27%	1.16%	1.15%	6.00%	9.53%	4.47%	4.56%	29.21%
交银环球	1.241	1.366	0.08%	3.93%	7.42%	-3.71%	3.64%	-18.26%	-2.90%	36.15%
交银行业	1.133	1.173	1.98%	1.90%	1.52%	4.03%	--	--	--	15.27%
交银先锋	1.1026	1.1576	2.86%	5.06%	5.00%	11.47%	22.88%	-8.75%	12.24%	12.12%
180 治理 ETF	0.637	0.709	1.27%	1.58%	-2.00%	-0.31%	8.52%	-16.60%	-3.62%	-29.98%
交银治理	0.726	0.726	1.26%	1.54%	-1.89%	-0.14%	8.22%	-15.74%	-3.12%	-28.30%
交银主题	0.942	0.957	2.50%	4.43%	1.37%	6.79%	21.20%	-10.83%	-4.44%	-6.82%
交银趋势	0.827	0.827	2.61%	2.74%	1.86%	4.55%	15.19%	-16.07%	--	-19.40%
交银添利	1.062	1.096	0.38%	0.85%	0.87%	7.62%	12.62%	7.27%	--	9.63%
交银制造	0.849	0.849	1.80%	1.93%	-0.24%	1.41%	5.56%	-15.31%	--	-16.60%
交银深证 300 价值 ETF	0.983	0.983	2.18%	1.75%	-2.49%	0.18%	11.93%	--	--	-3.80%
交银价值	0.972	0.972	2.10%	1.68%	-2.40%	0.12%	10.90%	--	--	-4.80%
交银双利 A/B	1.054	1.099	0.86%	1.34%	1.51%	5.09%	9.12%	--	--	9.10%
交银双利 C	1.049	1.094	0.87%	1.35%	1.53%	4.91%	8.89%	--	--	8.59%
交银资源	1.004	1.004	0.00%	0.70%	0.40%	--	--	--	--	0.40%
交银荣安保本	1.008	1.008	0.20%	0.80%	--	--	--	--	--	0.60%

基金名称	代码	万份收益(元)	七日年化收益率
交银货币 A	519588	0.8591	3.606%
交银货币 B	519589	0.9245	3.844%

数据来源：交银施罗德、万得资讯、财汇资讯，截至 2012 年 7 月 6 日；交银环球、交银资源净值数据截至 2012 年 7 月 5 日

交银施罗德基金管理有限公司
Bank of Communications Schroder Fund Management Co., Ltd.

中国 上海市浦东新区世纪大道 201 号渣打银行大厦 10 楼 邮编: 200120
WWW.JYFUND.COM 400-700-5000
客服传真: (86-21) 6105 5054 客服邮箱: services@jysld.com

风险提示: 本基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产, 但不保证基金一定盈利, 也不保证最低收益。基金的过往业绩并不代表其将来表现。投资有风险, 敬请投资人认真阅读基金的相关法律文件, 并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。