

資智通鑒

| 中 | 国 | 前 | 沿 | 资 | 产 | 管 | 理 | 者 | 思 | 想 | 精 | 粹 |

ISSN 1009-8585



第9辑

国泰基金 主办

新机制 大融合

从“港股直通车”到“沪港通”，
7年的谋局是市场化机制的倒逼，
而这一“自下而上”的全新推动机制将是深度融合的“沪深港资本一体化”的开端。



主题故事

谋定“沪港通” 融合大棋局

东方证券首席经济学家邵宇 新“三驾马车”护航中国经济适应“新常态”
万向控股公司副董事长兼执行董事肖风 资管大佬舞动移动互联



今日
财富

热卖



从禾（上海）农业发展有限公司
Shanghai Nature Conservation Co., Ltd
订购电话：400-875-5559
网 址：www.conghenc.com

从禾阳澄湖大闸蟹养殖基地位于阳澄湖东湖上游，平均水深2米左右，水质清冽，水浅底硬，水草丰茂，延伸宽阔，堪称螃蟹最理想的定居生长场所。

基地采用“以鱼净水”、“以渔保水”的生态养殖技术、保持了“水草-渔产品-水质”三者之间的动态平衡，确保从禾阳澄湖大闸蟹健康、绿色、生态的优质品质，煮后呈亮橘红色，肉质鲜嫩、口味鲜甜。

为了延续从禾一直秉持的不对环境造成危害的生态理念，从禾独家采用草绳捆绑与蒲包相结合的阳澄湖大闸蟹包装方法，摒弃了市场上普遍采用的绳子与塑料盒包装。

在一点一滴中善待自然资源、保护生态环境，将健康、生态、环保、自然带给每个人，从禾邀请您和我们一起坚持我们的信仰。



阳澄湖大闸蟹

从禾

善待自然资源，保护生态环境，将健康、生态、环保、自然带给每一个人



从禾（上海）农业发展有限公司
SHANGHAI NATURE CONSERVATION CO., LTD
公司地址：上海市浦东新区陆家嘴花园石桥路66号
东亚银行金融大厦705室
办公电话：021-61068688
订购电话：400-875-5559
网 址：www.conghenc.com
免费配送范围：上海市外环以内、北京市五环以内
（每日下午五点前预约，次日配送）
电话预约 - 订购产品 - 配送到家



微信有礼！

扫一扫，关注“从禾农业”官方微信，
获得更多最新鲜的美味资讯，
美食精英，非你莫属

资智通鉴

| 中 | 国 | 前 | 沿 | 资 | 产 | 管 | 理 | 者 | 思 | 想 | 精 | 粹 |

（第9辑）

资智通鉴编委会

“沪港通” Bigger than bigger 岂止于大！

9月初，iphone 6携“Bigger than bigger”的广告文案疾风策马而出。此前，“沪港通”第一次市场演习刚刚收官，证监会不失时机地表态“在‘沪港通’试点取得经验的基础上”，支持“深港通”接力“沪港通”。

证监会新闻发言人邓舸表示：“改革开放成功的重要经验就是渐进式改革，先试点，总结经验，再逐步推广，资本市场的开放必然也是走这样的路子。”——有意思，这恰恰可以视作一次金融系统层面的“Bigger than bigger”！

在非“大数据不金融”的背景下讲“Big”、“Bigger”以及“Bigger than bigger”，我们认为似乎别有意味。

年初至今，保险、银行、券商等权重板块纷纷启动，市场上涨声浪不绝。在众多解读中，这波走势的原因之一，被与“沪港通”的试点和推进相关联。

在一些声称以“大数据”为基础推出的“股票热搜榜”上，上证180指数、上证380指数的成分股以及在沪港两地上市的A+H股频繁上榜，不断强调着上述相关性在民间资本层面引起的反应。

但是，若仅仅将“沪港通”视作一次股票市场的利好，那未免视野狭隘了一点。“沪港通”的渠道不仅是投资股票，对于我们财富管理行业而言，更意味着人民币账户的进一步开放，让人民币的流动性增强，在金融系统的层面上说，这甚至对整体经济框架都有影响。另外，内地投资者通过“沪港通”可以买卖香港的指数成分股，可以为香港市场对外国公司的吸引力加分。同样道理，“沪港

通”也可以让境外投资者买卖在内地上市的股票，有助于增加A股市场的吸引力。

显然，“沪港通”是个“一加一大于二”的范例，它不仅让内地、香港两个市场优势互补，对人民币的跨境使用更具深意。

在财富管理微观层面，“沪港通”给基金投资者带来了新的投资机会，可锁定A股相对港股估值偏低的方向、港股稀缺品种、符合QFII投资风格的方向等进行布局。

比如具有一定稀缺性的中药、食品、白酒等板块，本次期刊所提及的，刚于今年9月15日起发售的国泰国证食品饮料行业指数分级基金，有望直接受益于此；而去年8月成立的国泰国证医药卫生指数分级基金已体会到“沪港通”带来的积极行情，一年来的同类排名处于前列。

肖风在《投资革命》中解读“大数据”用了这样的词汇：总体、相关性、动态和草根。这与被誉为“大数据商用第一人”的维克托·迈尔·舍恩伯格在《Big Data：大数据时代》中的观点很接近。后者提出了关于大数据的三个原则：不是随机样本，而是全体数据；不是精确性，而是混杂性；不是因果关系，而是相关关系。

已有机构与时俱进地提出了“大数据选股”的指引，力求在总体、混杂、动态的资讯中寻找关键的相关性，一如前面所提及“沪港通”与大盘的相关性。

一位资管老总表示，“沪港通”不仅能带来更多的投资资金，且能带来更多机构投资者，有助于进一步优化市场的投资者结构。

诚如标题：“岂止于大！”



資智通鑒

「中国前沿」资产「管理」者「思想」精「粹」

(第9辑)

主办方：国泰基金管理有限公司

GUOTAI
国泰基金
中国建投成员企业

地址：上海市虹口区公平路18号8号楼嘉昱大厦16层-19层

电话：021-31081600

传真：021-31081800

邮编：200082

出版：《资智通鉴》编辑部

印数：1-10000册

印刷：上海精诚印刷厂

（本刊欢迎索阅，联系电话：021-31081704）

資智通鑒

[中][国][经][济][实][务][报][刊][物]

主办方：国泰基金

GUOTAI
国泰基金

中国建投成员企业

编委会 Editorial Board

社长 President

何子 He Zi

总编辑 Editor in Chief

王炬 Wang Ju

主任委员 Director

周向勇 Zhou Xiangyong

委员 Commissary

贺燕萍 He Yanping / 张琼 Zhang Qiong

黄淼 Huang Yan / 乔巍 Qiao Wei

沙昶 Sha Qin / 张玮 Zhang Wei

张则斌 Zhang Zebin

编辑部 Editor Department

主编 Editor-in-Chief

范恩洁 Angel Fan/ 李晔斌 Li Yebin/ 黄梅 Huang Mei

责任编辑 Executive Editor

赵越 Zhao Yue

策划编辑 Editorial Director

章奇奇 Zhang Qiqi/ 姚辰 Yao Chen / 吴微微 Wu Weiwei

设计总监 Dessign Director

王慧 Wang Hui

美术编辑 Art Editor

木耳 Mu Er

项目协调 Project Coordination

熊彬 Xiong Bin

内容合作 Content Corperation

《机构投资者》杂志

主管 / 主办 内蒙古新华报业中心

出版《今日财富》杂志社

社址 内蒙古呼和浩特市东风路华联名仕园 B 座 101

国际标准刊号 ISSN1009 — 8585

国内统一刊号 CN15 — 1211/F

邮发代号 52 — 65

广告许可证 1500004000253

封面故事：新机制 大融合

从“港股直通车”到“沪港通”，
7 年的谋局是市场化机制的倒逼，
而这一“自下而上”的全新推动机制将是深度
融合的“沪深港资本一体化”的开端。



► MARKET

市场 /MARKET

主题故事 COVER STORY

21 谋定“沪港通” 融合大棋局

25 “沪港通”：人民币“走出去”新机遇

29 “沪港通”下的财富配置新思路

权益 /EQUITY

31 “沪港通”：中国与世界联通

量化 /QUANTITATIVE

34 ETF 和分级基金爱上“沪港通”

绝对收益 /ALTERNATIVE

37 近期信用违约案例解析

公司 /COMPANY

对话 DIALOGUE

40 内容 + 平台打造影视产业新版图

——对话新文化集团副总裁、CFO 盛文蕾

调查 INVESTIGATION

44 低速电动车产业 前程远大道路曲折

新商业 NEW BUSINESS

47 光子技术——引领移动支付新潮流

海外 OVERSEAS

49 阿里的盛宴：阿里巴巴到底价值几何？

人物 /PEOPLE

52 肖风：资管大佬舞动移动互联

卖方 /SELLER

分析师 ANALYST

56 台也争，网也争，版权价格继续升

——电视剧行业迎来黄金增长期

视点 VIEW

59 2014 年下一阶段六大券商投资策略精粹

文化 /CULTURE

悦读 READING

61 书评：

《操纵世界之手——美国国家安全委员会内幕》

思维方式 MODES OF THOUGHT

64 投资中的君子之道——读余秋雨新作《君子之道》有感

投资笔记 /INVESTMENT ESSAY

66 投资中的知与行

大师 /MASTER

68 华尔街“孤狼”：敌意并购大师卡尔·伊坎



【趋势】

打造国家新经济支撑之途：
长江大交通战略确定

国务院9月25日发布《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》，意见共47条。分析人士认为，建设长江经济带将带来全方位的投资机会，该经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州11省市，面积约205万平方公里，人口和生产总值均超过全国的40%。长江经济带横跨我国东中西三大区域，具有独特优势和巨大发展潜力。

国土资源部发文推进土地节约集约利用

9月25日召开的国土资源部新闻通气会上传出消息，国土资源部日前制定下发《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，遵循严控增量、盘活存量、优化结构、提高效率的总要

求，对大力推进节约集约用地进行整体部署，明确将节约集约用地作为各级国土资源部门的中心工作，以节约集约利用统领土地管理工作。

国务院折旧新政为A股公司
减税

9月24日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策，以促进企业技术改造、支持中小企业创业创新。

会议要求，加快落实完善固定资产加速折旧政策，努力用先进技术和装备武装“中国制造”，推出附加值更高、市场竞争力更强的产品，并提出将根据实施情况，适时扩大政策适用的行业范围。

财政部推广PPP模式解决城
镇化建设融资难

财政部9月24日发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题

的通知》，要求推广运用PPP模式，并在全国范围内开展项目示范。官方认为，由于PPP模式强调社会资本的深度参与，推广这一模式，有利于盘活社会存量资本，激发民间投资活力，为城镇化建设筹措资金，控制政府性债务，缓解财政压力，同时也有利于政府更好转变职能，推进财税体制改革。

楼市步入“新常态”

国家统计局9月18日公布的数据显示，继7月首现下跌后，“北上广深”4个一线城市房价跌幅超过1%。6月份以来，我国城市房价指数环比跌幅逐渐扩大，越来越多城市步入房价下跌通道。

在楼市“金九银十”的传统销售旺季来临之际，市场仍未摆脱交易疲软的尴尬。我国楼市步入“新常态”之际，相关部门的房地产调控思路也需要调整。

中国思路改变全球需求曲线

“后金融危机时代的竞争日益表现在市场的竞争、需求的竞争。”国际金融学会总裁达雷华曾如此判断。谁掌握了需求，谁就会撬动经济增长的魔杖。而需求往往不会平白而生，尤其是在全球经济复苏坎坷、逆风增强的背景之下。有元首外交的战略引领，中国的政府与民间外交也在随之起舞。在中国思路带动之下，全球经济的新需求正在逐渐被世界感知。

【行业】

国家集成电路产业投资基金
即将挂牌

中国半导体行业协会秘书长徐小田9月25日在“第十二届中国国际半导体博览会暨高峰论坛新闻发布会”上表示，国家集成电路产业投资基金将于近日正式挂牌成立，产业投资基金一期规模达1200亿元，将主要投资于芯片制造等重点产业。预计1200亿元的中央投资将带动地方政府和社会资本的投入累计超过5000亿元。

中盐新掌门将力推盐业改革

9月16日，中盐官方发布消息，8月29日上午，中盐总公司在京召开干部大会，国务院国资委任免决定，李耀强担任中盐总公司董事长、党委书记兼中盐股份公司董事长、党委书记，原中盐董事长茆庆国到龄免职退休。

新任掌门人李耀强在此次会议上指出，将凝心聚力推动中盐总公司的转型发展。按照“回归、转化、退出、创新”的方针，着力解决重点难点问题，加快推动产品结构和产业结构调整。

发改委提出2016年重大环
保装备基本满足国内需求

发改委近日发布《重大环保技术装备与产品产业化工程实施方案》。方案提出的目标是，近几年环保装备制造业年均增速保持在20%以上，到2016年实现环保装备工业生产总产值7000亿元，重大环保装备基本满足国内市场需求。

【海外】

美国8月份预售屋销量增加
18%

8月美国新建住房销售量大幅升至2008年以来的最高水平，这是消费者需求升高的一个早期迹象，或给整体住房市场带来提振。美国商务部9月24日公布，经季节性因素调整后，8月份预售屋销售量较7月份上升18%，折合成年率为504,000套，为自1992年以来的最大单月涨幅，且为2008年5月以来的最高销量水平。

欧洲央行将坚决抑制通胀前
景风险

根据欧洲央行主席德拉吉接受卢森堡商业刊物《Verslo Zinios》采访称，货币政策方面，欧洲央行仍将坚决抑制中期通胀前景面临的风险。他还表示：“我们已准备好动用更多权限内的非常规工具，如果有必要进一步应对低通胀时期过长的风险，我们将改变非常规干预行动的规模和方式。”

世界银行下调俄罗斯经济增
长预期

世界银行在半年度报告的基准情境中，将2015年俄罗斯经济增长预期从1.5%下调至0.3%，将2016年经济增长预期从2.2%下调至0.4%，远低于俄罗斯政府的经济增长预期。世界银行称，即便西方国家很快取消对俄制裁，俄罗斯经济也只会小幅增长，而地缘政治紧张局势加剧将导致该国经济陷入小幅衰退。在最乐观的情境下，世界银行预计2015年和2016年俄罗斯经济也仅分别增长0.9%和1.3%。



8%

财政部9月22日公布的今年前8个月全国国有及国有控股企业经济运行情况显示，全国国有企业营业总收入同比增幅继续放缓，利润总额同比增幅下降。前8个月累计，全国国企利润总额16441.1亿元，同比增长仅8%。

-311.46亿

近日，中国人民银行公布了最新的《金融机构人民币信贷收支表》显示，今年8月，外汇占款总额为294580.30亿元，较上月的294891.76亿元下降了311.46亿元人民币。

969家

三季报披露时间临近，不少上市公司进行了业绩预告。截至9月23日，两市发布三季报预告的公司共有969家，其中193家预增、60家略增、92家预减、114家续盈、34家续亏、67家首亏、60家扭亏、16家减亏、20家增亏、249家略增、87家略减、37家不确定。

1.8%

二十国集团财长及央行行长会议在9月21日闭幕。会议发表的公报说，现行的促进经济增长措施可以保证全球国内生产总值（GDP）到2018年增长1.8%，与原定2%的增长目标非常接近。

112%

中国8月外商直接投资额为72亿美元。1-8月FDI为783.4亿美元，同比下降1.8%。在对外投资方面，中国8月对外投资达到126.2亿美元，同比大增112.1%。1-8月对外投资为652亿美元，同比增长15.3%。



身份象征的运通卡开启了亲民服务

穿着入时、怀揣美国运通卡游历世界已是几代人的历史。不过去年运通卡却出现在大家不太熟悉的领域，比如评价零售店Family Dollar和便利店7-11的收银台上。

美国运通公司1850年在纽约成立，最初从事快递业务。1891年推出旅行支票，由此进军银行、旅游服务领域，1958年发行付账卡。美国运通从一开始就在打造高端服务品牌，希望成为远离故土的美国旅行者的可信任基地。

降低身价提供亲民服务，是美国运通近些年来主要竞争战略。如今的运通卡虽然仍向以商业客户为主的人群提供旅行服务，但信用卡业务才是其业绩的真正推动力。美国运通与商户关系的发展促使消费者加大刷卡频率，并将导致今后几年营收的增长。摩根士丹利分析师Betsy Graseck预计美国运通股价可上涨至113美元，与近期股价相比增长29%。

《巴伦周刊》2014年9月刊



美国跨国公司避税发大财

试想如果你的工资条每周不扣税，银行对账单会是一幅怎样的景象？国会让你把钱留着，只要你答应几年或几十年后纳税就行——有时甚至永不纳税。

美国联邦政府放任跨国公司，允许它们通过所谓的“税负倒置”手段成功规避税务负担。以汉堡王为例，总部仍在迈阿密（位于美国佛罗里达州），它以加拿大15%的公司税交换美国35%的公司税，形式上把总部迁出以逃避美国重税，实际上继续享受在美国开展业务的种种好处。逃避掉的税务，则都由周周纳税的美国升斗小民承担。

这就是国会给予许多坐拥数十亿美元无息贷款美国大公司的特别待遇。公平纳税联盟（简称CTJ，是一家非营利性组织）数据称，苹果和通用电气公司至少在避税天堂持有360亿美元应税利润，微软将近270亿，辉瑞240亿。也就是说，对于大型的跨国公司而言，税金根本不会成为负担，反而会帮助你生意兴隆。

《新闻周刊》2014年9月刊



最年轻CEO带领汉堡王重获生机

“我两天清洗了15个卫生间，”一位干练青年在迈阿密的汉堡王连锁店里忙碌道，他骄傲的语气仿佛刚跑完一场马拉松。

他就是当下快餐业最年轻的巨星丹尼尔·施瓦茨。他有理由骄傲，去年6月刚被任命汉堡王CEO，年薪70万美元。他现在只有32岁。

施瓦茨带领下的汉堡王更像是一家创业公司。他和同事们信奉3G Capital（2010年收购汉堡王）大力消减成本的信条，说有必要让汉堡王的每一位员工都具有“主人翁意识”。他们取消了一些受人欢迎的优惠，出售绝大部分直营店，只保留52家，保留的直营店用于高管培训和产品研制。

如此的大刀阔斧，带来汉堡王业务的蒸蒸日上。巴西、中国、俄罗斯餐饮业公司不仅从汉堡王购买连锁店，还新开连锁店，一并推动汉堡王2013年全球连锁店数量增长1493家至13667家。今年7月初，汉堡王市值已经升至90多亿美元，经营业绩远超麦当劳。

《商业周刊》2014年8月刊



80后改变金融服务业

交通用Uber、约会用Tinder、洗衣用Washio这些改变人与外界互动方式的App，“按一下手机，一切尽在掌握，”托贝尔如是说。

作为众多年轻创业者中的一员，托贝尔渴望改变21世纪的金融服务业。在她看来，年轻人搅局金融也的时机已经成熟，她创办的LearnVest网站也许正是这方面的先行者。网站目的是让个人理财像播放流媒体音乐或从亚马逊订购商品一样方便。自从2009年创办LearnVest以来，托贝尔已经融到令人咂舌的7200万美元资金，投资者包括早期为Facebook融资的创业邦。LearnVest最近一次融资在今年4月，融资额为2800万美元，其估值升至2.5亿美元。

托贝尔的事例并不鲜见。CB Insights数据显示，三年来对个人科技金融公司的投资超过10亿美元，仅今年第二季度就高达2.61亿美元，主要投向以年轻投资者为目标客户、客户体验好、成本低和具有移动性的创业公司。

《福布斯》2014年8月刊



以色列赢了战争输了道义

以色列也终究掉入哈马斯设下的“陷阱”，赢得加沙之战，却在世界舆论之战中力不从心。

哈马斯（巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动组织简称）这个伊斯兰组织残暴、狭隘、排斥异己，2007年统治加沙起，成绩乏善可陈。它向以色列领土发射火箭弹，在以色列地下修建地道以杀害或绑架其士兵。它明白以色列被迫还击将使成千上万巴勒斯坦平民丧生，从而在全世界赢得同情。

随着以色列长期占领巴勒斯坦领土，它的国际声誉迅速下降。在今年6月以色列打击加沙前公布的13国国民参与的国际声誉民意调查中，以色列得分-26%，国际声誉不及俄罗斯，仅超过朝鲜、巴基斯坦和伊朗。越来越多的欧洲人称以色列是法西斯。哪怕是在大部分人支持以色列的美国，认为它对巴勒斯坦行动不正义的比例2002年以来上升5个百分点至39%；18-29岁的年轻人只有1/4表示支持以色列。

《经济学人》2014年8月刊



长命百岁不是梦

《大西洋月刊》最新一期封面文章介绍了抗衰老研究的最新进展，预计到本世纪末人类预期寿命将达100岁，对社会政治、经济、文化产生深刻影响。

在加州马林县青翠的山腰上坐落着全球首家致力于延长人类寿命的私人独立研究机构Buck Institute。自从1999年以来，很多科学家和博士后便在此研究延长有机物生命、改善其健康状况的办法。研究人员已经在实验室把蠕虫的寿命延长了五倍。多数美国人从未听说过Buck Institute，但也许有朝一日它会路人皆知的。

Buck Institute首席执行官肯尼迪(Brian Kennedy)表示：“我们希望找到能够延长小白鼠健康生命周期的5至10种分子，然后进入人体试验阶段。”正在Buck Institute和其它机构测试的雷帕霉素(rapamycin)似乎最接近试用阶段，有着革命性的前景。

然而除了伦理上的担忧，人体试验延长生命药物代价很大，也许要耗时数十年。

《大西洋月刊》2014年10月刊

支付账户分类监管： 经验借鉴与政策框架

■巴曙松 / 文



66

借鉴成熟市场支付账户监管的经验，按照分类监管的理念，针对不同的账户功能和支付行为，完善包括通用性原则、差异性规则和调整性措施在内的支付账户监管体系，正逐步在国内达成共识。

99

09

巴曙松专栏

作者系国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师

近年来，随着以第三方支付为典型代表的新兴支付业务的高速增长，承担各种资金运用、来源和周转过程的载体——支付账户呈现出明显的多元化发展趋势，即提供支付账户开立、使用的服务机构日趋多元化，新兴支付行业“跨界”合作对象的多元化和合作内容的深化，支付创新及其典型应用的特色化、差异化等等。支付账户的多元化发展，在引发行行业竞争动力、提高支付服务效率乃至深刻改变社会生活、消费观念的同时，也正在不断地影响着传统的金融服务基础架构，冲击着现有的支付账户管理体制。时至今日，如何有效平衡支付账户多元化进程中的安全与效率、创新与规范乃至维护公平竞争的

环境，值得关注和思考。借鉴成熟市场支付账户监管的经验，按照分类监管的理念，针对不同的账户功能和支付行为，完善包括通用性原则、差异性规则和调整性措施在内的支付账户监管体系，正逐步在国内达成共识。

支付账户多元化的现实

目前广泛存在的各种类型账户主要承载以下功能：（1）特定活动的身份证明，如与互联网活动相关的邮箱、论坛、社交网络账户；（2）数据信息记录，如电子账单等传统“簿记”功能的现代化；（3）资金存储和流动的载体，如银行结算账户、预付卡账户、网络支付机构中的“虚拟

账户”；（4）信用或融资的载体，如单位或个人信用卡账户、集团企业的现金管理账户等；（5）在第（3）、（4）两种功能基础上的其他衍生功能，如投资、理财、消费等。

尽管目前的监管体系中并无权威的“支付账户”定义。但从行为特征上考量，上述5种账户功能中的后3种无疑都与支付有关，即“用于支付的账户”，其实质是承担各种资金运用、来源和周转过程的载体。

我们可以大致归纳出三种主要支付账户分类方式：（1）按照账户主体，可分为单位账户和个人账户；（2）按照提供服务的机构类别，可分为银行结算账户、第三方支付账户、证券账户、基金账户、运营商账

户、社保个人账户等。（3）按照账户功能，可以分为仅具有特定支付功能的账户（如证券、基金账户）、具有一般支付功能的账户（如传统的银行结算账户）、具有“支付+融资”功能的账户（如信用卡账户）、具有“支付+投资”功能的账户以及多功能金融支付账户等。

据统计，2013年个人银行结算账户较上年末增长15%，增速放缓了5%。同期，单位银行结算账户较上年末增长12%，增速与上年基本持平。2013年支付机构移动近场支付客户数量为6000万户，比2012年增加了4200万户，增幅超过230%；2013年银行移动支付个人客户数量为3.63亿户，比2012年增加了1.18亿户，增幅为

48%，说明支付账户多元化趋势愈发明显。

支付账户监管现状及问题

目前，中国支付账户的监管主体是中国人民银行，其对于支付账户的监管主要以提供服务的机构和业务类型为分类标准，分别按照不同规则对依托银行结算账户、第三方支付机构账户以及其他特定账户开展的各类型支付业务或与支付活动进行监管。

与国际同业相比，中国对于银行结算账户的监管更为健全，而从第三方支付机构支付账户应用中暴露的问题来看，对于第三方支付机构账户的监管有待进一步完善。

首先，需要进一步夯实实名制基础。第三方支付机构账户没有账户实名制、账户风险控制管理等的强制要求，存在套现、洗钱等风险。其次，需要进一步增强账户信息保护。第三方支付机构拥有大量持卡人敏感信息，管理不当可能泄露。再次，需要努力构建覆盖全链条或业务全流程的第三方支付机构账户监管框架。由于多头存管，商业银行不能真正掌握第三方支付机构账户的资金流动，且余额支付模式下商户收支也很难被监管。最后，需要进一步关注、监控第三方支付机构账户应用带来的潜在影响，如信用扩张可能会对货币政策以及宏观金融调控带来影响。

66

中国有必要在现有支付账户监管框架下，进一步从功能和行为特征视角细化支付账户的分类标准，提升支付账户监管的灵活性，建立完善的、动态的新型支付账户监管体系。

99

成熟市场支付账户监管经验与借鉴

成熟市场对于支付账户的监管也是以账户分类为基础的，但是其分类标准更为复杂，通常以提供服务的机构为一级分类标准，以账户功能为二级分类标准。

以美国为例，美国联邦立法层面和州立法层面首先针对银行账户和非银行类支付机构账户设置了不同的监管标准。更进一步，联邦立法层面和州立法层面则对支付账户进行差异化监管。比如，美国联邦将非银行类支付机构定义为货币服务商，仅具有支付功能，不具有储蓄功能。而在州立法层面，大部分州将其定义为“非银行金融机构”，主要从事支付结算服务，不能吸储和放贷；少部分州则认为非银行类支付机构正在从事“非法”的银行业务，需要遵照对“银行”的监管要求进行监管。

欧盟在对银行账户和非银行类支付机构账户进行分类监管的同时，对非银行类支付机构的定位一直在进行动态调整。以PayPal为例，2004年，英国向PayPal颁发的是电子货币机构许可，而在2007年，卢森堡却根据其申请向其颁发了银行牌照。2011年4月30日起，欧盟《电子货币机构指令》被废除，线上非银行类支付机构被认定为“信贷机构”，按照信贷机构的标准接受严格监管。

支付账户分类监管的政策建议

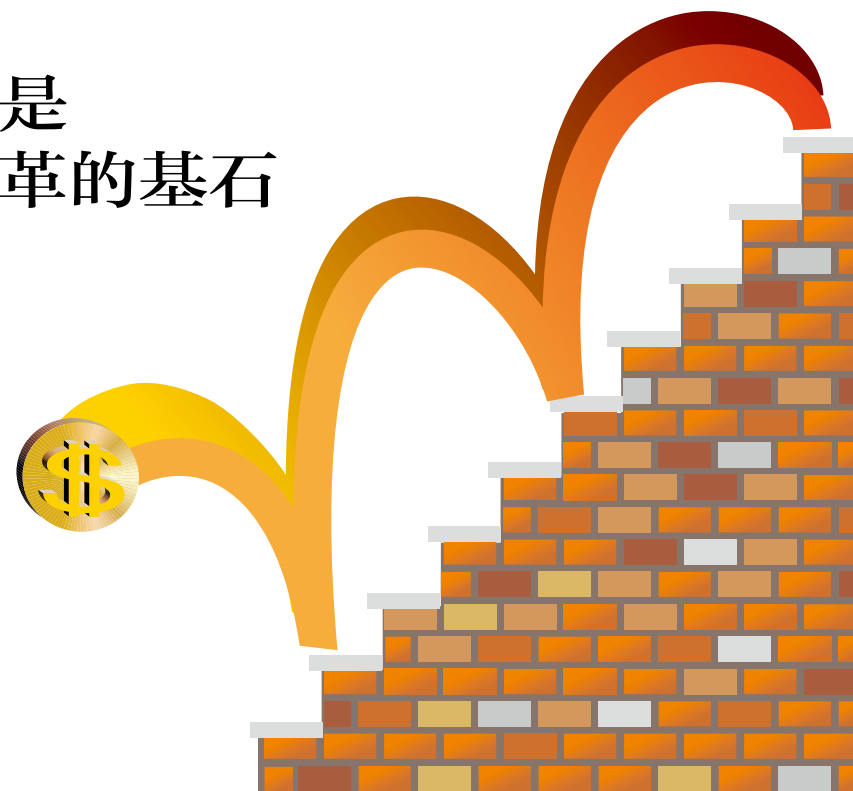
中国有必要在现有支付账户监管框架下，进一步从功能和行为特征视角细化支付账户的分类标准，提升支付账户监管的灵活性，建立完善的、动态的新型支付账户监管体系。

具体操作上，中国可以借鉴欧美以提供服务的机构为一级分类标准，以账户功能应用为二级分类标准的支付账户分类方式。一方面，现存的分类标准已经不能够满足支付账户的发展现状，可能出现监管套利，加大支付账户的风险暴露。另一方面，随着支付技术的日新月异，非银行类支付机构账户可能涉足的功能应用边界将会进一步拓展，只有从基础功能应用层面进行监管才能防止监管套利发生。

在支付结构日益多元化的进程中，支付账户监管的价值目标应以效率为本位，兼顾安全。自《非金融机构支付服务管理办法》颁布以来，中国非银行类支付机构账户已经取得了长足发展，不仅用户数与交易规模日渐壮大，功能类别也日趋丰富。因此，在现行的支付账户分类标准中增设以账户功能应用为基础的分类标准将是中国支付账户监管的必然选择，也是未来支付账户体系健康发展的重要保障。

存款保险制度是利率市场化改革的基石

■易宪容 / 文



中共十八届三中全会精神的核心，就是让市场在资源配置过程中起决定性作用，通过经济体制的重大改革，释放出整个国家经济发展的活力、动力及红利。

因此，三中全会之后，中国金融市场的一系列改革已经启动，比如利率市场化、汇率形成机制的市场化，深化资本市场改革等，而推出存款保险制度、建立起金融机构破产退出机制可以说是中国实现利率市场化的重要制度基础。

存款利率市场化是中国金融改革最大难题

任何一次重大的制度改革，都是一次重大利益关系调整，都可能把旧体制的风险暴露出来。

比如，随着中国经济增长放缓、融资成本的全面上升，企业债务违约危机已经出现。先是信托违约忧虑，后有以“超日债”为代表的企业债出问题，最新发展是违约风潮已经蔓延到房地产企业债券及银行贷款……

在这种情况下，它是否会成为美国的“贝尔斯登”时刻而引发中国金融体系的系统性风险？面临不断出现的企业债务违约危机，央行是出手相救，还是容许这些烂债企业违约、打破以往逢死必救的定律？这就是当前中国金融

改革所面对的难题。

当前最大的难题是存款利率市场化问题。

就目前中国金融市场的状况来看，许多问题都是价格机制扭曲的结果，而存款利率不市场化，这种价格扭曲就无法解决。存款利率放开，不仅涉及到中国金融市场重大的利益关系调整，也涉及到弱化央行对金融市场调控能力的问题。

因此，推出存款保险制度及建立起金融机构破产退出机制也就是成了中国实现利率市场化的重要的制度基础。

建立存款保险制度的关键：在利弊之间寻找平衡

何为存款保险制度？一般而言，存款保险制度是所投保金融机构，透过保险机制的运作，来保障其储户（特别是中小储户）的权益，以避免因少数银行破产倒闭而导致大规模的恐慌挤兑，从而维系整个金融体系的安全与稳定。或者说，它是通过国家法律形式建立的一种在银行因意外事故破产时进行债务清偿的制度。

那么，存款保险制度为何会有防止银行挤兑、保护民众权益的作用？

这与其功能表现有着密切关系。其功能主要有三个方面的表现：一是保障存款人的权益；二是促进投保金融机构的健全发展；三维护国家金融的安全与稳定。

在没有存款保险制度的情况下，政府如果让经营不好的银行倒闭，不仅存款人的权益将遭到损害，而且可能会影响整个金融体系的安全与秩序，甚至影响到国家经济活动的正常运作。但如果政府为了保障存款人利益而容许没有偿债能力的银行利用存款人及政府的资金继续冒险经营，其后果会更严重。

一旦存款保险制度建立，有了保障，存款保险公司就会通过严格的金融监管和有效的经营辅导，建立预警系统，及早发现问题并解决问题。

在存款保险制度下，由于保额内的存款已受到一定保障，从而使得存款人的权益得到保护，银行危机发生的挤兑压力与损失就会减少。在这情况下，银行能够在完全自主的条件下经营，提高其经营效率与市场竞争力。

另外，由于金融业的外部效应很大，一家银行出问题就很容易涉及其他银行，甚至于整个银行业。在存款保险制度下，可以集合整个系统的资源来保护存款人的权益，促使“体质差”的银行来改进经营与控制风险，提高公众对银行信心，以此保证整个银行体系的稳定与完全。

当然，存款保险制度也存在着明显的不足。如道德风险、逆向选择风险、代理问题的存在等。

在道德风险的情况下，存款人不会关注银行经营好坏和风险状况，从而弱化了银行的市场约束；银行只会关注高利润的业务，从而扩大银行的经营风险。在逆向选择的情况下，由于存保费率统一，这就使得经营好的银行会退出存保体系，而使其他银行保费上升，如此反复，最后使得经营不好的银行留在体系内，从而使得银行体系风险扩大而变得脆弱。因此，如何在这利弊之间寻找一个平衡是创立一个有效的存款保险制度的关键。

国内存款保险制度需重视制度设计

对国内来说，存款保险制度还十分陌生。

不过，早在1997年中国就开始研究“建立存款保险制度”一事，并且很快地提到人民银行的议事日程，但该项制度却迟迟没有推出。而随着利率市场化改革的深化，创立中国存款保险制度已经迫在眉睫。

然而，国内的存款保险制度为何迟迟没有建立起来？

首先，这与国内银行体制格局有关。在目前的银行体制下，与美国存在几千家银行相比，尽管中国的银行数量不少，但一个不争的事实是其中四大有银行在整个银行市场中占绝对比重。

对于这些银行来说，在完全处于国家信用隐性担保的情况下，根本就没有设立存款保险制度的动机与激励。因为，存款保险制度会增加银行的运营成本。当然，通过金融体制的深化改革，自然会减弱政府对国有银行的隐性担保，国内银行都得成为自主经营的主体。

另外，由于国内信用制度不完善，企业与个人的信用观念十分薄弱，市场担心设立存款保险制度，可能导致道德风险盛行。

不过，如何来减弱存款保险制度的道德风险，重要的还是要看如何设计这一制度。比如，一是根据不同的经营状况采取差别费率，通过费率调节，增加成本来规避和杜绝风险；二是银行间的互相监督机制，取消银行现有的国家信用担保机制，建立以市场为导向的社会信用机制，使银行更具竞争力和市场扩张力；三是及时退出机制，建立存款保险制度的目的是保证存款人利益，而不是保证每个参与保险的金融机构都能不折不扣地得到补偿。

所以，金融机构一旦因主观原因出现经营危机，保险机构有权要求其退出存款保险体系或由其他金融机构对其接管或兼并，把银行经营不善引起的风险降到最低程度。

当然，就目前国内情况来看，一种好的存款保险制度必须有以下方面的内容：强制性投保制度、存款保险保障以限额本金为限的制度、建立对保额以上债权人部分清偿制度、规定清理与问题金融之处理权限、风险性费率制度、强化金融监管与监查制度、设立金融预警制度等。而这些制度都需要通过法律的方式来确定与边界。

如此一来，既能够保障弱勢的存款人利益，又能够对严重违法违规、经营不善导致资不抵债的金融机构依法实施市场退出，避免整个金融市场体系发生严重的系统性风险，保证金融体系的稳定。

而中国的利率市场化改革就是需要这样的一种制度安排来保证与推动。☞

（作者系著名经济学家、社科院金融研究所研究员）

新“三驾马车”护航中国经济适应“新常态”

■邵宇 / 文



习近平总书记关于中国经济要适应“新常态”这一重要表述，引发各界的高度关注，越来越多的人用这一概念来分析和解释中国经济。

何谓“新常态”？官方的明确定义为“三期叠加”：经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期以及前期刺激政策消化期。

我国经济增速正处于缓慢下滑过程中，低于7%的速度就会比较危险，但这平衡均衡点到底在哪里仍没有明确。中央政府正在不断试探中，但这会是一个很长期的过程。

适应“新常态”后，我们的经济将会转入长期可持续的状态。

经济发展进入调整期 新动力短期难以释放

“新常态”是由习近平总书记5月份在河南考察时提出，他表示，要从我国经济发展现阶段的特征出发，适应

新常态，保持战略上的平稳心态。

现阶段，我国经济发展的特征是什么？

其实官方已经给出一个明确的论述，即“三期叠加”：经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期以及前期刺激政策消化期。整体而言，就是在金融危机以后，整个国家的发展已经逐渐放缓，这主要表现为拉动经济增长的传统“三驾马车”——投资、出口和消费，失去了原有的活力。

投资、出口增速下降很快，今年我判断出口能达到5%—6%的水平就已经不错，消费增速变化虽然不大，但现实是我国经济发展目前尚未以消费为主。因此整体而言，反映到经济数据上就是GDP从原来10%的增长速度下降到如今的7%，甚至可能还会继续往下。

当然还有其他方面的特征，比如说资源价格上涨及波动、就业困难、地方政府负债过大、经济效益相对较差等等，这些就是我们现阶段所面临的“新常态”，可以说，经济发展到了一个相对比较尴尬的阶段。

66

实现从消不足到消费升级的转变。消费升级的主要动力在于拥有更好的居住环境，更健康的饮食，以及更加新颖的科技产品。

99

以前整个中国经济的高速增长，主要由三大动力要素推动：第一，中央政府，包括央行、财政部以及商业银行等。这些部门主要作用是提供一个相对宽松的货币环境，使企业能够通过较低的成本获得资金；第二，地方政府。每一个省市都像一个国家去比拼各自的GDP增速，通过招商引资、城镇化、卖地等基础设施建设来推动GDP的快速增长，可以将其称之为“GDP锦标赛”；最后，国资和国企。在廉价资金和地方政府发展欲望基础上，很多基础设施建设和大型项目投资最后都需要借助国资、国企完成，从而推动经济向前。

而这些动力的慢慢消失，这与现阶段高强度的反腐工作不无关系。

由于密集的反腐，出现高频次的人事调动，这就造成一个明显的动力断层，这个断层在短时间内弥补很难。实践证明，由于民间投资已经形成“斯德哥尔摩综合症”，需要同政府有效配合才能成为足够强大的力量，因此短时间内难以成为大的动力，现阶段只能去试探政府发展的方向。

面对这一现实，习主席强调要保持“平常心”，如何理解？对市场参与者而言，就要转变心态去适应经济的变化，接受经济增长从10%到7%的落差；对于中央政府，则要通过努力将其保持在7%的增速上，花一些精力做中长期的调整，在此基础上，再考虑其他问题。

2014年全年GDP水平在7.4%左右

中央政府对经济运行的调整已经开始。

根据国家统计局公布2014年上半年GDP数据来看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%。可以看到，二季度

同比增长高于一季度，原因在于政府在二季度采取了“微刺激”政策，使得经济有一些起暖的征兆。

但整体而言，我觉得刺激力度不够。三季度或许还能保持在稳定水平，但是对于第四季度，有点担心，因为一些“微刺激”都是中央政府通过“基础设施建设”项目来弥补因房地产投资下降所造成的投资缺口，完全弥补还是有一定难度。但中国目前还是以投资拉动经济增长，所以当投资速度加快，发改委能够更快释放项目，定向降准能够实现，那全年GDP增长水平能够保持在7.4%左右。

不过，当年我们在进行第一轮刺激时，中央投资4万亿，但是这其中不能忽略地方配套投资的25万亿，也就是说，整个投资量达到了近30万亿。而今年，中央对地方政府“微刺激”投入仅1.5万亿，但是地方政府相应的配套投资基本没有，这就意味着经济可能还会缓慢下滑。当然，当注意到经济数据有下行的趋势，政策自然也会有相应的调整来应对这一问题。

因此，中国未来经济发展亟需寻找新的动力来源。从需求来看，即“新三驾马车”。

何谓“新三驾马车”？

首先，投资要从传统投资转向新型城镇化，包括深度城镇化。新的基础设施建设不仅仅只是地铁、高铁项目，还包括大规模的环境治理、土壤治理，基础教育系统、医疗卫生系统，跨流域、跨区域资源调配系统等，这些建设都是从长远发展的视角出发，对整个国家来说都是可持续的。

其次，实现从消费不足到消费升级的转变。消费升级的主要动力在于拥有更好的居住环境，更健康的饮食，以及更加新颖的科技产品。

最后，由原来是进出口增速实现人民币的国际化。未来我们需要更多地去执行所谓“中国式马歇尔计划”，向周边国家输出的并不是廉价劳动力，而是工程、技术、服务、装备、基础设施等，即资本。

通过“新三驾马车”，拉动经济在“新常态”下走向由新发展动力推动的可持续发展模式。

守住系统性风险底线

长期以来，中国经济结构不合理是影响经济可持续发展的顽疾。调整经济结构是本届政府努力追求的目标，但目前的效果不大。

有人会说，消费在GDP的比重不断上升，所以已经有变化了。但这种判断过于简单。

目前的调整，与其说是结构调整到位，还不如说是因为投资下滑太快而导致消费比重迅速上升，这种结构仍是不健康的。所以结构调整并不是一个短期的过程，这会成为一种常态，十年或者二十年，我们需要去适应这个过程。

但这并不是意味着忽略投资，投资和消费之间其实有一个良性互动的关系，这个关系需要不断试错，并不是说像美国那样消费占到90%就会适合中国，这必将经历一个磨合的过程，在这个过程中我们要找到一个适合中国国情的比较稳妥的比例。

当然，“新常态”下，宏观经济政策也要做相应调整。之前的宏观经济政策主要是刺激经济增长，从10%的水平，经过刺激升到12%，但之后刺激效果慢慢衰弱下来，因为经济是伴随投资的下降而下降。

所以，现阶段宏观经济政策的重点并不是强调GDP有多大的弹性，而是在如何守住系统性风险的底线以及在这个过程中消化原来刺激政策带来的高杠杆问题两个方面，降低风险会是未来宏观经济政策的一个主要目标。

其中两大风险是要尽力避免的。第一，房地产投资疲软带来的经济下行所引发区域及系统性风险；第二，即外围环境风险。今年10月份，美联储将退出量化宽松政策，

加息时点如果提前到来，这对整个资本流动是一次巨大考验，对中国亦是如此。

对于这一客观现实，我们当务之急是稳步推进改革。重点围绕政府改革、金融改革、资源要素和价格改革、财税改革、土地改革、户籍制度改革、国企改革以及对外开放倒逼改革等八大方面，通过这些方面相互之间的配合使我们的经济慢慢转向可持续发展的“新常态”中。

而这会是一个相对漫长的过程。



（作者系东方证券股份有限公司证券研究所首席经济学家、执行董事）





新三板：服务国家创新战略

■程晓明 / 文

自2013年12月14日国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，新三板扩容正式拉开序幕。

今年以来，伴随政策松绑、扩容向全国开放、做市商的推进以及新三板企业资质的不断优化，未来新三板的交易量将会明显上升，而另一方面企业也可以新三板为跳板，上演并购增值潮，提升企业经营管理。

新三板是中国版纳斯达克

可以说，新三板近期的动向很是活跃。而这其实背后反应的是我们国家在经济发展上理念与战略的转变，即大力发展高新技术产业，包括文化创意产业。

然而，推动我国国家创新战略的实现，提高企业的创新能力，离开资本市场却很难实现。创新需要钱，更需要

共担风险的钱，需要资本即股权融资而不是银行贷款、企业债之类的债权融资。而股权融资的难点在于定价，因为公司股份价值理论上等于公司未来盈利的贴现值，但未来说不清，导致企业与投资方就入股价格很难谈拢。

目前普遍的解决办法是签对赌协议，但这样就将风险几乎全放在融资方，而非投融资双方共担，这就失去了股权融资的本质特征。正确的解决办法是让企业上市，所谓“上市”，不是IPO，而是公司的股份在一个交易所活跃的交易，成为股票，根据股票交易价格打一定折扣作为融资价格、新股发行价格，投融资双方就都能接受。

但随着交易的活跃，新三板挂牌就是“上市”。其定位是中国真正的创业板，中国的纳斯达克，纳斯达克在美国是为高科技企业服务，新三板亦然，其发展是服务于国家最高战略——创新，包括科技创新、文化创意以及商业模式创新。

作为中国第三个证券交易所，新三板是一个独立的个体，它的作用是无可取代的，在新三板上市的公司能够有效筹集资本，从而解决融资难的问题，实现创新的目的，而这都需要活跃的交易来实现。

500万投资门槛须降低

不可否认的是，新三板市场是一个高风险的市场，每年上市数量很多相应淘汰率也很高。因此如果其每年的淘汰率能达到3%甚至5%，就可以用退市制度来倒逼上市狂潮。而企业在投资新三板公司的时候，也要高度注意风险。这其中的关键就在于做市商制度。

之所以要引进做市商，不只是为解决新三板的流动性问题、交易、融资问题，而是由于创新公司业绩波动大，一般投资者难以直接根据公司披露信息进行估值，需要做市商这个专家来发现公司价值，引导投资者。

可以说，在主板的连续竞价制度下，投资者对上市公司是直接估值，而新三板的做市商制度下，投资者是在做市商的引导下，对上市公司间接估值。

目前，首批43家全国股转系统挂牌企业已经采取做市转让交易。近1个月时间过去，有观点认为，新三板的表现主要是明星股在吸引市场的人气，波动幅度、上涨及下跌都会比较剧烈，这种表现会是将会是新三板的一种常态。这种判断显然为时过早并且存在片面性。

现在进行做市商交易的企业只有四十多家，并且券商对于做市的准备工作尚不充分，包括市场对做市的认识也不是很到位，所以真正评价做市商业务的效果还得等到明年几百家企业参与做市之后才更加合适。

但能肯定的是，做市商对盘活新三板市场影响巨大，并且未来将开启券商业务增长新空间。新三板可为券商再造一个增量业务平台，通过买卖差价成为券商业务的主要收入。

而刺激新三板的活跃度，做市商制度虽然必不可少，但是光有做市商制度也远远不够，在我看来，目前对个人投资者设置的500万以上的门槛还是太高，应该降低。一步到位还是循序渐进，这其实都不重要，但是这个门槛必须降低。因为只有降低，参与者增加，新三板的交易才能保持持久活跃的状态。

分层方案和转板制度并不重要

有人说，新三板挂牌企业达到800家至1000家时，新三板将制定包括场内分层方案在内的创新举措，推进差异化服务，留住优质企业。

但其实分层制度并不重要，留住优质企业，只要新三板的交易保持足够的活跃就可以。交易活跃之后，有定价功能，融资自然而然就跟上了，所以做市商制度最根本的目的就是准确定价，同时解决交易活跃度的问题。

而对于转板，我认为不宜过于寄太多期望，新三板的发展方向应是自身交易制度的改革，估计一年内可以转板的企业不会超过40家。

监管部门近期对新三板采取了前端放松管制，加强事中事后监管的方式。未来监管部门还将明确新三板市场违法违规行为的罚则，尤其是对欺诈挂牌的情况作出明确规定监管趋严，这样的做法显然是正确和必要的，能够推动新三板真正走向市场化。

我相信，随着做市商制度的深入，新三板的活力随之增强，5年后新三板市值超过深交所，8年超过上交所，10年后占资本市场一半市值以上。

新三板终将成为中国的纳斯达克。8月25日，一个新的起点！

（作者系太平洋证券副总裁、中国社科院博士）

私募债“变形记”

■陈思云 / 文



自2012年6月首只私募债“12苏镀膜”发行，被誉为中国版“垃圾债”的中小企业私募债在市场的热切期待中慢慢被质疑、最终沦为尴尬的“鸡肋”走过了整整两年时间，证监会已经表态要防范中小企业私募债潜在风险。

然而，随着第一波偿付高峰的到来，私募债已经出现了首单实质性违约的案例，同时这也是债券市场首单未偿付本金的案例，私募债市场原本存在的“发行难”问题正在变得愈发严重，这也让私募债“平台化”及“通道化”的趋势更加明显。

私募债设立初衷与变化

2012年5月22日，为拓宽中小微企业融资渠道，更好地服务实体经济，在上交所和深交所正式推出中小企业私募债。

私募债是一种通俗的说法，它不是债券的一种种类，而是包括债券在内的证券的一种发行方式，即相对公募发行的私募发行。定向工具即银行间债券市场的私募发行方式。由于定向工具是指向特定数量的投资人发行，并限定在特定投资人范围内流通转让。

66

私募债作为美国“垃圾债”的中国版华丽转身，从一度被寄予厚望到如今沦为“平台化”、“通道化”，最根本的原因是市场化程度尚不够高。

99

私募发行方式有其优点：首先，发行便利。在美国是豁免注册发行，在中国，对要求提供的注册文件简化，实行要件注册。其次，与公开募集方式相比，私募发行在具体条款设计上更加灵活，可以更好地满足投资者对于期限、选择权、付息方式等各方面的个性化需求。这些都可以由投资人和发行人商谈。再次，对信息披露的具体要求也可以量身定做。主要体现在双方签订的《定向发行协议》中，由于投资人为机构投资者，知道自己需要哪一些信息。缺点是由于其投资人有限，在二级市场流通就遇到了限制。

设立私募债市场的初衷是破解中小企业的融资难题，但在过去两年这个市场经历了一个由争相购买到市场冷淡的变化，现阶段私募债尤其是民企私募债发行普遍遇到困难，“鸡肋化”的倾向越来越明显。

更重要的是，尽管私募债的前缀是“中小企业”，其单只发行规模和发行主体体量却越来越大，大量地方融资平台的进入更是引发了不小的争议，“平台化”趋势明显。此外，私募债成为商业银行绕道“8号文”的通

道，“通道化”更甚。在此背景下，人们不由得感慨中小企业私募债的“沦落”。

“沦落”的三大主因

从一度被寄予厚望到如今的“平台化”、“通道化”，这其中主要有三方面的原因造成。

首先，虽然对中小企业而言，私募债这一金融工具本身具有对发行人没有净资产和盈利能力的门槛要求、备案制发行审批周期较快、融资成本与信托资金和民间借贷相比较低、不要求提供担保或抵押等优势，但由于私募债本身风险较高、流动性又比较差，再加上发行利率与信托和民间借贷相比并不占优势，都导致对投资者的吸引力有限，私募债的销售难度较大，承销商被迫以自有资金包销的情况时有发生。

而且，投资者普遍认可有信用增级的私募债，一些缺乏担保的中小企业私募债，即使能够在交易所顺利备案也难以顺利发行。今年以来，私募债接连暴露违约风险，更加剧了投资者对这一品种的担忧，私募债销售更加困难。

与此同时，私募债的发行金额一般比较小，券商要投入的时间和精力与一般的债券相比却并不会少很多，获得的承销费用则相差甚远，利润空间较小。种种因素叠加，私募债业务对于券商来说变得越来越“鸡肋”，这也是造成今年以来中小企业私募债发行量逐月下降的原因之一。

其次，中小企业私募债的融资成本实际并不低。

从目前的合规程序和基本条件来看，扣除最终发行的票面利息，其他从券商利润到法律审核与财务审计等一系列支出都要由企业负担，例如一个中小企业，申请5000万的私募债融资，将票面利息设定在年化10%左右，承揽该私募债备案与发行业务的券商通常要保持2%左右的利润，而为了加快私募债的销售速度，通常还会预留1%~2%的协作机构分销费用。

如此，基本成本已经在14%左右。法律审核和财务审计又增加了50万左右的成本，如果加上聘请评级机构对债券进行评级的费用，再加上为了增信办理的担保、抵押等等手续的费用，整个融资成本将会达到16%甚至更高。成本的增加无疑会增加中小企业融资的压力，导致众多企业放弃通过中小企业私募债进行融资。

最后，在中小企业信用违约风险频现的背景下，券商与以往相比更加偏向于选择国有企业或具有国资背景的企业作为中小企业私募债发行主体，甚至有券商已经基本不碰民企发行的私募债，比如陷入“12金泰债”违约漩涡的浙商证券就被曝“出全面叫停民企私募债”的消息。而随着越来越多有国资背景、城投性质的企业介入，私募债距离当初服务中小企业尤其是民营企业的初衷也渐行渐远。

数据显示，今年上半年券商集合理财共持有11只私募债，其中有7只私募债的发行人均为地方国企，占比超六成；而去年全年，券商集合理财共持有84只私募债，其中地方国企发行的仅有28只，占比仅三成。这也就意味着，纯民企发行私募债已经越来越没有市场。

中国版“垃圾债”路在何方

事实上，作为师法美国“垃圾债”，中小企业私募债一开闸就带着试点性质，但是，将两者进行比较，还是存在较多的差异。

国内发行的私募债，过多强调发债主体的属性而非评级。而美国的垃圾债不重主体，只重评级，比如，穆迪和标普公司分别将评级低于Baa和BBB的债券定义为“高收益债券”，即垃圾债。

同时，美国高收益债的投资主体较为多元，包括保险公司、养老金账户、对冲基金等，而国内私募债的投资主体为证券机构、券商资产管理产品、基金专户、信托产品等，渠道也相对较狭窄。

另外，美国发达的信用衍生品市场也为私募债提供了支持，在信用体系较为完善的情况下，美国高收益债的违约基本与经济周期一致，目前美国高收益债市场已经有系统的违约概率时序数据，违约概率的均值在6%~8%。国内信用环境的建设仍然任重道远，信用衍生产品的发展依然十分落后。

因此，如果结合美国经验来看，目前私募债存在的“平台化”“通道化”问题，最根本的因素，是私募债市场化程度不够。这不仅仅是私募债本身，也是我国整体债券市场、资本市场的问题。带有浓烈政策色彩的产物，最终只能在市场择优选择中淘汰牺牲品，而这些所谓的牺牲品，曾经正是私募债设立的初衷。因此，政策应更多关注的是法律法规和资本市场建设，再把私募债目前遇到的实际困难，交由市场自行解决。

新机制 大融合

■《资智通鉴》编委会/文

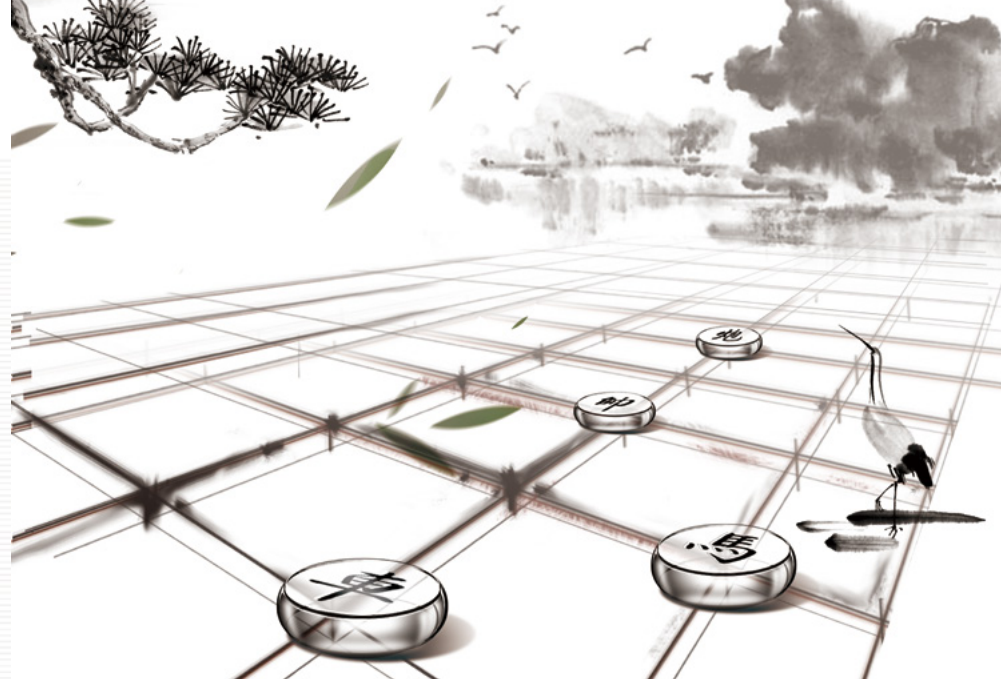
P21 谋定“沪港通” 融合大棋局 / P25 “沪港通”：人民币“走出去”新机遇 / P29 “沪港通”下的财富配置新思路

局中局外两沉吟，局外人的等待总是善忘而敏感。

从2007年“港股直通车”的紧急推迟，到七年后“沪港通”的一锤定音，时间似乎是静止且毫无征兆的再度牵动资本市场的神经。7年的谋局不乏市场化机制的倒逼，而这一堪称历史性的改革举措更加考验高层对资本市场改革的决心和应变能力。随着“沪港通”的全网测试，“深港通”的话题亦持续升温。若“沪港通”试点顺利，“深港通”的推出必不遥远，未来版图或许呈现出深度融合的“沪深港区域资本一体化”。



谋定沪港通 融合大棋局



2014年4月10日，中国证监会与香港证券及期货事务监管委员会发布公告称，沪港股票市场交易互联互通机制试点（以下简称“沪港通”）正式获批，未来6个月内将正式推出“沪港通”业务。《沪港股票市场交易互联互通机制试点实施细则》也随之在4月末迅速出台。

从2007年“港股直通车”被喊停到2014年“沪港通”打开大门，这一切在预期之外却又顺理成章。

7年谋划 立足长远

时针拨转至4月份的博鳌亚洲论坛。

李克强总理在开幕式上出人意料地宣布，将积极创造条件，建立上海与香港股票市场交易机制，进一步促进内地与香港资本市场双向开放和健康发展。

港交所行政总裁李小加近期进一步表示，“沪港通”将在10月份正式开启。

由此，“沪港通”终于落地。

“沪港通”互联互通机制包括

“沪股通”和“港股通”两部分。其中，“沪股通”是指香港投资者委托香港经纪商，经由联交所设立的证券交易服务公司，向上交所进行申报，买卖规定范围内的上交所上市的股票。“港股通”是指内地投资者委托内地证券公司，经由上交所设立的证券交易服务公司，向联交所进行申报，买卖规定范围内的联交所上市的股票。

然而，这一类似举措曾距离我们如此之近。

2007年初，天津滨海新区在与中银国际进行的业务交流中，首次提出“港股直通车”的业务设想。

“2007年8月，国家外汇管理局发布《开展境内个人直接投资境外证券市场试点方案》，标志我国开始推出‘港股直通车’计划。根据该方案，允许内地投资者通过在试点银行开立境外证券投资外汇账户，并委托以上银行在香港的证券公司开立代理证券账户。投资的外汇则来源于内地投资者的自有外汇，或用人民币购汇所得。”申浩律师事务所证券部负责人郭迎利表示。

而根据《开展境内个人直接投资境外证券市场试点方案》第二条规定，投资者以自有外汇或购汇进行投资，该境外证券投资项下购汇不受年度总额限制。

“坦白讲，这条规定意味着资本账户一定程度的开放，虽然有助于缓解当时的高额外汇占款和人民币升值波动，但也会带来跨境热钱的冲击，这是管理层不能接受的。”华融证券研究所资深人士表示。

受限于当时资本市场的承受力，业界对“港股直通车”开通后对资本市场的影响争议较大。同年11月，中央高层表态将无限期推迟“港股直通车”。

“从公布到叫停的时间间隔仅有3个月。”上述华融证券研究所资深人士表示，“港股直通车”的叫停，反映出管理层在当时资本环境下，对境内资本账户放开后的资本安全忧虑。

当时的投融资体制和产业管制体系是“港股直通车”见光死的主因。然而，管理层对内地资本市场与香港资本市场的互联机制探讨密谋从未停歇。

66

香港代表的国际市场的管子可能是方形的，而内地市场的管道则是圆形的，两边阀门结构及水压也是不同的。‘沪港通’恰如一个连接转换器，它既要保障水流畅顺，还要保证系统能够充分承压。

99

“2009年，摩根大通中国区主席李小加出任港交所行政总裁，李小加的加盟让港交所更加突出引入崭新市场活力的理念。自此，港交所的工作越来越向与内地‘互联互通’转移。”某中资大型券商研究所负责人表示，中国改革史的经验让管理层更懂得涉及制度创新的新工具和新政策不能仓促决策，长期的制度安排需要循序渐进的探索与尝试。例如，2013年初中央在年度经济工作会议上提到其年内主要工作包括做好合格境内个人投资者试点相关工作以及当年4月份批准的境内港、澳、台居民可开立A股账户等政策都是在不断释放东风。

通过这些有益的尝试，高层对沪港两地交易所的合作机制有了更为清醒和深入的认识。所以香港的中资证券业协会等机构在2012年开始提出“QDII2”概念以及2013年央行提出要积极做好“QDII2”试点准备的工作并未匆忙实施。

“这些前奏都是在为‘沪港通’铺路，沪港两地的互联互通在等待更为合适的时机。”德邦证券高层人士认为，“沪港通”推出的关键点是人民币的国际化需求和资本项目逐步放开的大趋势。当上海自贸区建设进入平稳发展阶段后，如何走出资本项目开放的实质性步伐实为关键，在这一

背景下，“沪港通”的推出已经具有实质操作的现实条件。

“‘沪港通’的推出是之前港股直通车和QDII2的综合版，在一定程度上完成了沪港两地市场的互联互通，也是我国资本市场开放的新举措。”上述华融证券研究所资深人士表示。

正如李小加所说，如果用水管来比喻的话，香港代表的国际市场的管子可能是方形的，而内地市场的管道则是圆形的，两边阀门结构及水压也是不同的。“沪港通”恰如一个连接转换器，它既要保障水流畅顺，还要保证系统能够充分承压。

由此可见“沪港通”的互联互通，是香港监管部门和内地各部委高层长时间努力达成的共识和成果。

为了令“沪港通”的运作更加畅顺，港交所及上交所开始进行全市场演习。参与演习的香港证券学会会长李细燕近日表示，模拟买卖运作基本畅顺，仅仅出现个别问题，例如买入价高于市价一成时，便出现无法买入的情况等。

“作为一项长期性的制度安排，7年的谋划是避免决策偏差，力求确保其平稳安全的运行。”上交所相关人士表示，未来还会有很多改进措施。

9月4日，“沪港通”《四方协议》在上交所签署。该协议由上交所总经理黄红元、港交所行政总裁李小加和中国结算总经理戴文华共同签订。

上交所理事长桂敏杰在签约仪式上表示，各方经过长期研究和反复磋商，《四方协议》终于落笔，这为

“沪港”通业务合作构建了完整的协议框架，明确了四方就“沪港通”股票交易、结算、存管、市场监察的各项权利及义务，标志着具体承担“沪港通”市场组织业务的两所两司已经就各方面的机制安排达成完全一致。

“四方协议正式将多项制度问题落实，堪称今年4月以来沪港通工程的最大进展。”中国结算董事长周明表示，协议的签署，表明“沪港通”项目已全面驶入快车道，为项目最后顺利实施奠定了坚实的基础。

对于“沪港通”的出台，相关领

域的高层近期也纷纷表态予以支持。

央行行长周小川表示，“沪港通”机制顺应了资本市场国际化的发展趋势，既有利于巩固香港国际金融中心的地位，又有利于健全内地资本市场的机制。

证监会主席肖钢也阐述了“沪港通”带来的好处：一是由于内地市场估值低，此项政策安排可为上海市场带来资金。其二，“沪港通”可以为香港市场注入新的资金来源渠道，进一步巩固香港人民币离岸市场的地位。最后，这一制度性安排可以进一步增强两地市场的活力和在国际市场上的竞争力。

“深港通”最快2015年初放行

就在“沪港通”进入市场演习的关键时期，有关“深港通”将要启动的传言迅速蔓延。

深圳前海金融创新政策推介会上，深圳市金融办副主任肖志家表示，联通深交所和香港联交所的“深港通”方案正在研究。

一语激起千层浪，市场立刻充斥“深港通”已经获批的海量信息。

官方及时给出解释，目前“深港通”还处于研究阶段，尚未报批，具体推出的时间表无法透露。

“虽然‘深港通’目前仍然处于研究阶段。不过，从政策层面、技术

层面和区域优势来说，‘深港通’的开通是可行的。”上述华融证券研究所资深人士表示，绝大部分投资者或者机构都认可这样一个事实，“深港通”肯定会来，需要的也只是时间，何时接力“沪港通”，主要取决于监管层对风险等方面的考虑。

对于为何未把深交所纳入与港股交易互联互通机制试点的范围，证监会人士表示：其一是为了更平稳推进我国资本市场对外开放；其二是考虑金融风险的集中；其三是基于交易所自身的需求。

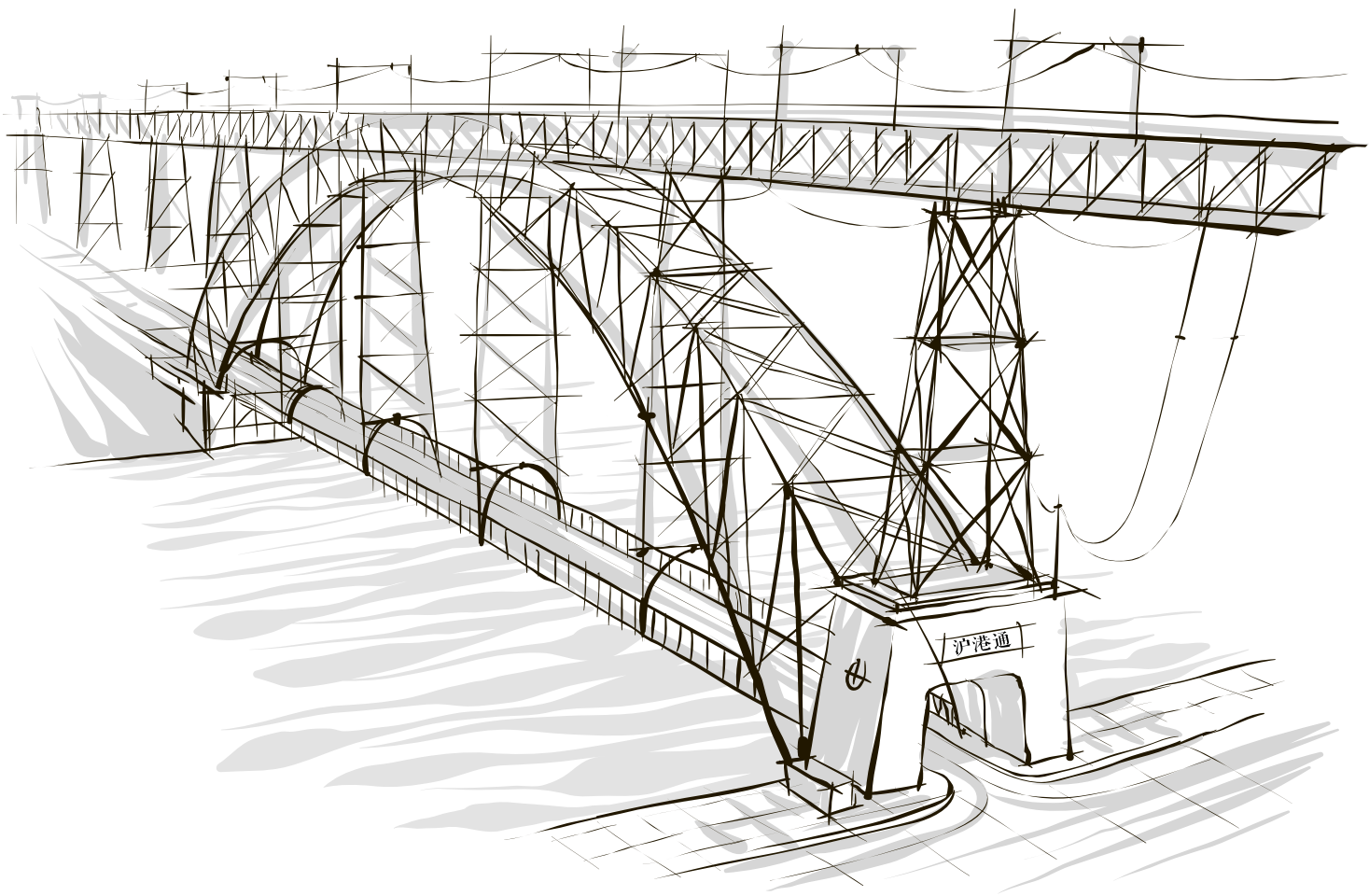
德邦证券高层人士认为，“沪港通”之所以可以放行，一个因素不容忽视，那就是上交所与港交所的估值水平差异小。他同时指出，继“沪港通”后，“深港通”的后续跟进，更有利于沪深交易所和港交所的深度合作。例如两地市场在流动性和估值体系方面的融合和互补。

对于推出“深港通”的预期，业内人士指出，前海可以作为连接深港一体化的战略平台，“深港通”不排除先在前海进行特事特办，先试先行。

肖志家也指出，前海作为一个特殊的金融功能示范区，在“深港通”的推进过程中，可发挥金融引导功能。以此为契机，把前海打造成“深港通”的重要桥梁和先头兵尤为重要。

记者独家从监管层人士的采访中获悉，在“沪港通”积累运行经验的基础上，适时推出“深港通”势在必行，按照管理层内部的初步规划，最快将在2015年初推出“深港通”。

“届时‘沪深港互联互通’顶层设计将真正实现。对投资者来说，‘沪深港’股市互联互通大时代为期不远。”上述监管层人士表示。



新机制 大融合

“沪港通”的开通已经不仅是一种金融工具或者产品的出台，其在一定程度上属于金融制度层面的突破和创新。

最大的特点是，其在个人资本账户下首次进行局部性开放，这无疑是人民币资本项目可兑换的试金石。

基于现有条件，“沪港通”将实行“本地原则为主，主场规则优先”的业务规则，即不改变现行法律法规和监管体系、不改变证券市场的组织架构、基本上不改变投资者的交易习惯、原则上不增加投资者的交易成本。

全国政协委员张连起表示，“沪港通”以及可能到来的“深港通”都

是稳步推进资本市场双向开放的重要尝试。其推出更主要的影响，是改变市场机制，引入新的市场活力与理念，形成一个长期的制度安排，逐步实现中国资本市场的双向开放。

双向开放的“交易所互联互通”机制即意味着区域资本的大融合。

记者采访的多位业内专家均认为，“沪港通”之所以采用交易所合作模式，具有特殊的含义和目的。

“交易所合作模式更易于机制融合。”华创证券宏观策略部总经理牛播坤表示，除“沪港通”外，目前合法形式的跨境证券投资资本通道主要包括QFII、QDII、RQFII制度等。但在具体制度安排上，QDII、QFII及RQFII采用了产品模式，境内外投资者通过特定产品实现跨境投资。从机

制设定来看，“沪港通”作为新的资本市场开放机制，在投资者主体方面更加宽松、资金流动方面更加简单、交易成本方面更低廉。

兴业证券策略分析师张忆东也认为，“沪港通”的优势在于留存资金可原路返回，无锁定期，提高了资金的灵活性，降低了投资者的资金占用成本和汇兑风险。

然而，由于沪港两地在基础制度、资本市场结构、股票市场结构、投资者结构、交易行为等方面的差异，“沪港通”资本融合的路径还不足够清晰。

深圳东方港湾投资管理有限责任公司董事长但斌认为，“沪港通”难点在于香港市场没有涨跌停板，而国内有10%的涨跌幅限制。证券市场的中国特色越早取消越好。例如，涨停板敢死队是内地市场的独有特色，这一特点导致资本市场投机取巧愈演愈烈。

“涨跌停板不能抑制投机，只有完善退市机制、严惩内幕交易、严格法律体系才有可能有效抑制这一行为。”但斌表示。

“试点初期，‘沪港通’在市场联接、额度、投资标的等方面均设有限制，但这些限制会逐步取消，随着“深港通”的接力跟进，内地市场和香港市场融合之路将逐步深化。”郭迎利表示，随着A股估值体系的国际化和市场化趋势进一步加速，未来的内地市场和香港市场将呈现高度融合和共荣共生的区域资本一体化。

可以预见，“沪港通”和“深港通”放开后，国内市场与国际市场将深度融合，这将进一步我国提升对外开放的层次和水平。

图

“沪港通”：
人民币“走出去”新机遇

对于人民币国际化，中国国际经济交流中心信息部部长徐洪才寓意深刻的表示，在我国金融体系逐步开放的过程中，既不能过快地开放资本账户导致整个金融的不稳定，受到外部冲击，也不能在老龄化来临和改革红利消失前，依然没有完成人民币的国际化。

从“港股直通车”到“沪港通”，是我国在开展离岸人民币业务10年之后再次迈出的新步伐。“沪港通”在一定程度上实现了港币与人民币的资金可兑换和互通。

一位资深业内人士向笔者表示，上海自贸区建设其实也带着人民币国际化的目标，为什么“沪港通”的出台影响力甚至超过自贸区，这实质上是人民币国际化战略的更深体现。

数据显示，目前内地深交所的日均换手率为290%，上交所的日均换手率为140%，而港交所的换手率仅为50%。究其原因，内地股市由散户主导，香港股市由机构主导，结构性差异导致换手率和投资风格的截然不同。

“已启动11年的QFII受限于其

审批程序的复杂，其规模在2014年4月仅为540亿美元。”一位港交所不愿具名人士表示，这意味著离岸人民币市场缺乏足够的需求与交易，而离岸人民币市场作为人民币国际化的关键所在，其活跃程度决定了人民币能否真正走出去。

离岸人民币的困局

目前香港离岸人民币市场的规模已突破1万亿元。

“但是由于香港人民币产品与投资渠道的缺乏，其中超过80%以存款凭证或活期存款的形式留存在银行而非活跃在交易市场上，导致大量的人民币存款最后又通过跨境贷款与贸易融资回流内地。”海通国际研究人员表示。

据悉，香港跨境贸易结算的人民币汇款总额已于2013年达到4700亿元。

为了配合离岸人民币业务的发展，香港金管局近期开始出招“亮剑”。

金管局总裁陈德霖近期指出，为

配合沪港通开通，合理进行两地流动性管理，金管局将会向银行提供100亿元额度的“日间流动资金回购安排”，以及委任5至6家活跃于离岸人民币市场的银行，为离岸人民币流动性提供报价。

其中，“日间流动资金回购安排”可以用合格的抵押品，向金管局拆入人民币资金，额度100亿元，有助银行管理流动性。

“目前运行细节仍在商讨，初步计划向使用机制的银行收息，以防被滥用。”陈德霖预计，有关委任5至6家银行之名单将于近期公布，金管局会与这些银行进行双边回购协议，银行将负责报价，提供流动性予海外银行及客户。

“‘沪股通’的设立，实际上等同于为境外人民币资金增开了一条流向内地A股市场的回流渠道。从使用币种和投资方向上看，它较为类似于已有的RQFII制度，但其所面向的投资者更广，投资自主性也更强，有助于进一步丰富人民币投资品种、发挥人民币作为投资货币的吸引力。”海通国际研究人员表示。



“沪港通”和“自贸区”双重推进

“谈及人民币国际化战略，我们不得不说说自贸区建设。”上述港交所不愿具名人士表示。

从去年9月27日国务院出台《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》算起，上海自贸区挂牌成立即将一周年。

“随着人行上海总部于今年2月份发布《关于支持中国（上海）自由贸易试验区扩大人民币跨境使用的通知》，有关跨境人民币结算、人民币境外借款、跨境双向人民币资金池、跨境人民币集中收付等开始进行实质性创新工作，这有助于在自贸区内增加跨境人民币使用，加速人民币国际化进程。”申银万国认为，自贸区成立以来，央行、财政部、交通运输部、文化部、工信部、海关总署、税务总局、工商总局、质检总局、银监会、证监会、保监会等12个国家部委已相继出台了试验区建设的相关文件，唯独外汇管理的相关意见尚为空缺，可见资本账户开放的风险考虑中谨慎性仍占据主导。

“相比于传统单项政策试点方式，自贸区的最大优势在于政策试点是在一揽子政策综合推进的环境下进行的，可以更好地模拟各项新政，同时推进时可能产生的连锁反应，既便于发现问题和解决问题，又能充分利用各项政策之间的协同性，使政策试点取得更好的效果，经验更具有可推广性。”上述港交所不愿具名人士认为，在这个意义上，自贸区将有望成为未来人民币资本项目开放各项政策的主要试验场。



上海自贸区财金局副局长曹艳文表示，从中央对上海自贸区的目标设定来看，自贸区不是做单纯的离岸金融。自贸区的金融开放创新，主要围绕着人民币国际化的目标，在不同的维度进行探索与尝试。

“例如，扩大人民币跨境使用，可扩大人民币的国际流通规模；推进利率市场化，可探索人民币市场化的定价；外汇管理的改革可增强人民币

与外币的可兑换性。”曹艳文表示。

然而，根据现有规定，自贸区内金融机构和企业可从境外借用人民币资金，借用的人民币资金不得用于投资有价证券、衍生产品，不得用于委托贷款。

“这表明‘自贸区金融30条’在跨境人民币证券投资方面并没有实质性突破。”申浩律师事务所证券部负责人郭迎利表示，央行的谨慎态度也

可以理解，放开跨境人民币证券投资需要成熟的国内金融市场配套支持，囿于国内利率市场化不完全、多层次资本市场建设滞后等现状，目前并不适宜在跨境人民币证券投资方面进行实质性突破。

从这个角度讲，解决人民币资本项下可兑换问题，单独依靠自贸区试点是远远不够的，在这一背景下，“沪港通”开始孕育并被高层人士认可。

“沪港通”在个人资本账户下首次进行局部性开放，进一步突破了自贸区建设过程中的人民币开放政策，这一影响力不容小觑。

“无论是自贸区建设还是“沪港通”的获批，都是在为人民币国际化铺路。”国金证券相关人士表示，上海市政府近日发布的《进一步促进资本市场健康发展的实施意见》（下称《意见》），更将重点放在人民币国

际化上，也是进一步贯彻上海的资本市场发展如何与人民币国际化紧密结合。

《意见》提出，把握上海自贸试验区建设重大战略机遇，不断提升上海资本市场开放水平。同时，积极推进上交所开展“沪港通”等试点，提升上海资本市场的国际影响力。积极推进“沪港通”等跨境登记结算业务技术系统建设，为跨境金融产品开发提供良好服务。

对此，东方证券首席经济学家邵宇表示，在“自贸区”、“沪港通”的背景下，资本市场正迎来海外投资高潮，这将有力地推动人民币国际化进程。在这一关键节点上，《意见》的出台一方面是为未来资本账户的全面开放打下坚实的基础，另一方面也为奠定上海作为全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心的地位做准备，有利于上海加快国际金融中心建设。

上海市金融办主任郑杨在接受笔者采访时也认为，“沪港通”的启动是沪港金融紧密合作又一标志性的成果，《意见》发布对股市是一个利好，对资本市场的发展是利好。

66

‘沪港通’的启动是沪港金融紧密合作又一标志性的成果，《意见》发布对股市是一个利好，对资本市场的发展是利好。

99

“沪港通”强力催化人民币国际化

人民币“体外循环”的弱势将随着“沪港通”的推出大为改观。

具体而言，“沪港通”将通过刺激离岸人民币需求、交易以及促进香港人民币产品的发展等三个方面促进香港离岸人民币市场的发展，这将进一步推动人民币国际化进入新的发展篇章。

“每日130亿元的港股通净额度意味着几百亿甚至上千亿元的本地交割，这已足以激活目前1万亿美元的香港人民币资金池。”郭迎利表示。“沪港通”的结算将使用对方市场货币，即北上资金将使用人民币结算，而南下资金将使用港币结算。不涉及外汇兑换的机制设计使得投资者可以绕开目前的外汇管制与资本管制，从而减小了制度成本。同时这也表示港交所属下的交易中心将需要每天在香港市场用港币兑换人民币，然后与中国结算中心用人民币结账。人民币的频繁境外换汇预计将大幅刺激香港离岸市场的人民币需求。

从长期来看，“沪港通”无疑是人民币国际化、资本项目逐步开放的里程碑式制度安排。华融证券研究所资深人士表示，未来随着“沪港通”及可能的“深港通”投资额度及投资标的的不断扩围，资本的双向流通将会大幅扩张。

郭迎利认为，人民币的国际化背后必然是中国经济融入全球化的过程，必然是制度安排更加市场化更加有效率的过程，同时也是中国企业不断吸收国际资本发展壮大为世界级企业的过程。

记者采访的多位专家一致认为，

“沪港通”的实现将是拓宽内地与香港资本市场之间通道的有力催化剂。

其中，法国巴黎银行首席经济学家陈兴动将“沪港通”试点获批称为特大号外的好消息。他表示，“沪港通”试点获批的直接原因是想打开一条路，推动人民币国际化，推动资本项下开放。

而纵观我国人民币国际化的两个步骤：第一步经常性项目已实现自由可兑换，第二步资本项目可兑换，包括机构投资者和自然人的本外币资金兑换尚未完全放开。

值得关注的是，针对机构投资者的香港人民币离岸中心业务不同，“沪港通”第一次规定了自然人可持有外币资产，这是对资本账户管制下自然人可兑换的首次突破。

谈到“沪港通”与此前QFII和QDII机制的不同，郭迎利认为，QDII允许境内投资者购买非真实的复合型外币资产，而“沪港通”针对的是真实资产。而且，目前MSCI新兴市场指数中国资产的权重为19%，但这大大低于中国证券市场交易量在全球交易量

中28%的比重。主要原因是资本管制使得A股权重不被计入新兴市场指数。随着沪港通的即将开启，MSCI可能会将A股纳入其新兴市场指数，而跟随MSCI新兴市场指数的指数基金的被动配置预计将为A股带来上千亿美元的增量资金。

中国社科院世界经济与政治研究所研究员陆婷指出，“沪港通”为资金在香港和内地双向流动搭建了新的桥梁，既增加了境外人民币的投资渠道，又提高了香港离岸人民币的流动性，对扩大人民币使用以及离岸市场建设都有助益。

此外，“沪港通”对人民币国际化更深远的意义还在于它将促进内地资本市场的完善，为人民币作为国际货币的长期竞争力提供支持。

“人民币国际化是循序渐进的，沪港通提供了另外一种投资渠道，相对于过去集中在个人和贸易现在是资本项下的进出，它是人民币国际化迈出的重要一步。”恒生中国副董事长兼行长林伟中在接受笔者采访时表示。



“沪港通”下的财富配置新思路

“沪港通”已正式全面驶入快车道，各项试点工作正紧锣密鼓地进行。

继4月10日，中国证监会、香港证监会决定原则批准上海证交所、香港联交所等开展沪港股票市场交易互联互通机制（即“沪港通”）试点后，相关方又于6月13日发布《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》，8月5日发布《关于开展港股通技术系统测试的通知》，9月4日发布《四方协议》。

“沪港通”的获批是我国资本市场制度建设与对外开放的重要内容，有利于增强我国资本市场的综合竞争力。同时，也有利于增加市场上的投资品种，提高市场的流动性，有利于改善A股资本市场的投资者结构，增进市场的定价效率。

随着“沪港通”政策的落地，两地的投资者财富配置思路将会发生改变。

估值体系国际化带来的资产配置重构

由于香港市场的制度建设与交易机制相对A股市场更加成熟完善，“沪

港通”的背后将是国内A股资本市场股票发行与交易监管和品种创新的加速。

“首先在市场制度建设上，从核准制到注册制的发行制度改革可能会有实质性的进展，上市公司的信息披露监管也会更加趋严，而近期政策层面对于退市制度的强调或也意味着新股退市机制的进一步完善。”平安证券研究人员表示，在交易制度层面，T+0的交易机制研究会加速，分红机制会更加受到重视，而诸如红利税、印花税等税收政策也会相应的改革调整。

值得注意的是，诸如个股期权等交易品种的创新在中短期更值得期待。

申浩律师事务所证券部负责人郭迎利认为，“沪港通”对A股市场影响深远，制度接轨会带来国内股权资产会有显著的重估。将使得A股估值体系的国际化和市场化趋势更明显。

例如，沪港两地证券市场投资者对于成长股和价值股的投资态度分化明显，机构投资者集中的H股更加注重价值投资理念，偏好价值型的股

票。同时，由于港股市场多为机构投资者，因此出于流动性的考虑，其对小盘股的偏好明显弱于A股市场的投资者。

“估值体系国际化表现最为显著的在于行业板块的估值接轨。市场的开放有助于减小沪港两地在投资理念与偏好方面的差异，行业和公司的估值可能会更多的向全球投资者的参照体系靠拢。”平安证券策略团队认为，在资产配置上，目前A股与海外市场估值接轨的板块主要是能源与工业制造业等相对成熟的行业，考虑到金融市场化的推进以及部分新兴制造业进入成熟期，金融与部分科技制造业的估值也将会有明显的国际化接轨趋势。

“这个过程中，国内一些享受高风险偏好和制度溢价的高估值个股可能会有一定的估值调整压力，而因为制度折价部分低估值板块有修复的可能。”上述平安证券策略团队认为。

也就是说，“沪港通”的直接投资机会来自于交易制度的套利。简单的投资逻辑是买入相对于港股折价的A股个股，或者是相对于A股折价的港股。

而从定价的角度来看，“沪港通”的启动可以让同时在两地上市股票的定价趋同，从而使得那些在A股市场被低估的蓝筹股价格得到向上。

以A股市场的大盘蓝筹基金为例。长期以来，沪市的蓝筹股价值股处于被低估状态，“沪港通”的开通有助于引入青睐蓝筹股的国际资金，从而抹平两地估值差异。

“目前A+H股中，A股价格大于H股价格的主要是中小盘股票，如浙江世宝、山东墨龙等；A股价格小于H股的主要是保险，金融等大盘蓝筹股票，如万科A、中国太保等，整体折溢价空间为15%左右。这种A/H股折溢价回归以及大盘蓝筹股的估值修复将会给大盘蓝筹型基金带来机会。”华泰证券研究员杨光表示。

谈到“沪港通”带来的中长期投资机会，华泰证券人士认为，“沪港通”的中长期投资机会在于发掘沪港两地相对稀缺的资源价值。

“港股板块中那些高成长且市值较小的高弹性板块，尤其是A股较为稀缺的行业个股，也会受到A股投资者的青睐。”郭迎利认为。

66

‘沪港通’开通后，港股将成为国内投资者资产配置的一个重要市场，在普通投资者对于香港市场还没有深刻认知的情况下，有必要通过QDII基金为投资者提供多样化的投资服务。

99

跨境ETF带来全新的投资机会

目前，国内投资者对海外的投资需求不断增长，而ETF产品又十分适合资产配置，国内许多投资机构和个人投资者都青睐于此。

郭迎利表示，由于“沪港通”的投资标的为上证180和上证380成份股，对相关指数型基金来说是利好的消息，借助跟踪系列指数的ETF可以分享“沪港通”带来的系统性机会。

早在2012年，在市场上掀起波澜的两只港股ETF曾给内地市场带来许多期待和希望。

“但是在申购赎回时间上，两只跨境ETF都是T日申购、T+1确认、T+2可以卖出或赎回，所以当二级市场价格高于基金净值时，港股ETF无法实现套利。另一方面，由于它们可以T日买入、T日赎回，所以可以实现单一方向套利。既当二级市场价格低于基金净值时，投资者便可以在T日从二级市场低价买入，当日在一级市场赎回，以赚取其中的差额。”华宝证券研究人员表示，目前的ETF指数成分股在境外，它们都采用现金申赎的模式，还做不到实物交换。“沪港通”开通的真正意义是可以实现股票的实物申赎，配合日内可回转的交易机制。

从资产增值保值的角度讲，高净值投资者在“沪港通”机制下具有配置ETF的意愿。

“这类客户往往具有一定的经济实力和一些投资经验以及风险忍受程度，他们对于财富管理的需求比普通客户更高，而且他们更希望得到个

性化和定制化的产品和服务。”

数据显示，截止到9月5日，近三个月，跟踪上证50指数的华夏上证50ETF上涨11%，跟踪上证180指数的华安上证180ETF收益则为13%。

上述业内人士表示，南方上证380ETF及其联接基金表现更为突出，上涨18%，近一年上涨20.30%，近两年上涨36.53%。是“沪港通”概念相关指数基金中表现抢眼的产品。

不可否认，对国内投资者来说，借道ETF逐步成为分享“沪港通”制度红利的另一投资渠道。

除此之外，由于“沪港通”试点初期，投资沪港通还具有门槛限制，参与“沪港通”个人投资者资金账户余额应不低于人民币50万元。对于普通投资者来说，借道QDII基金亦是一个曲线投资的好机会。

受访的QDII基金经理均表示，“沪港通”开通后，港股将成为国内投资者资产配置的一个重要市场，在普通投资者对于香港市场还没有深刻认知的情况下，有必要通过QDII基金为投资者提供多样化的投资服务。

富国基金张峰认为，“沪港通”是中国资本市场开放的一个里程碑性事件，它仅仅是个开始，后面还有“深港通”。张峰表示，随着资本市场的逐步开放，国内的钱走出去，国外的钱走进来，香港市场及海外上市的中概股越来越受到关注。在这一进程中，QDII基金的关注度也在上升。部分QDII基金在过去几年已经实现了不错的收益。“沪港通”将使QDII产品，尤其是香港市场及中概股相关的基金产品，面临不错的长期投资机遇。

“沪港通”：中国与世界联通

■黄焱、张容赫 / 文

一、背景介绍

2014年4月10日，中国证监会和香港证券及期货事务监管委员会发布联合公告启动“沪港通”试点。此后，“沪港通”被解读为国际资金流入中国市场的重要通道、蓝筹价值重新定位的主要催化剂，市场各大指数都出现了不同程度的上涨。根据媒体披露，“沪港通”将于2014年10月正式开通。

在目前这一时点，“沪港通”的影响似正被市场逐步消化。但从策略角度来看，“沪港通”不仅仅是短期市场的催化剂，更是中长期吸引资金投资中国、重估A股市场的主要政策红利，还将会影响甚至改变中国股市的投资结构。对此，本篇报告主要围绕分析“沪港通”规则，对比中国-香港市场特征，寻找A股市场投资标的来展开。

作为两地交易所合作模式的沪股通是在中国资本项目

未全面对外开放前最优的过渡性制度安排，对中国A股市场的利好刚刚开始。

“沪港通”为离岸人民币市场找到了可供投资、保值的合法途径。至2014年7月，仅香港地区的人民币存款就已达9367亿元，同比同期增长34.7%。台湾、新加坡市场人民币存款也各超过2500亿元。未来A股将会成为庞大的海外人民币的重要投资对象。

无论与国际市场、国内历史相比，A股市场正处于估值的底部区域。上证指数9.8倍的PE仅为发达市场平均估值的55%，3.26%的分红率较有优势。估值洼地与持续上升的分红情况提供了较高的安全边际。

未来，无论额度还是市场都有扩容可能：额度并无天花板，深港通可期，33家境外交易所已与上交所签署资本合作备忘录。同时，通过“沪港通”，A股纳入全球基准指标（如MSCI）进程将会进一步提速。



二．沪港交易所基本背景比较

上海证券交易所成立于1990年11月26日，目前为国际证监会组织、亚洲暨大洋洲交易所联合会、世界交易所联合会的成员。截止2013年年底，总计有上市公司953家，总市值为15.1万亿元。2013年股票筹资额为2516亿元，且股票成交额23万亿元。

香港交易所于2000年7月27日在联交所上市。截止2013年年底，总计1643家公司在港交所上市，港股总市值为24.04万亿元港币。其中，总计797家内地上市企业合计市值为13.69万亿元港币，占港股总市值的57%。2013年，港股IPO融资金额为1665亿元港币，相比2012年同比增加85%。

上交所与港交所发展战略对比

	上海交易所	香港交易所
发展愿景	打造中国的蓝筹股市场，建设世界一流交易所，成为全球主要资本市场	成为一家提供全方位产品及服务、且纵向全面整合的全球领先交易所
发展战略	以交易为基础的资本市场综合服务提供商：1) 大力发展蓝筹股市场 2) 促进产品链的横向整合，推动衍生品市场的发展 3) 继续发展债券市场 4) 推动国际化发展	建立一系列横向整合的业务，覆盖现货股票、股票衍生产品、定息产品及货币以及商品等资产类别，同时就每个资产类别建立垂直整合业务模式

“沪港通”标的的证券范围

沪港通	港股通
上证 180 指数的成分股	上证 180 指数的成分股
上证 380 指数的成分股	恒生综合中型股指数的成分股
A+H 股上市公司的沪市 A 股	A+H 股上市公司的 H 股
被上交所实施风险警示的股票（即 ST、*ST 股票）和以外币报价、买卖的股票（即 B 股） 不纳入沪股通股票	发行人同时有股票在上交所以外的内地证券交易所上市的股票、在联交所以人民币报价交易的股票不纳入港股通股票

三．沪港股票市场现状

上交所的股票市场主要为**主板市场**。

目前上交所正在构建多层次蓝筹股市场。主要包括：180指数、380指数和规划中的580指数。

1）180指数主要为经典蓝筹。所含公司特点为：市值规模大、业绩优、流动性好、发展稳定、分红能力强；行业多属于金融、传统工业、能源等国民经济支柱行业。

2）380指数主要为新兴蓝筹。所含公司特点为：市值规模中等、成长型好、盈利能力强、成交活跃；多属于战略性新兴产业和消费行业，且多为细分行业龙头。

3）580指数（正在规划中）主要为潜力蓝筹。所含公司特点为：市值规模较小、发展速度快、成长性较好、高市盈率，具备未来成长为新兴蓝筹和经典蓝筹的潜质。

此外，上交所正在战略新兴产业板，以完善市场结构，改善现阶段上交所股票低估值的现状。

港交所的股票市场从层次结构相比上交所较为复杂，包括了**主板和创业板两个板块**。

主板无论从市值规模、筹资能力、流动性、股息率都优于创业板，但创业板享受更好的市盈率。

1）主板规模远大于创业板。主板上市公司数为1451家，而创业板仅192家。主板上市证券数为8330只，而创业板仅192只。主板股票市场总市值为23.91万亿港元，占全市场的99.29%。

2）主板在筹资方面依然是主导地位。2013年，主板新上市公司87 家，而创业板仅23 家。主板总计筹资3698 亿港元，占比97.61%。

3）主板有较高的流动性。主板日均成交额为622 亿港元，占比99.48%，创业板日均成交额仅3.23 亿港元，占比0.5%。

4）主板市盈率远低于创业板公司。2013年，港交所创业板公司市盈率为49倍，远高于主板公司的11倍。

5）主板股息率高于创业板。2013年，港交所主板的股息率为2.99%，远高于创业板的0.52%。

我们认为，“沪港通”在资本账户未完全开放背景下属于过渡性制度安排，不会对QFII/RQFII造成影响。但同时，由于“沪港通”具有操作简单、成本低、门槛低的特点，比QFII/RQFII更具有操作上的优势。

2. “沪港通”重估A股市场

从制度设计来说，沪股通模式为两地交易所的合作模式，我们认为这是在中国资本项目未全面对外开放前最优的过渡性制度安排。这不仅没有违反中国的金融监管，也为离岸人民币找到了合法的投资途径；同时，在政府有效监控的情况下避开了两地交易结算不同的现行规则。我们认为“沪港通”对中国A股市场的利好刚刚开始。

首先，A股市场具有估值洼地。虽A股市场近两个月已出现了10%左右的上涨，但与发达市场相比上证指数不到10的PE仍然偏低，且分红率较有优势。无论与国际市场还是与国内历史相比，A股市场正处于估值的底部区域。

其次，“沪港通”无论是额度还是市场都有扩容的可能：

■ 额度无天花板。根据《若干规定》显示，两地可根据试点情况对投资额度进行调整，“沪港通”额度未来可以上调。目前3000亿的沪股通额度已经接近QFII；同时，近期资金申购安硕A50与南方A50也反映出对中国股市的看好

■ “深港通”可期。据媒体报道，深圳金融办负责人表示有关深港通已跟中国证监会有过讨论，如市场反应理想，有望年内启动。

■ 未来有更多的交易所与上交所展开资本合作。据证监会披露（2014年4月18日新闻发布会），上海证券交易所正在与台湾证券交易所商谈合作谅解备忘录事宜，希望通过备忘录的签署加强两所合作。目前，上交所已与33家境外交易所签署合作备忘录。

第三，“沪港通”为离岸人民币市场找到了可供投资、保值的合法途径。

至2014年7月，仅香港地区的人民币存款就已达到9367亿元，同比同期增长34.7%。台湾、新加坡市场人民币存款也都超过了2500亿元。未来A股将会成为庞大的海外人民币市场的投资对象。

截至2014年5月底，沪股通标的数总计568只，占沪市A股所有股票数的59.2%，而港股通标的数总计270，仅占港股所有股票数的16.1%。从市值占比，沪股通和港股通标的股票分别占各自所属市场总市值的90.5%和81.9%。从额度来看，沪股通3000亿元占内地市场市值比重为2.0%，而“港股通”2500亿元占香港市场市值比重为1.1%，即使出现任何问题，风险仍然可控。从流动性来看，2013年沪股通和港股通的股票标的日均成交额占比为83%和67.5%，2014年至今日均成交额占比为81.0%和62.5%。从估值水平来看，沪股通和港股通的市盈率分别为8.5和9.3倍，处于相对较低的水平。

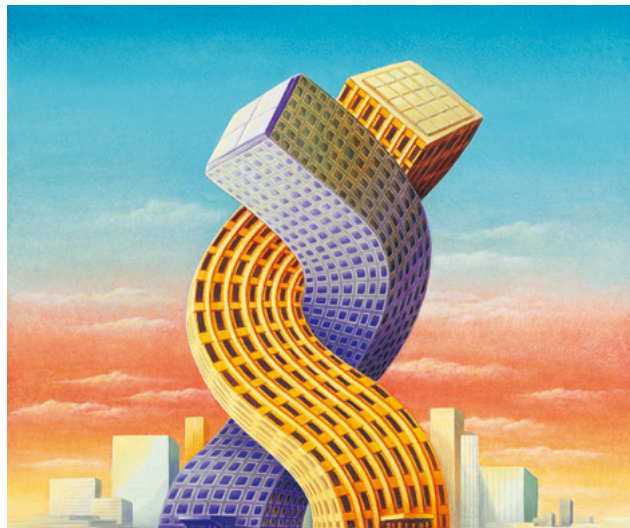
四．“沪港通”影响分析

1. “沪港通”比QFII/RQFII更具门槛低、受众广、成本低优势，将是国际资金进入中国的重要渠道

从制度设计来看，“沪港通”与QFII/RQFII都具有：

- 制定依据：根据《证券法》和其他相关法律、行政法规
- 持股比例：有持股比例限制
- 税费制度：经手续费、证管费、中国结算则会收取过户费、印花税

同时，“沪港通”与QFII/RQFII也有较多的不同之处，主要体现在以交易所为载体，双向投资，投资者以人民币投资，闭合路径，投资者可自行选择股票进行投资，无投资本金锁定期等方面。



（作者系国泰基金总经理助理、权益投资事业部负责人黄焱，国泰基金研究开发部策略研究员张容赫）

ETF 和分级基金爱上“沪港通”

■梁杏 / 文



沪港通的脚步渐行渐近，两池活水将相互打通，不过是有条件地打通。“沪港通”分为沪股通和港股通，沪股通让香港投资者可以买内地股票，港股通让内地投资者可以买香港股票。多年来只能留着口水观看或者只能通过灰色途径去投资的港股市场终于正式向内地投资者打开神秘的大门啦！

不过港股通虽好，但并非每一个A股投资者都能参与。目前根据香港证监会的要求，参与港股通的境内投资者仅限于机构投资者及证券账户及资金账户资产合计不低于人民币50万元的个人投资者。如果你既不是机构客户也不是股票账户里拥有50万元以上资产的壕，那么就放过港股通让别人来吧。其实那些机构客户和拥有50万元以上资产的壕，要和A股交易的证券

公司签订港股通证券交易委托协议，还要签署风险揭示书，还要通过港股通股票交易和外汇风险管理的基础知识的测试等过程。壕们要被这样繁琐的流程折磨一遍才能涉足港股通，涉足了港股通之后也只能投资这么一点股票，合计264只，不像A股有几千个标的可以投资，会不会让你觉得开心一点？

还有更开心的，虽然我们不能像壕们举着资金的大旗杀向香港，但是香港那边也有一大波壕等着杀过来呢。

我们这群因为嫌港股通麻烦而放

弃参与港股通的人（50万门槛才是真正原因我会告诉你嘛）刚好可以趁着香港人民试水沪股通的机会参与一波行情。

市场普遍认为沪港两市打通之后，沪市估值就会向港股靠拢，A股在金融、公用事业、运输、能源、工业等传统行业估值相对较低，而在电信服务、材料、医疗保健、信息技术等行业相对估值较高。那么金融等传统行业，也就是蓝筹股的估值则很有可能得到较大的提升，至少向港股看齐，把下方表格里折价的坑填平是没什么问题的。

表 1：“沪港通”投资范围

项目	沪股通	港股通
试点范围	上证 180 指数成分股	恒生综合大型股指数成分股
	上证 380 指数成分股	恒生综合中型股指数成分股
	同时在香港联合交易所和上海证券交易所上市的 A+H 股公司的沪股	同时在香港联合交易所和上海证券交易所上市的 A+H 股公司的港股
试点股票数量	568	264

表 2：“沪港通”额度

试点期间	沪股通	港股通
总额度	3000 亿元（人民币）	2500 亿元（人民币）
每日额度	130 亿元（人民币）	105 亿元（人民币）

表 3：A+H 股折价股折价率

股票代码	股票简称	A 股较 H 股折价溢价率
600585.SH	海螺水泥	-15.15%
601318.SH	中国平安	-12.75%
601601.SH	中国太保	-12.72%
600600.SH	青岛啤酒	-11.94%
601088.SH	中国神华	-11.65%
601628.SH	中国人寿	-10.76%
601288.SH	农业银行	-10.54%
601398.SH	工商银行	-10.52%
600011.SH	华能国际	-9.87%
600377.SH	宁沪高速	-9.42%
600030.SH	中信证券	-8.28%
600027.SH	华电国际	-8.22%
601939.SH	建设银行	-7.19%
601186.SH	中国铁建	-7.01%
601390.SH	中国中铁	-6.49%
600196.SH	复星医药	-4.94%
601988.SH	中国银行	-4.36%
601766.SH	中国南车	-4.34%
601818.SH	光大银行	-4.03%
601857.SH	中国石油	-2.59%
601299.SH	中国北车	-2.49%
600028.SH	中国石化	-2.36%
600036.SH	招商银行	-2.24%
601328.SH	交通银行	-1.71%

数据来源：万得资讯，截至 2014 年 9 月 29 日

安信证券首席经济学家高善文博士对“沪港通”的点评如下：一种金融资产只有一个价格，两种非常相似的金融资产也只有一个价格。沿着一价定律看问题，A股的银行股无疑会上升，中小盘股以及行业相似且高度可比，或者同时A+H两地上市的公司，估值会渐渐靠拢。因此如果把蓝筹股的估值提升和小股票的估值下移拿出来算总账，A股市值不但不会增长，还会出现相当巨大的财富损失。

然而，从ETF和分级基金的投资角度来看，估值较低的蓝筹品种、港股市场稀缺的标的可能将在未来较长的一段时间内引领估值修复的潮流，而估值过高的小股票则可能需要回避。对应到具体ETF和分级基金上来看，则应做出如下选择：

1、蓝筹类ETF工具

包括金融ETF、金融行业ETF、50ETF、180ETF、沪深300ETF等。

（1）金融ETF（510230）作为规模最大的行业ETF，同时还具备纯粹性，是最纯粹的金融ETF，不含地产股等其他成分。金融ETF跟踪的180金融指数所包含的细分行业占比是这样的：银行60%，券商20%，保险19%，多元金融1%。作为蓝筹股价值洼地银行股的汇聚品种，加上规模大流动性好的优点，是蓝筹投资的不二之选。也因此，在今年年初曾被汇金慧眼相中，汇金的持仓占比接近1/3。

（2）金融行业ETF（510650）的细分行业占比如下：58%的银行，券商17%，保险18%，地产6%，多元金融1%。金融行业ETF和金融ETF在成分股上的区别就是金融行业ETF里含有6%的地产股，金融ETF则是纯金融，所以走势上稍微有点小区别，但区别也并不大，金融券商地产都看好的话，也可以考虑金融行业ETF。

（3）50ETF（510050）和180ETF（510180）所跟踪的标的上证50指数和上证180指数都属于大股票指数，都是上证市场的代表，银行股权重是挺高的，上证50指数中银行股占比37%，银行保险券商合计61%。上证180指数中银行股占比26%，金融股权重合计44%，其他地产、消费、医药等已有所涉猎，胜在均衡。汇金去年疯狂增持180ETF估计不止看好银行股机会，更看好大盘的未来整体机会。当时汇金薅着买180ETF，买成了第一大持有人，占比超过一半，不知震惊了多少小伙伴，现在来看，国家队是有那么点高瞻远瞩的意思。

（4）沪深300ETF（510300）：沪深300指数中银行股占比19%，金融股占比33%，但作为股市最有代表性的指数，蓝筹股涨多半沪深300指数也涨，所以来点沪深300ETF你也不亏。

2、蓝筹类分级工具

和老老实实的ETF相比，分级基金有一种烟视媚行的性感。存在杠杆，性格多变，大涨大跌，神秘莫测，引无数英雄竞折腰。好用的蓝筹类分级工具并不太多，主要包括：

800金融B、双禧B、信诚300B、证券B等。

（1）800金融B（150158）跟踪的是中证800金融指数，其中细分行业包括：58%银行、24%证券、17%保险和1%的多元金融。经历了前段时间的大涨，800金融B的价格杠杆有所减小，目前在1.8倍左右，是分级基金里纯金融主题的分级基金。

（2）双禧B（150013）的跟踪标的是中证100指数，中证100指数中，银行股占比30%，金融股占比48%。双禧B的价格杠杆在1.7倍左右。

（3）信诚300B（150052）跟踪沪深300指数，杠杆2.1倍左右。

（4）证券B（150172）跟踪的是申万证券指数，包含19只纯粹的券商股，本身指数波动性大，另外港股通需要在券商处开户，增加交易量，利好券商股，所以证券B也是可以考虑投资的标的之一，现在价格杠杆1.6倍左右。

3、港股没有的特别品种

A股市场发展了这么多年，虽然不如香港对接国际市场那么洋气，但是也有一些自己的特色是香港市场无法企及的，比如我们有白酒股香港就不太有，我们有中药股香港也很稀少，我们有军工股香港市场基本没见过。所以有一些标的是很可能直接受益于香港投资者追捧港股稀缺的品种的行为。比如食品B、医药B、军工B、SW军工B、医药ETF。

（1）9月15日至10月17日发行，预计于11月6日上市的食品B（150199），

其标的指数国证食品指数中白酒的占比接近40%，除了沪港通概念外，食品饮料行业也走到了近年估值的大底，预计未来可能迎来估值反弹机会。市场上的消费ETF有好几只，但是流动性都很差，因此不建议关注。

（2）医药B（150131）的标的指数国证医药指数中，中药股是重要的存在，占比超过40%，进一步将这超过40%的中药股在港股可投A股的范围，也就是上证180指数和上证380指数里面再对应一下，我们发现26%的成分股落在沪股通的投资范围内。因此医药B也是一个非常特别的品种。医药行业ETF也可以考虑配置，流动性尚可。

（3）目前A股市场上有两只活跃的军工分级基金，分别是军工B（150182）和SW军工B（150187）。因为众所周知的原因，军工股基本是A股独有的风景，港股没有。今年以来，军工行情活跃得像小兔子一样，不停地蹦蹦跳跳，估计足够引起香港市场的关注，闸门打开之后，流动性注入的可能性较大。不过因为军工股和估值和价值等基本面关系不大，很多成熟的国际投资者纷纷表示看不懂，可能会导致部分资金回避军工股。

但是也不是很重要，人生最要紧的就是开心，不可能所有人都喜欢你啦。

注：本文标的指数行业占比数据和分级基金杠杆倍数截至2014年9月30日。



近期信用违约案例解析

■邵宸雯 / 文

2014年是债券市场的重要转折点。“11超日债”正式宣告违约，成为国内首例公开违约债券，打破市场一直默许的“刚性兑付”潜规则。这标志着2014年作为违约元年，将被投资者所铭记并载入史册。2014年，违约和潜在违约事件在各个金融领域不断被媒体曝出，负面事件空前透明化，从信托违约到基金公司项目付息逾期，从公司债券到私募债券，给习惯刚性兑付的投资者敲响了警钟，使市场不得不开始适应违约的常态化。在超日违约的历史性一年，我们针对信用事件进行总结，从信用风险发生的方式上剖析，希望能为预警未来的信用风险提供一定的启示。

近期信用违约案例解析



反腐浪潮下实际控制人失联案例：

1.事件回顾

09宜华债：网传宜华木业上市公司老板刘绍喜7月14号晚被中纪委带走，随着该消息迟迟得不到澄清，宜华木业的债务危机引发市场担忧。

13华通路桥CP001：华通路桥7月16日公告短融兑付存在不确定性的特别风险提示，同时评级由AA-下调至BB+，引发市场对该债券违约的担忧。最终于7月23日下午，华通路桥赶在了债务期限到来的最后一刻筹措到了足够的资金，从而避免了债券本息违约。

方大系列债券：7月初媒体传闻方大集团董事长方威涉嫌行贿、失联近一个月，引发市场关注。

2.经验与启示

（1）关注民营企业管理风险。上述案例中风险并非源于公司自身的经营情况出现明显恶化，而是源于公司突发的管理风险所致。以华通路桥为例，实际上公司经营状况较为正常，公司现金流收紧甚至断裂主要源于实际控制人接受调查所致。在当前反腐浪潮不断深化的背景下，企业家踩雷对债券兑付造成的影响值得警惕，但是由于目前限于信息披露的滞后性和局限性，且投资者缺乏相应的渠道和机会与发行人直接沟通，导致这类因素在投资中具有不可预测性。通常来讲，民营企业在这方面的风险更大一些，公司的实际控制人对公司正常的经营具有绝对的影响，一旦出现实际控制人涉案或者失踪，公司的正常经营往往难以为继，继而引发投资者对其债券兑付的担忧。国有企业在这方面的风险明显较低，高管个人事件与企业的持续经营没有民企关联度那么高。这类更多地是信用风险个体事件，并不具有传染性和系统性，预测也比较困难。

（2）关注账面货币资金的受限情况。如华通路桥发生兑付危机时，投资者可以获得的信息是2014年1季度季报显示账面仍有货币资金19.47亿，但是货币资金中还有很大比例是受限的票据保证金，导致可使用的资金先偿还到期的短期债务后无法覆盖本期债券。另外，由于董事长被控制，导致应收帐款的回收出现困难，银行授信收紧或者停止，为债券顺利兑付增加难度。

经济下行背景下中小企私募债违约案例：

1.事件回顾

14年3月，法院裁定“12华特斯”的发行人浙江华特斯聚合物科技有限公司破产重整，开始了清算流程，并通知4月召开债权人会议。市场担心债券最终或无法正常兑付，目前兑付前景仍不明朗。

14年4月，媒体报道徐州中森通浩新型板材有限公司2013年发行的总额1.8亿元的私募债“13中森债”出现了利息违约，而该笔债券的担保方中海信达担保有限公司可能不会为该笔债券承担代偿责任。

14年7月，媒体报道“12金泰债”从今年7月10日开始出现实质性违约，发行人湖州金泰科技股份有限公司无力兑付债券投资人本金和利息，债务担保人、公司董事长潘建华也未能履行担保义务。

14年7月，相关人士透露“12津天联”于2014年7月28日正式违约。违约之前媒体爆出发行人天津市天联滨海复合材料有限公司公司董事失联多日，公司面临大量诉讼，核心人员基本全部离职，经营难以为继，而担保人海泰担保公司代偿能力堪忧，自身难保。

14年8月，信达证券公告称，“13华珠债”的发行主体华珠(泉州)鞋业有限公司未能于付息日（8月25日）如期兑付800万元利息，已构成违约。

2.经验与启示

（1）关注担保公司代偿风险。在上述例子中，“13中森债”和“13华珠债”均由担保方中海信达担保有限公司提供不可撤销的连带责任担保。在“13中森债”爆出兑付危机时，媒体曝出该笔债券的担保方中海信达担保有限公司可能不会为该笔债券承担代偿责任，但随后担保人发函承诺代偿，公司在担保期内偿付利息，危机得以化解。但据媒体报道，担保人最终没有履行代偿义务，利息仍由发行人想办法进行了偿还。“13华珠债”目前尚未有担保方代偿的消息。这两只债券的担保人中海信达早已于2013年10月因无正当理由拒不履行执行和解协议被列入“全国失信被执行人名单”，代偿能力和意愿均堪忧。又如“12津天联”的担保人为天津海泰投资担保有限责任公司，该公司目前已基本丧失担保能力。首先，海泰担保规模快速扩张，远

超其资本承受能力。截至13年1季度，其担保余额便已达净资产13倍，超出国家规定的10倍的红线，并已于14年3月因违反财产报告制度被列入“全国失信被执行人名单”。其次，内部风控机制较弱。海泰担保为天津民营企业霍家华旗下企业提供担保，而霍家华涉嫌严重经济犯罪被刑事立案，多家银行集中要求提前还贷，导致海泰担保资金链收紧，也暴露出公司为霍家华旗下公司提供担保时在尽职调查上、担保贷款管理上存在问题。采用担保公司担保的债券，担保效果依赖于担保公司代偿的意愿和能力。目前市场上担保公司鱼龙混杂，仅天津市被列入“全国失信被执行人名单”的担保企业就有3家，部分资质较差的担保公司盲目扩大业务，在经济下行信用风险累积的环境下，很容易因为担保金额过大而导致自身经营难以为继。投资者需审慎评估担保公司代偿能力，尤其是对于中小企业私募债来说，由于自身企业资产规模较小，融资渠道较窄，风险较大，外部担保的实力十分重要。

（2）关注民营企业对外担保情况。在当前宏观经济下行、信用风险积聚的情况下，对外担保很有可能引起大额代偿，导致本身抗风险能力较差的中小企业资金周转压力剧增。如“12津天联”发行人天联复材为母公司天联集团提供了大量担保，而天联集团早已陷入债务危机，天联复材由于担保而承担连带责任而成为连带被告。民企普遍存在联保互保的现象，这导致一旦单个企业债务偿付出现困难，风险很快会沿着担保链传递，使更多的民营企业承受压力。

2014年，中国迎来经济发展新常态阶段，经济结构调整不断深化。在这样的宏观环境下，部分产能过剩行业和强周期行业整体景气度下滑严重，导致信用风险在各个领域不断暴露，这样的情况也在投资者预料之中。事实上，违约事件并非洪水猛兽，行政化色彩的“刚性兑付”僵局持续下去必将限制市场的进一步发展，违约带来的优胜劣汰将推动市场逐步走向理性和成熟。未来我们应树立正确的风险理念、增强风险识别能力、充分发挥内部信用评级的作用，为违约事件的到来做好应对准备。 [章]

（作者系国泰基金绝对收益事业部成员）



内容 + 平台 打造影视产业 新版图

对话新文化集团
副总裁、CFO
盛文蕾

■姚辰 / 采访整理

采访手记：走进位于虹口足球场的新文化集团总部，与众多喜欢设立在高端写字楼的公司相比，这里显得安静而低调。平台战略，是近年来我们能听得比较多的词汇，然而与很多影视公司盲目追求快速扩张相比，新文化却秉承了上海人一贯的做事风格——踏实、稳健，一步一个脚印，构建着自己的版图和疆域。

本期对话栏目邀请的是新文化集团副总裁、CFO 盛文蕾女士。因为刚出差回来，似乎略显疲惫，但聊起新文化的平台战略，盛文蕾语速平缓却透露着这位女强人特有的自信与坚实。



文娱快餐消费成趋势

《资智通鉴》：您如何看待国内视频制作产业的生态环境？能否分析一下未来视频制作行业的前景？

盛文蕾：目前，就整个行业而言，很多内容制作商在通过资本化让自身逐步强大起来，未来视频行业内会出现像美国一样几家内容生产的寡头，不过这要和渠道相加在一起才能够形成。渠道和内容生产组成了整个视频制作行业。

现阶段，中国视频制作产业尚处于一个起步阶段，竞争激烈，但前

景非常广阔，文化消费的市场非常巨大，而像欧美、日本市场已经趋于饱和，所以这些国家会把优秀的内容和技术往中国输送，这会成为一种趋势。

《资智通鉴》：国家广电总局对用于互联网等信息网络传播的境外影视剧日趋严格。您觉得广电总局这样的管控下，会对这个行业带来哪些方面的影响呢？

盛文蕾：之前很长一段时间内，视频网站和电视台可播放的内容存在不一致的情况，电视台播放的内容收的紧一些，网站的内容稍微开放一点。

66

当我们的作品可以面向全球市场，这些品牌的广告及宣传语也可以植入到内容中去。并且，我们有了3D影像之后，可以把原本很生硬的植入广告用更具视觉效果的方式呈现，更好满足了广告客户的需求。

99

但是，随着科技的进步，我们的受众通过哪个渠道接收内容其实并不重要。广电总局目前的政策偏紧，但是这建立在一个公平竞争的基础之上。不管是什么播放平台，对内容的控制标准应该是相等的。

从趋势上说，我觉得这个标准会慢慢放开，通过管控或者引导不可能改变受众的收视习惯。内容是市场化的，中国在不断融合世界的氛围，所以标准会慢慢平等和开放，比如，娱乐性的内容不需要管控的和新闻一样严格。

《资智通鉴》：您平时会花时间研究海外剧吗？您觉得相比国外剧，国产剧的优势和差距分别体现在哪些方面呢？

盛文蕾：我觉得美剧很具代表性，其所有的故事都是从人性出发，不讲述历史背景，画面则依靠技术来实现。这样的故事就可以在全世界任何一个角落找到共鸣，扩散的范围很广。

但是，中国则不同，在五千年文明影响之下，中国习惯于先有一段历史背景做铺垫，再讲述一个故事。一定程度上说，这就狭隘了这个作品，因为从现在的文化消费趋势来看，由于现代人生活节奏很快，观众都不太愿意花时间去思考这个作品的历史背

景，仅仅是想通过观看内容来达到娱乐的目的。

另外，在制作方面，比如拍摄的角度、专业的人员、艺人的培养，中国的视频行业与国外相比还是非常有差距的。还有一个就是创意，尤其是综艺节目，国外节目会对庞大的数据进行精确测算，在后期内容剪辑上也会制造一系列高潮，让观众在看节目的同时融入到表演中，这是国内节目比较缺乏的，我们会去模仿，但节目的创新显然不够。

内容+平台战略初露锋芒

《资智通鉴》：普遍认为，视频行业未来是高清化、3D化的发展趋势，新文化集团会在这个方向上有怎样的发展？

盛文蕾：就国内市场，我们不缺乏故事，也不缺乏好的演员，但是技术是整个行业的一大弱势。

找一个全世界都能接受的故事，加上全世界先进的技术，那么可以生产一个很好的产品。从这个理念出发，新文化创立了一个3D影像中心，所有的人员均来自海外，在美国接受过教育，非常年轻和充满活力，其中

一些人拿过世界3D大奖。我们将这些人所带来的新技术运用到新文化的作品以及国产电影当中。

《资智通鉴》：今年6月，新文化集团成功收购了郁金香和达克斯这两家广告公司，这样的战略是基于何种考虑？

盛文蕾：作为一家以内容为主的制作公司，我们努力建立自己的渠道。作品内容质量越高，就越需要一个更广阔的平台，这一平台有两个作用：内容影响力和广告增长率。

郁金香在全国90个城市最繁华商圈拥有户外大屏，达克斯则是一个区域垄断的企业，在东北地区LED大屏幕媒体市场占有较高的市场份额。两家企业加起来，配合我们的内容，可以助力我们未来电影以及综艺节目的宣传。

而且，郁金香和达克斯目前积累了近千个广告客户，其中不乏世界一流品牌，当这些广告客户释放出巨大的需求，其中的市场空间不可限量。

当我们的作品可以面向全球市场时，这些品牌的广告及宣传语也可以植入到内容中去。并且，我们有了3D影像之后，可以把原本很生硬的植入广告用更具视觉效果的方式呈现，更好的满足广告客户的需求。



《资智通鉴》：确定了内容+平台的发展思路以后，未来公司希望向哪些领域继续扩张？

盛文蕾：内容、渠道和技术，这是我们核心的发展方向。

从内容上讲，优秀的团队、制作公司会是我们的收购方向，无论是电影、电视还是综艺栏目，这些团队的专业度是有差别的。期望一家公司做所有的事情，这是不可能的。

而就团队而言，应该包含一些专门来研究数据的人员，虽然不直接做内容，但是通过数据研究可以知道平台和受众偏向于哪些内容。那么拥有这样团队的公司，也是我们未来并购的方向。

渠道方面，我们曾经对互联网屏幕、手机屏幕、户外LED屏幕及电视屏幕做过分析，这四张屏会是新文化主要进军的方向。

伴随互联网的普及，很多领域都有被替代的危险。但从目前的数据看，户外LED广告是唯一一块户外广告增长的细分板块。因为年轻人都有去购物中心餐饮、娱乐的需求，餐饮和文化消费宣传是互联网所替代不了的。

而互联网可以和移动互联联系起来，如今人们的生活和移动互联息息相关，即使是七八十岁的老人也会使

用手机，O2O未来发展前景巨大。

再有，是电视频道，在混合所有制改革逐步推进的情况下，一些频道的资源以及经营权可能会放手，这就给了我们一定机会。

技术团队也是我们很重视的。技术的发展日新月异，有一些团队在某一些技术上具有闪光点，是无可替代的，这些也是我们要并购的方向之一，但可能涉及更多的是海外并购。

融合领先团队实现稳健增长

《资智通鉴》：通过不断优化团队建设，实现了内容产出和规模的快速增长。公司在团队建设方面有哪些进展和创新呢？

盛文蕾：原先新文化的团队成员主要制作电视剧，因此我们电视剧的产业链也相对比较完整。电影发行的团队也在逐步的建立中，这个过程中，我们收购了凯羿影视做电影发

行。我们还可以和其他电影公司合作，共同投资项目，提高参与度。

而像我们新组建的团队，中文和英文的水平都非常高，在对外拓展方面就会有一个较好的基础，因为我们的团队很多成员以前都在好莱坞工作，他们理解好莱坞的游戏规则。

《资智通鉴》：作为上海第一家影视制作的上市公司，公司的成长之路上或许有坎坷，您能否给我们分享一些？

盛文蕾：一路走来，新文化可以说一直在市场的竞争中“裸泳”。

我们没有大起大落，作风较为稳健，因为我们觉得只有在稳健的基础上才能更好地抓住机会。文化产业本身就是高风险、高投入、高产出的行业。文化的产业链很长，要投资一个项目对于一个内容提供商来讲，只有把握好每一个环节，才是确保获得高回报的保证。

66

文化的产业链很长，要投资一个项目对于一个内容提供商来讲，只有把握好每一个环节，才是确保获得高回报的保证。

99



国泰基金·红蜡烛

我们付出，
是为了下一个美好的未来！



2007年开始，国泰基金发起“红蜡烛助教”公益活动。截至2013年，历时7年，志愿者们走进陕西延安、山东临沂、青海玉树、云南大理、甘肃迭部、湖北利川等地，完成助教17次、捐助“红蜡烛图书馆”12座、捐建“红蜡烛·真爱梦想多媒体教室”2间、助养学生126人、捐赠图书21976本、受益师生近6000名。

公司网址：www.gtfund.com 国泰基金客服热线：400-888-8688

GUOTAI
国泰基金
中国建投成员企业

低速电动车产业 前程远大道路曲折

■姚辰 / 文



当我们翻开有关新能源汽车的报道，充斥着大量有关特斯拉、比亚迪这些著名的汽车大厂的信息。但近两年来市场增长最快的，却是低速电动车领域。

低速电动汽车是指速度低于70km/h 的四轮纯电动汽车。今年央视3·15晚会上曝光低速电动车的安全性和质量问题，把低速电动车产业从幕后拉到了台前。

在草根需求中诞生

据近日发布的《2014年中国纯电动汽车市场现状与趋势蓝皮书》显示，价格原因排在拒绝购买电动车产品的首

位。其中，67%的消费者倾向于购买3万~8万元的电动车产品。但是，目前已经上市的电动车产品价格大多集中在15万~30万元之间。

而低速电动汽车普遍价格在2~5万之间。这种电动汽车外形、结构、性能等都与传统燃油汽车类似，但却是纯电动的，其最初的主要用途是厂区、球场、观光等，如高尔夫球车、警用巡逻车、观光车等，而现在已经扩展成为很多三四线城市人们的日常代步工具。

由此可见，低速电动车产业是由草根需求以及低价优势推动的。

相关数据显示，截至目前，今年低速电动车注册登

表 1：典型低速电动汽车主要参数

项目技术	规格参数	备注
外形尺寸	3520×1570×1480mm	不同品牌、车型差别大，大致属于 A 级车型或者更小。
整车装备质量	1178kg	金属车身较重，也存在（部分）塑料车身的情况，重量较轻。
轴距	2345mm	大致属于或者小于 A 级车轴距（约为 2.3-2.45 米）
前轮距 / 后轮距	1330/1310mm	
轮胎规格	165/65R1377S	
最高车速	70km/h	在程序中人为限速，实际可以更高。
经济时速	40KM/h	
最大爬坡度	≥ 20 度	
续驶里程	≥ 120km	直接取决于电池数量，随着充放电次数的增加，续航里程会有下降。
充电时间	8-10h	普通市电即可。
电池	铅酸电池	目前胶体免维护铅酸电池较多。
总电量	8-14kwh	电池数量可以选择。
循环寿命	500 次	以 2-3 天充放电一次计算，一般可以使用 3 年左右。
电机	直流他励电机	
电机功率	60V 4-6kw	
空调	选配	加 2000-5000 元，会缩短行使里程。
售价	40000 万	

资料来源：公开资料

记量已经达到36万辆，主要集中在山东、河南、河北等区域；另有第三方数据统计，以满足农村和小城镇市场需求为主导的小型电动汽车产品的市场需求大约为1亿~1.5亿辆。

如果说以特斯拉为代表的高端电动车具有全方位的性能优势、以比亚迪为代表的中端电动车的核心优势是政策鼓励，但是，却都逃不过价格和充电便利性的制约，而这恰恰是低速电动车的强项。结果显而易见，低速电动车市场规模迅速放大。

技术水平良莠不齐

把低速电动车推上风口浪尖的，是2014年央视3·15晚会曝光的短片《山东企业违规生产四轮代步车事故频出》。该短片所曝光的低速电动车问题集中在：大多使用铅酸电池、没有牌照、不买保险、无需驾照、随意拼装等。

不可否认，目前的低速电动车行业确实存在混乱现象，由于低速电动车市场需求巨大，行业门槛低，因此应运而生了很多参差不齐的企业。导致一些只为谋取眼前利益的小厂商，利用劣质材料生产大批劣质产品。

“低速电动车在最近一段时间里被频频拿来‘开刀’并不断放大，最根本原因就是这些粗制滥造的产品给消费者造成了心理恐惧。”业内人士表示。

虽然行业发展混乱，但市场中还是具有一定规模、制造工艺又比较完善的企业。

以山东为例，有唐骏欧铃、雷丁电动、宝雅、维动、顺通车业、梅亿

以及东方曼等知名低速电动车企业。它们在低速电动车领域都在不遗余力推出自主研发具有高技术、高质量的产品，并且已经具备一定的技术标准和相应的安全保证。

品牌低速电动汽车厂多数有着较深厚的传统车制造的背景，电动车平台是经过全新设计的，车身结构也是全承载式，采用优质钢板全部冲压件焊接，与传统车企对汽车的质量要求无异。

目前，不少品牌厂商的低速电动车都已经能够通过国家《纯电动乘用车技术条件》的各项技术要求。比如，唐骏的低速电动车同样是笼式车身，同样有强度较高的钢材做3H加强，而且进行的碰撞测试也达到了三星水平。

铅酸电池的环保之争

由于低速电动车是纯电汽车，在使用过程中基本是零排放。而关于铅酸电池的环保问题，实际上，铅是循环性最好的金属之一（远高于锂）。但是，铅酸电池的不当生产和处置回收确实会带来严重的铅污染。

不过，自从2011年国家对于铅酸行业进行环境整治之后，铅酸电池的环境影响已经大幅减少。2013年，五部门要求加大落后产能的淘汰工作，到2015年度铅酸蓄电池的回收和综合利用率预计将达到90%以上，铅循环再生比重预计超过50%，正在逐步推动形成全国铅资源循环利用体系。

如果把铅酸电池回收到电厂进行污染处理，效率很高，比现有的燃油车上要有效且成本低。所以，铅酸电

池并不一定意味着污染。

从发达国家数据来看，在2004年至2009年之间，通过多个环节的合力回收，美国铅酸电池回收率高达97%，远高于铝、纸张、玻璃、报纸和轮胎等物质的回收率。因此，更重要的问题是如何提升铅酸电池的回收率、再循环使用率。把铅酸电池问题作为阻碍低速电动车发展的障碍，似乎颇有不妥。

政策扶持是产业化关键

长期以来，对低速电动车的发展，各方一直存在争议。虽然市场需求巨大，但行业未能得到高速电动车产业获得补贴的甜头。

有的观点认为，低速电动车将成为新能源车发展的助跑器，有助于国家2015年50万辆新能源汽车推广指标的达成。

也有观点认为，新能源是指引我国汽车产业未来发展战略性产业，低速电动车行业整体上并不具备技术优势。因此，在给予低速电动车何种“身份证”以及采取怎样的管理模式的问题上无法明确。

地方政府的支持成为该产业快速发展最为关键的因素。

例如，作为低速电动车生产第一大省的山东省，近年来已相继出台了一系列地方法规，对山东省境内低速电动车生产企业及产品进行管理，并将淄博、潍坊、德州等地作为小型电动汽车试点。

相信，随着相关政策的出台，低速电动车领域的发展方向将会更加明朗。



光子技术——引领移动支付新潮流

■陈思云 / 文

还在用二维码扫描吗？你已经OUT了！

只需一束光，你便可以打开自家门锁、实现金融支付，还可以鉴别商品真伪、传递海量信息。在光子时代，通过控制“光”的变化作为数据的传输载体，这可不是科幻小说的场景，而是已经实现的科技。智能光子技术在光子认证、光子覆盖、光子防伪与光子支付等领域具有广泛的应用前景。

智能光子技术由来

何谓智能光子技术？它的源头来自于深圳的一家名为“光启高等理工研究院”的科研机构。据介绍，智能光子技术是一种以“光”为数据传送介质实现授权、识别及信息传递的新兴技术，它能

够有效防止电磁捕获及干扰。智能光子技术在光子认证、光子覆盖、光子防伪与光子支付等领域具有广泛的应用。

2013年7月，深圳光启推出了基于智能手机完成的光子支付的解决方案，该方案无需对SIM卡、SD卡及现有手机硬件进行任何改造，利用手机终端的APP和智能小元件，配合光子支付系统即可完成支付。

在当年11月的第十五届中国国际高新技术成果交易会上，“光子支付解决方案”作为最具创新性和革命性的产品一经亮相，就获得了包括中央电视台、美国福布斯杂志在内的五十多家媒体的关注和报道。

2014年10月，光启与深圳银联网络公司在光子支付领域达成了战略合作协议。可以预想，在不久的将来，不论是在商场、电影院、餐厅还是公交车上，人们或将都可以使用一束光来完成各类支付活动。

平安银行联手光启推出“光子支付”

“光子支付”，显然和我们越来越近。而平安银行已经走在了光子支付的浪尖上。

据了解，平安银行已经与光启在移动支付领域展开合作，针对平安银行客户推出更安全、更便捷的新型移动支付解决方案——平安银行光子支付解决方案。

用户端无需任何投入，只需安装应用软件即可使用。通过光子支付，用户可以体验到更便捷、安全和新颖的移动支付。据了解，这一项目已经通过最后的测试以及完善阶段，将于9月正式推出。

“这项创新已经成功，在原来的支付设备上安装一枚硬币大小的东西，大量信息以光为支付介质进行传输，有非常好的安全性和便捷性，平安银行储蓄卡、信用卡等将成为第一代光子支付的体验者。”平安银行权威人士称。

分析人士指出，平安银行此项创新开行业先例，将大大提升其金融服务的用户购买体验，或将在银行移动支付领域建立标准。

中兴通信“星星一号”无卡支付

传统手机厂商同样不甘寂寞。

今年4月16日，中兴通讯联合京东商城，推出了支持光子支付的“星星1号”手机。最具革新力的亮点在手机内置了“光支付”功能。

中兴在“星星1号”内置光子支付软件，在全球范围内首次为手机用户提供“一束光”的线下支付体验，这项功能将在第四季度正式推出。

“星星1号”支持将100余个支付账户绑定于一个光账户，省去带卡的麻烦，并能根据需要灵活选择支付账号。使用“光子支付”时，只需轻轻一键点击支付，“星星1号”就能对着光子信号接收器空闪一次，用户在POS端输入交易金额和密码，打单即可完成交易。

中兴手机CEO曾学忠在发布会上表示：“4G时代，软硬件结合并整合多方资源形成差异化、年轻化、互联网化已成为大势所趋，‘星星1号’代表了中兴手机专注用户体验、勇于改变、顺应市场需求和时代变化。”



光子支付 便利性与安全性的结合

纵观移动支付行业，目前最主要的手段是通过二维码扫描以及NFC近场支付两种模式，但是这两种技术各有其优缺点。

二维码扫描是目前最方便的扫描支付技术，但同样被人诟病的是它的安全性。今年3月，央行下发《中国人民银行关于手机支付业务发展的指导意见》，因安全问题紧急叫停二维码支付，央行认为，将二维码应用于支付领域有关技术，终端的安全标准尚不明确。相关支付撮合验证方式的安全性尚存质疑，存在一定的支付风险隐患。同时，央行表示鼓励商业银行拓展NFC手机支付应用，但用户的二维码支付习惯已然形成。

而NFC在经过中国移动、中国联通两大运营商的大力推广下，依然存在亟待难解的问题。

使用NFC支付功能需要通过手机内置NFC芯片，因此终端普及率不足也曾是运营商推广NFC的一大障碍。在今年4月的移动支付产业论坛上，中移动支付公司副总经理贺新初表示，为普及NFC终端，每卖一台NFC手机，中移动将给予30元的补贴。同时，中移动总部已发文确定4G卡默认要绑定NFC-SIM卡。

相较于二维码与NFC，光子支付优势明显。

“无需硬件改造，只要手机具有闪光灯”就可安全完成支付，只要光不泄漏，就能够保证安全。从技术上说，光子支付结合了便利性与安全性，这是光子支付技术最大的看点，但是要完善整条产业链，还有更长远的路要走。 [图]

阿里的盛宴：阿里巴巴到底价值几许？

■周珞晏、白海峰 / 文

阿里巴巴最后公开上市的价格定为每股 68 美元，是前期定价范围的上限，筹资规模则达到了 218 亿。阿里巴巴自 9 月 9 日启动全球路演以来，投资者认购火爆，投资者都想在这中国网络零售巨头身上分一杯羹。阿里由此成为史上规模最大的 IPO 案例，远超包括脸谱网、推特等其他网络巨头。有些投资者禁不住问，阿里到底值不值那么多钱？从阿里上市后股价的表现来看，68 美元似乎定得并不高，上市后首日，阿里巴巴暴涨 38%，最高升至 99.7 美元。之后几天股价虽然从高位回落，但仍比上市价 68 美元高出了 32% 左右，从这个角度来看，似乎阿里的定价还略显便宜了。

应该说，参与阿里巴巴的投资者们更多是看好阿里背后这一容量巨大的中国市场。阿里是当之无愧的中国网商的领头羊，并且依靠对中国市场的了解在中国市场上打败了亚马逊和 Ebay 等国际网商巨头。当然，上市后阿里巴巴的前景也未必能一帆风顺。事实上，阿里巴巴的收入和利润增速不断下降使其估值上升有一定困难。在中国的大城市中，网上购物的重要性已经远远超过发达国家。2013 年网上零售总额已经达到社会消费品零售总额的 7.9%。而在美国，这一比例为 6.4%。正由于阿里巴巴在这一市场的垄断地位，市场增速的下滑将不可避免地导致阿里巴巴的收入和利润增速下滑。而要改变这一增速下滑的局面，阿里很有可能借着美国上市之机，走出国门，在海外市场上再次向国际巨头们发起挑战。

无论如何，目前为止阿里巴巴是一家当之无愧的优秀公司，应该说是具备投资价值的。至于在投资者心中价格究竟如何，则可能见仁见智。我们在之后的篇幅中，引用纽约大学商学院教授 Aswath Damodaran 的文章来使得读者进一步了解阿里究竟是否值得投资。

Alibaba's Coming Out Party: Valued Right, But Is It Priced Right?

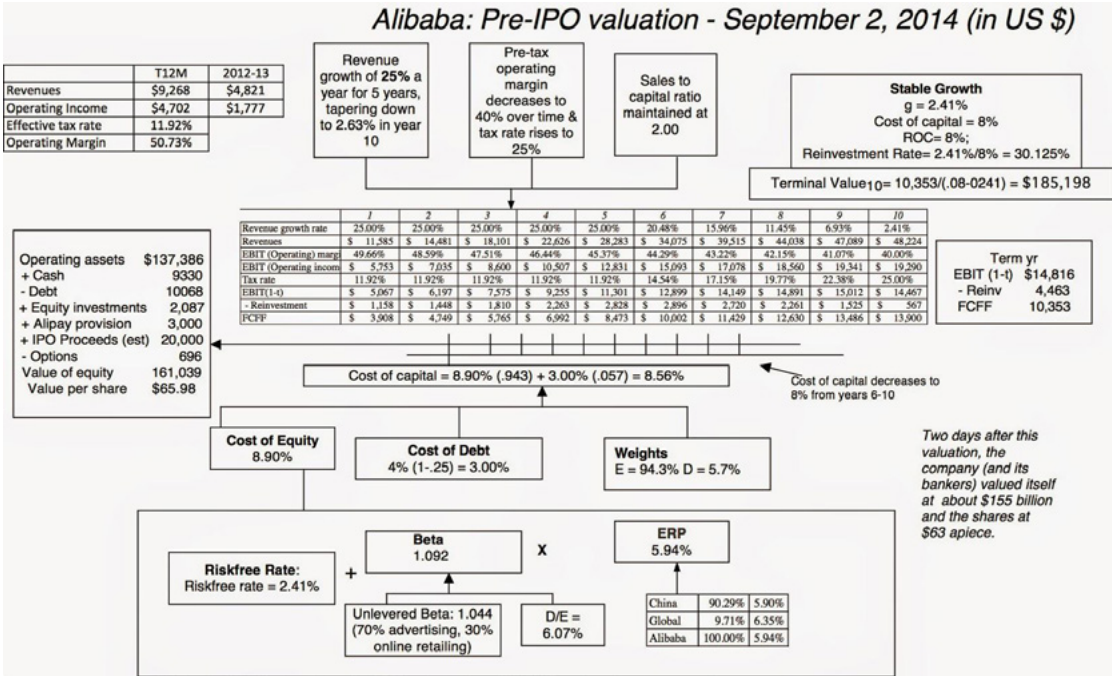
随着阿里巴巴上市的临近以及路演的展开，关于他的财务、价值、企业管理的各种问题再度浮上水面。阿里的投行团队周五宣布，考虑到公司价值约1550亿美元的股权市值，阿里上市价格将会在60-66美元之间。这将使得阿里成为历史上量级最大的IPO，远高于脸谱网在2001年上市时的800亿美元或者谷歌2004年上市时的250亿美元。

为阿里估值

在2014年5月阿里刚递交初始招股说明书时我曾做过评估。在我之前的文章中（阿里巴巴：中国传奇和有利可图的结局？），我曾认为阿里巴巴在中国网络零售市场的掌控权为其提供了极大价值的基础，这来源于该市场的增长和深度，以及巨大的利润率。我在此不再复述具体的估值细节，但我坚持认为阿里收入的高增长、可持续得利

润率以及相对较低的再投资组合起来使其能有1456亿美元的价值，这样每股的股价约为61美元。近五个月来阿里巴巴发生了很多事，我在2014年9月2日重新评估了公司，并使用了阿里巴巴8月27日递交的材料。虽然公司的价值上有一些变化，我对公司的评估变化有限。如果上市融资200亿美元，则我计算得出的股权价值为1610亿美元，其中一半的增加源于更大的上市融资，而每股价值大约66美元。下图是我对阿里巴巴估值所进行的假设，读者可以和我5月份的估值进行对比。





肖风

资管大佬舞动 移动互联

■黄梅 / 文

事实上，这“不走寻常路”的习惯贯穿着肖风的整个职业生涯。若将改革开放以来的发展比喻为一支舞曲，那么几乎可以说肖风用这支舞曲上踩出了一套肖氏风格的舞步，火舞至今。



如今回头看来，脸上习惯带着微笑的肖风，在自己职业生涯的每一个转折，似乎都多少暗藏着点叛逆和特立独行，这与微笑中透出的亲善醇厚有一些反差。

就像三年前他以我国基金业“创业元老”的身份离开博时，出人意料地加盟了万向——后者源起于农机修配厂，至今主业仍是汽车零部件产业；

又比如三年后，当业界为“互联网金融”还是“金融互联网”的概念争论不休时，他站出来，淡定地向众人展示了一个基于“移动互联时代”的资产管理平台……

肖氏舞步：逆流转型

在惯常的语境下，与“叛逆”如影随形的是任性和冲动。而肖风的叛逆，更多表现为对时代大潮的逆流而上。

2011年7月，五十岁的肖风以“履行早已计划好的职业生涯规划”为由，从博时基金总经理的岗位上卸任。

随后揭开的谜底显示，肖风没有回归仕途、没有创办或加入私募基金，甚至也没有选择其他国有金融机构，而是加盟了万向集团，并在很短时间内晋升为万向控股副董事长，统管旗下金融大板块。

这颇令业界意外。按当时的风潮，出走公募基金行业的人士多数会选择私募作为下一站的新起点。典型的案例前有吕俊、江晖等明星基金经理，后有莫泰山、成保良等公募基金高管。

事实上，这“不走寻常路”的习惯贯穿着肖风的整个职业生涯。若将改革开放以来的发展比喻为一支舞曲，那么几乎可以说肖风用这支舞曲上踩出了一套肖氏风格的舞步，火舞至今。

上世纪80年代末、90年代初，不满30岁的肖风担任深圳康佳电子集团股份有限公司董秘兼股证委员会主任。这是我国改革开放后诞生的第一

66

在2011年从博时卸任后，肖风一度消逝在公众视线中。直到2013年底，大佬突然重现江湖，紧接着就是一场接一场的公开演讲。

99

家中外合资电子企业，当时气势如虹，正筹谋上市。彼时，我国家电行业仍处于如日中天的辉煌阶段，但家电行业的价格战已拉开序幕，并愈演愈烈。

1992年，邓小平南巡，发表了著名的“南方谈话”，创业成为那个时代的鲜明烙印，“捧铁饭碗、进国企”等正统思想被大批体制内人士摒弃。据人社部的统计，当年辞职下海者超过12万人，不辞职而投身商海的——如停薪留职、兼职等，则超过1000万人。

在“下海”的体制人中，大家耳熟能详的代表人物包括陈东升、史玉柱、田源、毛振华、郭凡生、冯仑、

潘石屹、易小迪，更早行动的还有王石、柳传志等。他们看到了商机，懂得将体制内的资源转化为财富。

此时，刚过而立之年的肖风却逆流而上，从企业跳到了体制内。他先在中国人民银行深圳特区分行证券管理处呆了一年多，随后到深圳市证券管理办公室一呆就是五年。后者正是深圳证监局的前身。这段经历为肖风后来开荒、深耕我国基金行业奠定了坚实的基础。

1998年，国务院批转证监会《证券监管机构体制改革方案》，同年底《证券法》审议获通过，初步形成证券监管体制。这一年，身为深圳证券管理办公室副主任的肖风，却转头跳出体制，以我国新基金业首批拓荒者的姿态，成为博时基金的掌门人。

在肖风创建、管理博时基金的十三年间，博时基金管理的资产从1998年的一只基金、约20亿元规模，发展到2011年的二十七只基金产品、超千亿规模，行业排名保持前列，峰值时甚至曾站在了行业排名的首位，资产规模过两千亿。

从企业人到体制人到资管人再到企业人，表面上看肖风似乎回归了原点，但实际上在1989年到2011年的22年中，他踩着改革开放的节拍，将自己的职业生涯跳成一曲彰显个性的“圆舞曲”。

新平台：正在发生的未来

“未来早已到来，只是还未普及。”

在新作《投资革命》的后记中，

肖风用美国科幻小说作家威廉·吉布森的名言为该书画上句号，同时，也给其转型后的新事业加注了一个足够直白的注脚。

2014年7月19日，肖风带着通联数据的新产品和新书《投资革命》，站在了资产管理机构的面前，以此呼应了三年前离开公募基金行业时的诺言——“要做不一样的事情”。

在邀约肖风接受访谈时，他低调地表示，《投资革命》这本书概括了他与团队在过去三年内所做的事情，“就不用谈了吧”。

在2011年从博时卸任后，肖风一度消逝在公众视线中。直到2013年底，大佬突然重现江湖，紧接着就是一场接一场的公开演讲。据不完全统计，在过去9个月里，肖风频繁地做了约10场主题演讲，主题均围绕移动互联网与资产管理。

这些演讲很大程度上与一家新成立的公司有关，即2013年12月18日在上海注册成立的通联数据股份公司。资料显示，通联数据主营业务为金融资讯和投资管理服务，致力于以移动互联网、云计算、大数据、社交网络和人工智能来创新资产管理模式。

这家年轻的公司注册资金为3亿元，由万向控股和万向信托分别出资2.25亿元和7500万元，肖风担任董事长。

这是肖风在万向旗下的金融板块中获得的第六个董事长级别的职务。此前，肖风已经陆续被任命为万向控股副董事长、民生人寿副董事长、万向信托董事长、通联支付董事长、民生通惠董事长。

尽管通联数据成立于2013年年底——在这个时间点上，“互联网金融”的概念在各种“宝”的推波助澜下已甚嚣尘上，但这家公司并非是个拍脑袋、跟风潮流的产物——那也太不贴合肖风的作风了。

事实上，肖风很早就已经开始关注移动互联网对资产管理行业的影响，甚至在他还担任博时总经理时，就认识到信息技术和IT系统在基金公司管理中的重要性。在执掌博时的13年中，肖风一直力推IT与资管业务相融合，由此整合与优化公司的业务流程。

2000年，年轻的博时成为业界最早独立建立信息科技部（当时叫电脑部）的基金公司；次年，博时果断收购了一家软件技术公司，加强数量化

投资管理模型和组合管理、风控、绩效评估系统平台的建设；2004年，博时又率先应用CRM系统；2007年，博时与IBM签下五年的战略规划书，对前者的IT系统应用架构、服务架构、数据架构做了全面的发展规划……

可以说，博时的信息科技部一度是我国基金行业研发实力最强的团队之一。据悉，在博时，除了运用赢时胜、恒生系统外，其余包括公司内部办公系统在内的IT系统多为自主开发。

去职博时后，肖风的案头最多见的是系列关于云计算、大数据、社交网络等方面的书籍，方便随时取阅。同时，他有时也与杨锐、王政等老部下一起探讨在移动互联时代，投资管理乃至资产管理行业将受到的冲击。

目前，王政担任通联数据的董事兼总经理。

因此，在2012年，当互联网金融的发展契机扑面而来时，上述积淀帮助肖风迅速抓住了机会。

有意思的是，在两年内，肖风、范勇宏两位创始人级别的资深基金大佬前后脚离开基金行业，而且这两位经济学博士不约而同选择以出书的方式告别那段激情燃烧的岁月。

区别在于，肖风《投资革命》的主题着眼于资管业“正在发生的未来”，范勇宏《基金长青》的主题则侧重于回顾和总结。两位大佬的个性和风格跃然纸上。

通联数据的使命

在肖风看来，互联网及互联网的云计算、大数据、数字化、社群化、人工智能等，一定会慢慢改变资管行业的生态。“我们坚信这点，不然不会投资成立通联数据。”

肖风将通联数据定位为一家“侧重互联网与资产管理方向的互联网金融研究与实验机构”。

肖风在新作中清晰地表达了三个观点：其一，移动互联网、云计算、大数据将颠覆资管行业；其二，在知识经济时代，基金经理们的投资方法必须与时俱进，比特经济和原子经济的估值方法必然不同，社交网络与大数据将成为观察市场的新利器；其三，互联网乃至物联网使客观世界与主观世界融通、现实世界与虚拟世界融合、线上世界与线下世界融汇，原子世界与比特世界溶解。

他表示：“基于云计算、大数据、移动通讯和社交网络的新型服务模式正在取代传统的信息技术服务平台、这个开放平台一方面提供共享的硬件、软件、数据、网络等公共资源。另一方面也给予每个独立机构或个人私密空间，确保投资策略和信息的专利保护。”

王政在接受笔者采访时进一步解释道：“该平台的核心有三个部分：第一，提供一个完整的基金管理的一站式服务，到这里可以获得数据、研

究、组合管理、交易等的一条龙配置服务，为基金公司提供快速开展业务的解决方案；第二，希望通过平台建立一个真正的金融智能投资分析的平台，把市场上的信息集合起来，通过专业的技术提取出对投资有价值的信息，这更多的是智能地对数据进行分析和学习，总结出新的、延伸性的信息，来帮助研究人员和投资经理做投资决策，是一个长期的智能分析，真正做到人机对话的层次；第三，目前是建设底层的IT管理平台，在此之上，吸引更多基金公司、对冲基金参与，建立一个互联网的生态系统，并通过社交网络把相关的群体整合起来。”

“所以我们通联数据的平台是开放的平台，每个用户都可以在云端发布应用、数据。”王政认为，移动互联网和广义互联网正在改变很多事情，我们希望这个平台能够解决至少一个基础研究员所做的工作，即它应该可以收集相关信息，并规整成一个可以做投资决策的报告。“他笑称，“未来基础研究员就该下岗了”。

这也是万向设立通联数据，并在此基础上推动各个业务板块触网的主要理论基础。

具体而言，在万向集团的架构内，未来将由通联数据承担其中的基础数据平台，同时由以保险公司为主的板块承担资本输出平台，两大业务板块将深度融合，全面触网。目前，

相关链接

肖风关于资产管理的

20 大新预言

- 1、从产业上看，“舍”无移动互联的产业，“得”以 TMT（未来互联网科技、媒体、通信）为代表的新产业。
- 2、从政府投入上看，战、安、抚、娱是未来投资的重中之重。
- 3、从消费者角度看，选择线上、线下一体化消费。
- 4、从组织结构看，选择垄断信息的中心企业。
- 5、从投资领域看，投资美国，远离新兴市场。
- 6、从投资标的看，只要美元，不选其他。
- 7、政府不再铸币，拥有比特币的公司很有前途。
- 8、谁突破了时间的制约，谁就是最佳的投资标的。
- 9、没有解决道德约束的公司，不值得投资。
- 10、老板不把自己当老板的公司才是好公司。
- 11、满足男人消费需求，才能创造一片新的蓝海。
- 12、中国足球是被严重低估的产业。
- 13、通胀不再存在，资产定价理论需要重写。
- 14、大数据让库存理论消失。
- 15、消费的迂回性增强，消费理论更加丰富。
- 16、投资郭德纲是明智的选择。
- 17、国有银行不值得投资不是估值不够高，而是因为它们没有拥有移动互联思维的企业家。
- 18、政府信息安全非常重要。
- 19、3D 打印会很快应用于消费中。
- 20、云中的生活是彩电业的未来模式。

万向旗下金融资产已拓展至银行、保险、基金、信托、期货、租赁等业务领域。

在移动互联的新技术背景下，肖风亦庄亦谐地提出了“二十个资产管理的新预言”，向巴菲特致敬。预言会不会变成现实，也许验证答案的日期并不是太远。

诚如肖风在书中所说，致敬，往往意味着一个时代的结束，未来属于新技术革命催生的投资浪潮。



66

诚如肖风在书中所说，致敬，往往意味着一个时代的结束，未来属于新技术革命催生的投资浪潮。

99

台也争，网也争，版权价格继续升 ——电视剧行业迎来黄金增长期

■万建军、张衡 / 文



受益政策红利，国内电视剧制作商成为行业绝对主角。2012年2月9日，广电总局再次下发的对各电视台影视剧播出管理的《通知》，给海外引进剧又一次重击。《通知》指明：境外影视剧不得在黄金时段（19:00-22:00）播出；各电视频道每天播出的境外影视剧，不得超过该频道当天影视剧总播出时间的25%；各级电视台申报并获得总局批准引进的境外影视剧必须在本台首播，首播之后才可以再次发行在其他电视频道播出。

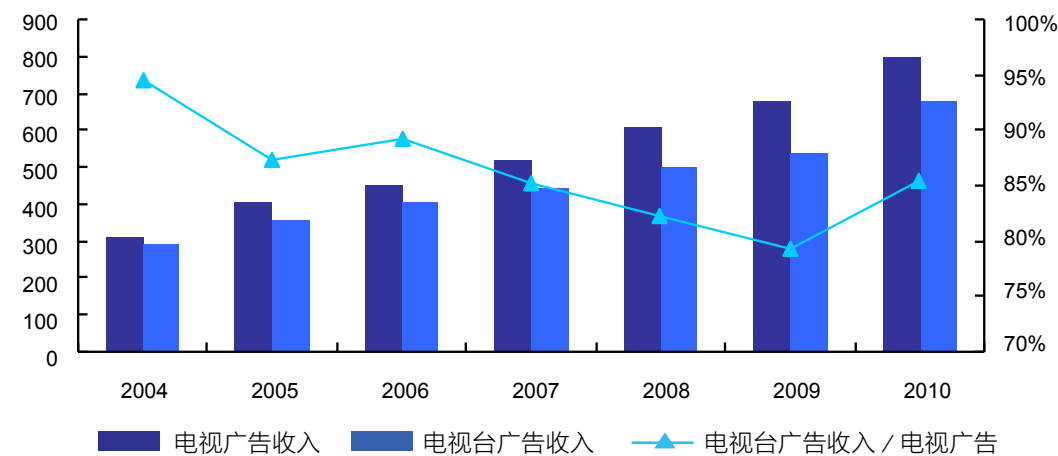
事实上，早在2004年、2005年，中宣部、广电总局等

相关部门就已经陆续推出相关政策，对各电视频道引进境外影视剧进行明确的遏制。一方面，政策利好，驱逐竞争对手；另一方面，市场趋势导向。双重利益，使得国内电视剧不断活跃在各大电视台以及互联网视频上，电视剧的黄金时期已经到来。

电视剧是电视台收视份额的主要来源

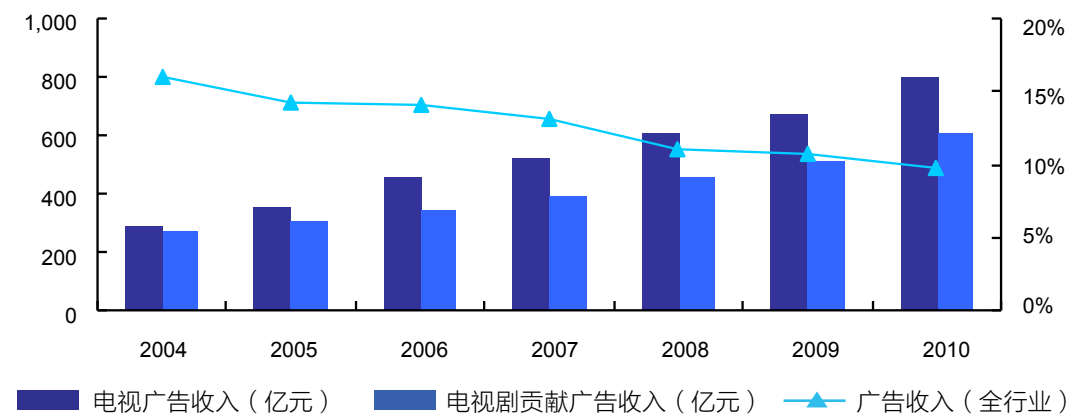
* 由于电视台广告收入与电视广告收入有一定的混淆

图1：电视台广告收入约为电视广告收入的85%



资料来源：广电总局，CEIC，申万研究

图2：电视剧采购成本占电视台广告收入比重逐年降低



资料来源：广电总局，申万研究

性，我们在下文的分析中所有的电视台广告收入均指电视台实际获得的广告收入；

* CAGR指复合增长率，例如：6年CAGR即指6年期间的年度增长率。

“电视剧”是电视台收视份额的主要来源。国内电视台播放节目主要可以分为电视剧、新闻、综艺、电影、体育等类型，从播放和收视份额上来看，电视剧均位居首位。根据广电总局的统计数据，电视剧在所有节目中播放与收视比重占比分别达到30%和42%，稳居各类节目首位。

电视剧是电视台主要广告收入来源，投入回报率较高。据草根访问和业内专家调研测算，虽然当前电视剧对电视台收视率的贡献约为42%，但是广告收入贡献占比却高达60%以上。在已经披露的2012年主要电视台黄金时段的招标结果看，电视剧在国内10大最赚钱的节目排名中占一半。

电视台广告收入保持着高速增长。作为传统媒体的电视虽然也承受着来自于新媒体的冲击，但是其受冲击幅度远远小于报纸、杂志等平面媒体，国内电视广告收入一直保持着较高的增长速度，从04年至10年，6年CAGR高达

18%。根据我们对未来电视广告收入的测算，在宏观经济增长不发生显著逆转的情境下，未来5年国内电视广告收入仍将保持相对较高的收入增速，5年CAGR达14%，2015年收入规模将会突破1500亿元。而电视台广告收入约为同期国内电视广告总额的85%左右（2010年占比为85.3%，15%的差额主要为广告代理公司获得的受益），预计2015年国内电视台广告收入将会达到1293亿元，5年CAGR达13.7%。

电视剧价格仍存在巨大上升空间。以湖南卫视《金鹰独播剧场》为例，2012年全年广告收入高达14亿元，按照全年每天2部电视剧计算，单集电视剧在非黄金时段平均贡献广告收入近200万元。假设黄金时段广告价格能够翻番，那么单集电视剧贡献广告收入将会达到400万元，按照每集广告投入比最高35%的上限进行计算，平均每集电视剧采购价格可以达到140万元/集，相应的对于精品剧价格达到300-400万/集也将不是梦。而如果考虑到在价格上涨之下，卫视对精品剧首映权采取联合采购的模式，那么精品剧价格有望达到600-800万元/集（假设联合采购价格能达到独家采购价格的2倍）。

除此，“限娱令”和“限播令”的出台，进一步加剧了电视台对优质电视剧资源的依赖和对精品电视剧的争夺力度，促使电视剧行业往更好的方向发展。

视频网站竞争白热化，电视剧提供商受益其中

电视剧是视频网站流量竞争的主要手段。根据CNNIC

对国内网络视频用户收视习惯的调查数据，电影、电视剧是国内网络视频用户最为喜欢的内容，占比分别为92.6%和87.2%。

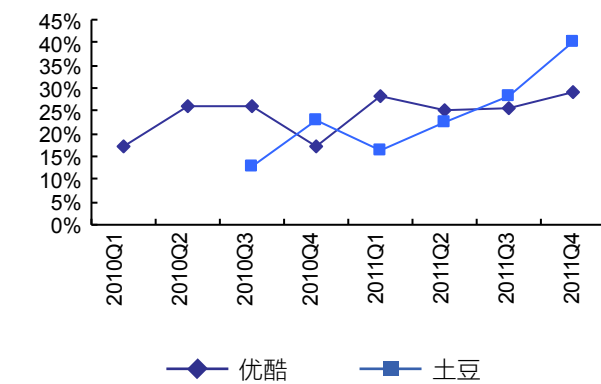
优酷土豆的合并不能改变网络视频行业内容竞争的趋势，视频网站之间竞争依然白热化。作为争夺流量的主要工具，内容资源支出占比不断提高，以优酷为例，2008年内容成本占比仅为6%，而到了2011年二季度，这一比例已经上升至34%；在内容争夺中，优质版权价格涨幅显著，以华谊兄弟为例，2009年新媒体版权价格仅为0.3万元/集，而2011年将会达到10万元/集（平均价格），3年间翻了33倍。

另外，“反盗版”条规出台也迫使视频网站采购正版内容资源，电视剧行业受益其中。

调查显示，2015年网络视频用户有望达到4.75亿。随着视频用户数量的逐渐提升，视频网站的广告价值也将逐渐显现，预计在用户数量增长和单位用户广告价值提升双重动力推动下，2015年国内网络视频广告收入有望达到198亿元（相当于每个网络视频用户广告价值41.8元，与07年电视广告每用户广告价值相当），5年CAGR达56%，占电视广告收入的比重也将从10年的2.7%提高至15年的13.1%。

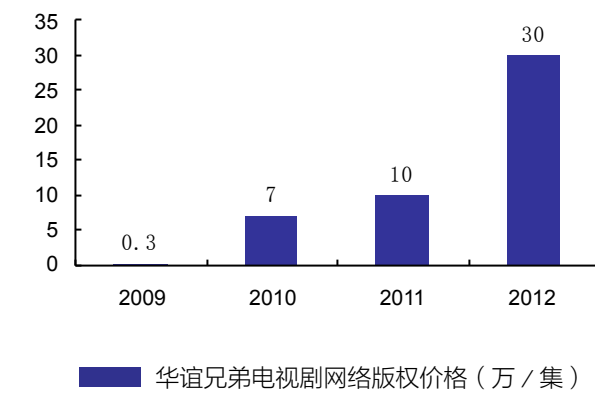
保守起见，以26%的收入占比作为计算基准，考虑到当前的市场竞争格局下视频网站内容竞争不断激化，我们逐年提高内容成本收入比至2015年的26.8%，测算得到2015年新媒体版权市场规模将会达到53亿元，接近10年收入规模的10倍。^{[1][2]}

图3：优酷土豆内容成本占收入比重逐步提升



资料来源：公司公告，申万研究

图4：2012年电视剧网络版权价格再次飞涨



资料来源：公司公告，申万研究

6 2014 年下一阶段 大券商 投资策略精粹



国泰君安—建议纺锤形配置 向大消费、创业板转移

推荐权重板块及白马成长股。

7月14日报告《博弈政策分歧下的反弹》中开始推荐哑铃型配置，这也是大反弹第二阶段的配置特征。进入第三阶段，政策、业绩及海外因素正在推动大消费板块及创业板指数进入爆发期。海外因素可能持续维持正面。美日欧各主要指数8月初以来明显反弹。阿里巴巴上市受欢迎程度也反映了全球投资者对于成长性股票的热情。当前影响市场方向的主要因素，包括国内的改革预期、海外的货币政策、地缘冲击等因素，都仍然在积极地推动市场向上攀升。

推荐大消费板块（食品饮料，医药，新机械，汽车，家电，环保等）成为第三阶段市场的主流配路，沪港通有望成为持续的催化剂。

安信证券—下一阶段企业盈利不 确定性上升

今年上半年，A股盈利（净利润）增速尽管较去年有所回落，但仍达9.5%。这是全年市场中枢企稳的基础之一，但三季度可能会面临较大的不确定性。目前来看，低迷的需求端表现对收入端的拖累可能很难避免，同时去年三季度是企业盈利的阶段性高点，需要对三季度A股盈利保持一定警惕。这一问题将在10月份逐渐显现，可能会以自下而上的方式影响市场。

新股发行和“沪港通”是影响近期市场资金面的两个重要因素，陆续发行的新股会对资金面产生时点性扰动，而沪港开通后外资金流入的实际效应弱于之前的预期效应。因此随着开通时点的临近或确认，短期套利资金流向上可能会发生变化。

申银万国—政策对冲的逻辑能 走多远？

“经济不好，政策对冲”的逻辑正在经受严峻考验。

经济基本面还是股市的最根本基础，在中国经济完成寻底的信号明确之前，不管什么原因，恐怕都难以持续推升全面大牛市。

楼继伟财长21日在出席G20财长与央行行长会议时表示“中国政府的宏观经济政策将继续着眼于综合性目标，特别是保持就业增长和物价稳定，不会因为单个经济指标的变化而做大的政策调整”，立场非常明确。

我们的趋势性判断：转型期市场经历了上半场的大幅系统性风险释放后，情况逐渐好转，向下已不必悲观，向上还缺乏持续动力，依然处于反复试探、矛盾和希望纠结的筑底阶段。

海通证券—不惧注册制，趋势不变

注册制推出预计渐进，短期影响有限。

第一，从制度推进的节奏上判断，即便年内推出注册制方案，需要等15年3月“两会”修改《证券法》后才可能推出细则，具体实施时间更不确定。第二，从资源配置角度看，资本市场发展有助转型、调结构，提高直接融资和股权融资比例有助降低企业杠杆率。但从历史上看，市场氛围好才更有助发挥融资功能，06-07年、09-10年由于市场火爆，IPO规模大幅上升，说明IPO本身不改变市场中期趋势，且注册制即便推进也是渐进式的。改革逻辑发酵下，增量资金流入。

7月以来的行情不同以往之处，就是有新增资金入场，包括三批。第一是QFII和RQFII代表的外资，典型的如南方A50ETF规模增长74%。第二是客户保证金余额，从5月底的5200亿增长到8300亿，扣除打新约2000亿，净增约1100亿。第三是股票融资余额，从6月底的3500亿增长到5000亿。四中全会、沪港通临近有助市场热情。

中信证券—防御为先，收缩战线

9月初，在经济基本面乏善可陈、全面深化改革明显加速的前提判断下，建议投资者重配顺应改革趋势的消费股和成长股。

亮马组合月度配置的7个行业中有军工、电力、农业、环保、电子、汽车灯6个行业跑赢基准沪深300指数。汇丰PMI预览值公布、新股申购将冻结数千亿资金、季末和长假前的资金流出效应逐渐显现等因素，对市场的冲击可能会显性化，而短线的题材股投资也缺乏明显主线，投资者追消息、超低价股/低市值股、击鼓传花的特征非常明显，市场可能已经运行到了风险释放的边缘。

在坚持9月月度配置的基础上，我们建议短期的核心操作应该是做好防御，可以一边减仓，一边移仓到低估值的银行、电力、白酒、建筑等中大盘股票，以及前期滞涨或景气回升相对确定的医药医疗、农业等股票中。

国信证券—建议关注互联网金融主题方向

8月以来，金融数据和宏观宏观经济数据的相继走弱使得经济线的逻辑已被证伪；但利率线和改革线逻辑仍然存在。在央行释放出宽松信号的情况下，市场的系统性风险相对可控。但如果缺乏新的刺激因素，市场将难以找到明确的投资主线，或将陷入活跃度下降的“渐冻症”。

这种情况下，建议重点关注两个方向：一是医药、食品饮料、汽车等消费龙头，成长确定且部分公司将受益于沪港通利好；二是互联网金融和资产证券化。本周李克强总理再次重申了通过改革来降低企业融资成本的意愿，而互联网金融的创新发展可以有效降低中间成本，资产证券化也可以起到盘活存量的作用。

因此未来相关领域可能会获得更多的政策支持，阿里的成功上市也为互联网行业提供阶段催化剂，建议关注相关机会。

书评：
《操纵世界之手——美国国家安全委员会内幕》

■徐国杰 / 文

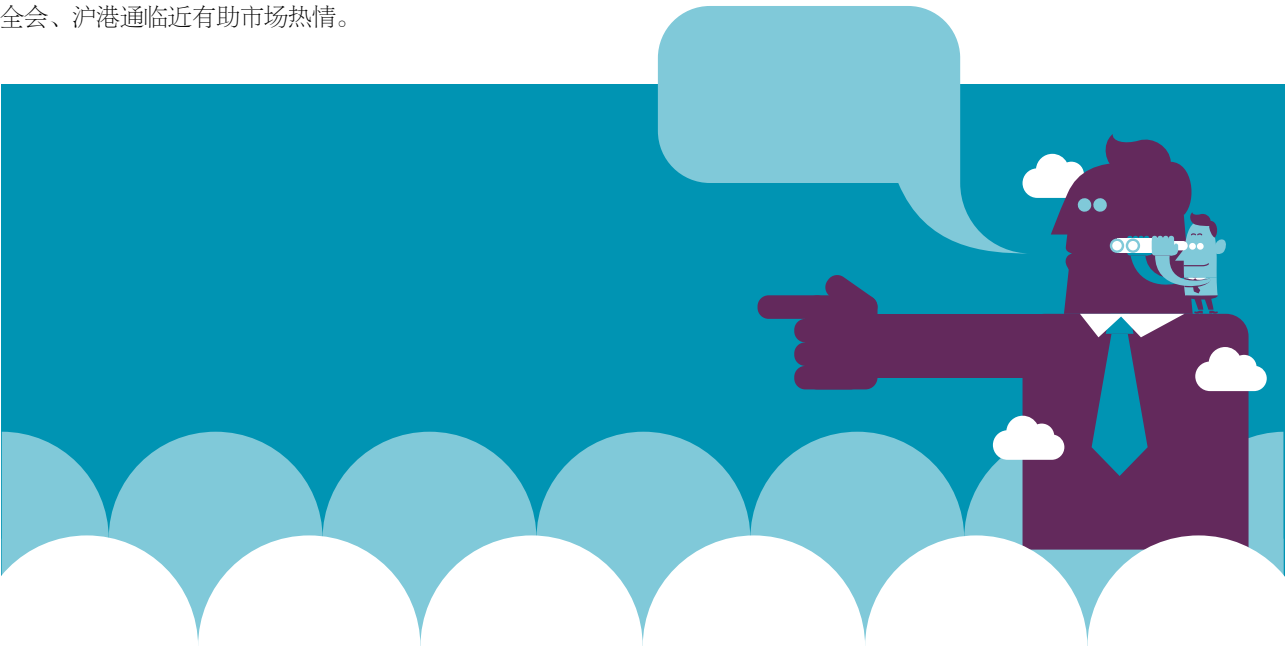
自从去年底党的十八届三中全会后决议设立国家安全委员会并由习近平担任主席以来，这个陌生的名词顿时成了国内热点词汇，这一机构显然是从美国借鉴而来，有传闻说，1997年江泽民访美时，接触了解了这一机制，有意引入国内，但最终未能设立。那么，这会是一个重构权力秩序的超级部门吗？它有什么职能，在运作起来后又怎样发展，普罗大众还是一头雾水，而这本《操纵世界之手——美国国家安全委员会内幕》就是一本趁热翻译推出的应景之作。这本书的作者戴维·罗特科普夫，曾任克林顿政府中商务部主管国际贸易政策的副部长帮办一职，有机会近距离审视这一神秘的委员会，再加上其在之后的工作中曾与基辛格等人共事，采访了过去60年150多位在外交政策制定机构工作过的官员学者，多少能抖出一些干货来。

美国国家安全委员会可能是这个世界上最有权力的委员会，它所制定的许多政策对于世界格局的走向都起到了重要的决定性作用，但这个组织却充满了神秘感，对其具体运作机制，工作职能人们更是知之甚少，这本书大致介绍了国安会的来龙去脉。

1947年7月24日由杜鲁门签署生效的美国《国家安全法》第一章确定并成立了国家安全委员会。国安委的职责我在这儿摘抄一遍，“向总统就有关国家安全的国内，外交以及国防综合政策提出建议，以确保军事部门等政策机构部门在国家安全问题上密切配合，高效合作。”委员会成员包括总统、副总统、国务卿、国防部长，由总统提名，经参议院提议并同意，愿意为委员会效劳的其他行政部门和军事部门的部长或副部长。同时又规定，委员会须有一支由文职执行秘书领导的幕僚队伍，该秘书由总统任命，当时谁都没有料到，这个职位后来逐渐被一个更高的职位所替代，就是如今众所周知的总统国家安全事务助理，相当于内阁级别，但不需要参议院认可才能就任，基辛格让这个职位一炮走红。这里顺带提一句，1947年的《国家安全法》不仅是设立国安委，还进一步设立了国防部长一职，建立起了参谋长联席会议和中央情报局。



戴维·罗特科普夫，卡内基国际和平基金会访问学者，加滕罗特科普夫国际咨询公司（总部驻华盛顿特区与纽约）总裁。他以评论员的身份出现在各大广播节目、有线电视节目及无线电台节目中，为全球许多份重要报刊撰写了100多篇有关国际安全和国际经济的社论。他曾担任信桥公司的主席兼执行总裁及基辛格联合咨询公司的总经理，并在克林顿政府时期出任负责国际贸易的商务部副部长帮办。



这个法案出台的背景是想确保政府在制定政策之前一定要集思广益，改善政策制定的程序，同时对于当时国务院，白宫，海军，陆军这些各行其事的诸多机构进行重组和协调，一个重要推动者是当时的海军部长福莱斯特，1947年9月26日，这个新机构召开了第一次会议。国安会通过的第一份文件就是同意在意大利开展秘密活动，防止意大利共产党控制整个国家。国安会早前确实集中于国家安全主题，但由于许多问题涉及财政和国家经济，财政部长等也开始出席会议，其议题包括军事、外交和配合使用的经济手段。

事实上，国安委刚成立以来并不显山露水，在艾森豪威尔、肯尼迪手上开始略有起色，真正形成了目前权力中心的格局是在尼克松手上，尼克松和基辛格一起塑造了现代国安委的机制，一个经典例子便是与中国的建交，最早秘密访问中国的是基辛格，而陪同尼克松访华的也均是国安委幕僚。“洛德是基辛格的助理，被指定为书记员陪同总统与毛泽东会晤，在后来官方公布的照片中，考虑到要抚慰愤怒的国务院，洛德在照片中被裁去了，因为国务院没有一名官员陪同总统访华。”当时国安委已经凌驾于国务院之上，在制定政府对华及各项外交政策上发挥着主导作用。美国几任总统都对国务院官僚队伍有负面评价，卡特就说国务官员从来没有提过什么有创意的好建议，他对国务官员的评价是，“性情温和，态度谨慎”，国务院由于缺乏活力，无法迅速行动，而卡特对国务院小心翼翼态度还有一个原因，他担心无法保密，“在国务院，根本没有什么秘

密可言，国务院和华盛顿邮报之间就像有根地下管道，一出什么事，马上见报。比如对于中美关系正常化的谈判如果一旦曝光，就会掀起部分人的反对浪潮，即将取得的成果也就功亏一篑了。”而牢骚满腹的国务院下级官员总是向媒体抱怨，国家安全事务助理在外交政策上一交遮天，权力过大。

虽然组成国安会的成员都是一些极具影响力的大人物，然而实际上政策的制定和出台过程并不完全有如我们所想像的严谨和程序化，这些风云人物也经常表现出普通人的一面，他们的性格，脾气和总统的私人关系，都在影响甚至左右着最终事关大局的决定的制定，而历史进程可能正是在这些人的意气用事中被塑造着。

比如在小布什政府的第一场危机中，国务院和国防部的冲突暴露无遗。2001年4月1日，美国海军一架EP-3侦察机与一架中国歼8飞机相撞，美军机在海南岛着陆，中方一名飞行员丧生，美中双方都对此措施强硬，火药味浓重。美国国务院通过上任驻华大使、前太平洋司令部总司令普吕厄率先同中国展开谈判。国家安全事务助理赖斯也很快建立起一支危机小组。通过11天谈判，中国答应释放全体机员，此时，普吕厄准备再接再厉通过谈判把飞机要回来（在紧急降落前，飞行员已经将高度机密的电子器械匆忙藏好。）但却接到时任国务卿鲍威尔的通知，由于飞机属于国防部财产，所以上面做出决定，由国防部接替以后的谈判任务。于是普吕厄写了一封信，主动提出自己可以代表国防部谈判，并承认国防部的领导地位，但国防部回应说，谢谢好意，

但不用了，他们会直接接手。接着国防部向中国派出了一支由较低级别官员组成的谈判队伍。中国领导人显然是被弄糊涂了，他们找到普吕厄询问情况，普吕厄说自己已不是谈判代表，建议他们去和国防部官员谈判。而国防部代表对中方提出了十分苛刻要求，措辞专横，导致中方认为自己受到了极大的冒犯。于是他们干脆把飞机拆解成碎片，装进集装箱，运回美国。普吕厄认为，只要稍加考虑中国领导人的某些利益需求，他就能在几天内把整架飞机完好无损地带回美国。先不说普吕厄是否有点夸大其词了，落到中国领土上的高科技飞机还想完好无损带回去？但这件事集中体现了国务院和国防部在官场上的明争暗斗。

又比如里根时期的国家安全事务助理克拉克法官，很好地体现了美国总统任人唯亲的一面。“克拉克法官来自加利福尼亚，没有读过大学，更没上过法学院，整天混迹在酒吧，但最终却成功结识了当时还是州长的里根，赢得了他的欢心，成为他的办公室主任，后来又受命出任加利福尼亚最高法院法官，作为里根忠心耿耿的好伙伴，他来到国务院的第一项任务就是替总统监督当时的国务卿黑格。克拉克之前曾在德国服过两年兵役，除此之外，他对国际事务一无所知，在出任副国务卿的听证会上，竟然结结巴巴，支支吾吾，回答不出什么是缓和政策，什么是第三世界国家，叫不出重要政府首脑的名字，也不知道如何解释美国在核扩散等重要议题上的立场。”但他就是凭借和总统的亲密关系成为了总统国家安全事务助理。



事实上，通读此书，可以发现，某个部门在总统所倚仗的序列里排名高低，跟其与总统关系亲疏有着决定性关系。“基辛格在出任国务卿后仍然兼着安全事务助理一职，因为安全事务助理的办公室离总统的椭圆形办公室只有几步之遥，可以随时见到总统。”不要说只有中国人精于关系学，美国人一样不弱于此道。中国国家安全委员会能发挥多大作用，还是要看具体负责这一委员会的官员本身能力以及和最高领导人之间的关系亲疏。

这本书从国安委成立前一直写到

2004年左右，在这几十年中，由于美国事实上处于全球第一大国地位，全球大事中大都能看见美国人的身影。越南战争，中东战争，古巴导弹危机，阿富汗战争中都闪现国安委身影，在这些关键时刻，国安委是如何运转的，美国总统又是如何思考决策的，书中也多有描述。但由于作者毕竟不是政府中核心高官，没有亲历过重大事件的决策过程，虽然凭借资料和访谈多少能还原一些历史内幕，但总还是有隔了一层的遗憾，不如看保尔森的《峭壁边缘》或者小布什的《抉择时刻》更来得有如亲历其境。 有图 有文

66

这本书从国安委成立前一直写到2004年左右，在这几十年中，由于美国事实上处于全球第一大国地位，全球大事中大都能看见美国人的身影。

99

投资中的君子之道——读余秋雨新作《君子之道》有感

■李晔斌 / 文

如何振兴中国股市？或者使得中国股市向着海外成熟市场靠拢，从《君子之道》中笔者同样找到了答案：就是要寻找和优化市场中各路投资者的集体人格。



余秋雨又出书了。已近古稀之年的余老以一本《君子之道》解读中华民族的集体人格，以不再追逐名利的心境分享人生的境界。

在他看来，中华文化的人格理想就是君子之道，中华文化的钥匙就在其中。了解君子之道，是在追踪中国人精神家园和人格世界的底蕴。

笔者利用国庆长假七天，听余秋雨引经据典，谈古论今，一气呵成，读得过瘾的同时，亦不免联想到其实投资和君子之道一样，在投资哲学上以君子之道处事往往能够取得不错的回报，反之以小人的思维模式实际操作投资，失败早已经注定。

代表君子的成熟市场

记忆尤深的是余秋雨在书中提到对中国文化而言，有了君子，什么都有了；没有君子，什么都徒劳。由此，如何复兴中华文化，余秋雨给出了解答，就是要寻找和优化中国人的集体人格。追求君子之道，中国人的灵魂便找到了故乡，也是建立现代社会和谐的文明秩序、重塑国民性格必

不可少的条件。

结合中国股市又何尝不是如此？如果整个资本市场都是由君子组成，那么中国股市就会变成国外投资教材里理想中的成熟市场，没有君子的结果，就好比听消息炒概念的a股市场，风气不好，想赚钱就难了。

如何振兴中国股市？或者使得中国股市向着海外成熟市场靠拢，从《君子之道》中笔者同样找到了答案：就是要寻找和优化市场中各路投资者（包括机构投资者和个人散户投资者）的集体人格。

显而易见，君子的人格映射了以巴菲特和格雷厄姆为代表的价值投资者的典型。

余秋雨认为，每个民族都有自己不同的集体人格。有的民族追求的是先知，有的是巨人，有的是绅士，有的是牛仔，有的是浪人或者武士。而中华民族追求的集体人格就是“君子”，这一点还没有像德意志民族的集体人格那样，让世界了解和接受。

所以我们经常能够看到那些愿意传道授业解惑的股神大多出自国外，国内的股神总是被披上神秘色彩，这

或许也能被理解为君子独善其身的秉性。需要解释的是，君子独善其身历来争议颇多，在此我们也不提倡之。

在随后的展开叙述中，余秋雨又幽默地表示，中国的古文就是老祖宗的“遗嘱”，告诉后人应有什么样人格和处事方式，君子就是其中的模范。随后他从“君子坦荡荡”、“君子周而不比”、“君子不器”、“君子怀德”、“君子有礼”、“君子成人之美”、“中庸之道”等方面讲授了如何成为一名君子的要领。他认为，君子之道存在于生活中的每一个微小细节。

君子与小人的投资区别

从君子之道引申到投资上，投资与投机的不同就在这里：买卖股票的表现反应了持有人的特征，理性的君子会选择投资,因此投资股的表现较稳定,也有较多的理性;而贪短利之小人（这里并非贬义）选择投机,所以投机股的表现也是周期很短缺乏理性。

所谓股票投资就跟做人一样：君

子少而小人多.君子规矩而小人难测.交友跟投资一样都有类似的哲学：想要短期得大利者交小人，而要获利终身找可靠的人为友则交君子。

更者：近朱者赤。就算你不是小人，与小人交往久了也会被同化成小人。投机搞惯了染上的赌习很难除掉，眼高手低永远看不上慢涨而长期可以赚大钱的股。事实上投机股大多没有业绩支持，所以是零和(业绩停顿)或是负和(业绩亏损)游戏，使得“久赌必输”必然实现，就像君子往往可以保身到最后一样，统计学显示，投资上最后的赢家仍然是坚持价值投资的君子。所以“炒股十炒九输”的定律在国内外放之皆准。

长期持有君子股的回报

在谈到古人君子之道时，有这样一个故事让笔者印象深刻：在《论语·卫灵公第十五》中孔子一行人欲往楚国见昭王，在陈蔡之间被陈蔡两国大夫派兵围困，粮草难以为继，跟从孔子一路行来的众人纷纷病到。子路很生气地说：“当君子也有穷困的时候吗？”孔子说：“（当然了，谁没有陷入困境的时候呢，不过）君子陷入困境时能固守他的节操不改，小人陷入困境就会放弃道德良知无所不为。”尽管孟子亦云：“虽有智慧，不如乘势；虽有磁基(锄头)，不如待时”。

现实生活中经常有人以此为据替投机辩解，只是不同的人有不同的理解罢了。笔者认为从投资角度而言，也有君子股与小人股之分，有英雄落难股，也有小人得志股。孔子说的话

并没有错，老天爷给我们创造了机会当然不能浪费，乘势而上是对的，时机不利（也就是各种条件不具备时）也不能凭一己之力蛮干。但作为一个合格的君子投资者，有一些原理和原则不能变，这就是孔子所谓君子固穷，亦即老子所谓“有所为，有所不为”。

君子股、英雄落难股我们要长期持有；小人股、尤其是小人得志股，一定要敬而远之，至少也得坚决抛弃。所谓“怕小人不算无能”，在股票投资这个问题上，先贤所谓“亲贤臣，远小人，此先汉所以兴隆也；亲小人，远贤臣，此后汉所以倾颓也。”

可是与君子交，也不能固执，更不能一味地死忠。《君子之道》中就提及古代有智者指出，当孝子和忠臣也不能不讲方法，一味死谏，当君父生气的时候，最好还是暂避其锋，所谓“邦有道则仕，邦无道则可卷而怀之”（见《论语·卫灵公》）。也就是说，当我们不能对上市公司形成一定的控制局面与较大影响力时，就是面对好公司股票，也不能不顾情况一味固守，形势好的时候不断增持，形势不好时不断减持，只是不要集中进出，总是一把赌输盈，别说合格投资者当不上，就是当个职业赌徒都不合格。

让伪君子股原形毕露

说到“底”，小人之股虽然是有暂时性的底部的，但它们真正的底部是破产是退市。只有君子股才有真正的底部，那就是它的实际价值区。有

人说，如果是一部印钞机、聚宝盆，无论什么价位都可以买，什么价格都不算贵。这种说法是不对的，有些天价是任何人都给不起的，比如人的生命、比如健康、比如良知。在《黑桃皇后》与《浮士德》里，都有男主人公为了成功与富贵，将灵魂出卖给魔鬼的情节——笔者相信在现实生活中会有很多人肯为荣华富贵出卖一切，但那值得吗。

现实的计算也向我们证明：决定投资收益比例的是投入产出比，也就是说以什么价位取得投资标的，关系着我们投资成功的程度——还是尽可能便宜点更好，好东西还必须有个好价钱才是一桩好买卖呀。

至于“顶”，余秋雨的《君子之道》中也有提及，人们往往会将伪君子提拔到他不能胜任的位置上去，之后便原形毕露。

如果一只股票的价格透支了未来几年的收益，高到了不合理的水平，这就是顶了，至于是不是最高点就别计较了，因为我们的能力达不到。

一般投资者往往会会计较多年来炒股的失误，不是在这只股票上太恐惧，买少了卖早了；是在那只股票上太贪婪了，买多了卖迟了。其实呢，关恐惧与贪婪什么事啊，一切错误在于我们的客观局限性给我们造成的无知。如果我们全知全能如上帝，或者我们掌握着详实的第一手材料，什么都在预想之中，怎么会有恐惧与贪婪呢？

回到君子身上，关键是要像君子一样坚持自我品格的修炼，抵制短期诱惑，才能最终成就投资上的大器。[图]

投资中的知与行

■王航 / 文

如果把“知”与“行”，理解为理论和实践，那么在投资中的确是知易行难。理论上，市场是有效的，可以自我纠错，投资者也都是厌恶风险和自发趋利避害的理性人，但实际上，我等凡夫俗子会犯很多例如过度自信、反应不足或反应过度等等认知和行为偏差错误，正是因为这些错误行为导致价格偏离内在价值，人性中恐惧和贪婪才是产生超额回报或是亏损的根本原因。

正如古希腊哲人希望用数学来解释全世界，经济学家和金融行业从业者们多年来也孜孜不倦试图用数学模型来发现投资的真谛，但实际情况是，由于在应用时受到诸多假设的局限，很多变量仍需要主观判断，因此模型所得结果的可信性大打折扣。要想获取投资的成功，所需具备的重要特征就是能够做到不随波逐流、人云亦云，但逆向投资的方法实践起来也远非说来那么简单，真正的考验来自当理想和现实出现偏差时，甚至长时间出现偏差时，能否在逆境中仍然坚持逆向。

“知”先还是“行”先，是在哲学上存在颇多争论的问题。

在投资中，投资理念可以看做是“知”的良知层面，是由价值观、人生观和世界观以及个人的性格特征所决定的，在这个层面上的“知”，应该是先于行的，它决定了投资者的思维方式和分析框架；而在投资方法层面的“知识”则更多是从实践中获得。

在投资领域，并非所有行为都符合逻辑，从实践中取得的经验也未必都是真知，但很容易使人因为策略暂时的奏效而陷入自我强化的路径依赖而难以走出；



历史会重演，但不会简单重复，因此以归纳总结为基础的投资方法很难长期奏效，不仅技术分析如此，很多基于对经济周期和行业景气周期波动预测的基本面分析也是这样，能够持续准确预测周期波动来去时点的一定是具备超能力的先知。

2006到2007年的大牛市后，很多投资者至今没有从周期为王的路上走出；在经历2010年到2013年结构特征非常明显的市场之后，刚总结出中国经济转型期投资机会主要来自成长加消费这样的经验时，2014年的市场却又呈现出另外一种特征，周期行业比如钢铁、有色、汽车等野百合也有春天，而食品和医药等消费品表现则差强人意。今年以来经济基本面和股市走势的背离，让股市是经济的晴雨表的经验失灵，此外，试图通过预测二级市场行业轮动节奏以获取超额收益的方法在这两年的投资实践中也同样受到挑战。

投资中的“知先行后”，还可以理解成大胆假设，小心求证。在掌握准确信息的基础上作出合理预测之后，投资的成功决定因素便取决于对预测发生概率的测算，这种求证的过程就是通过分析筛选出那些能够大概率发生的投资机会。

投资中“知”是为了发现投资机会，挖掘出好的投资品种，即“买好的”；“行”，则是要“买的好”，把握好的买卖时机。在众多买方、卖方充

分覆盖的市场中，既能“买好的”，又能“买的好”谈何容易。从长期着眼，以获取企业的控制权为目的的投资，并不强调买卖的时点，较之以博取二级市场买卖价差为目的“投资”，更容易做到“知行合一”。

互联网时代，对研究和投资的求知和践行提出了更高的要求。在“知”的方面，借助于互联网，信息量及其扩散速度成几何倍数增加，如何在大量的财报、研报和海量的信息中，屏蔽噪音，找到对做出正确投资决策有用的内容，这既需要投资者有很强的信息搜集和筛选能力，也需要他具有较高的情商和良好的沟通技巧。

在“行”的方面，个体化、碎片化和去中心化成为第三次工业革命的核心内涵，投资管理行业也呈现这样的特点，我们看到越来越多的专业化的个人投资者、小型投资机构大量涌现，市场投资者结构正在悄然发生变化，互联网不仅使个体化的投资对市场的影响日趋加大，同时也产生出一些新的投资方法，比如通过互联网金融大数据构建选股模型，使得基于信息论和行为学的投资方法更为可行。

互联网以及互联网金融的发展，不仅对原有的投资行业生态造成颠覆，对传统的投资方法甚至投资理念都会形成冲击，能否主动适应这样的变化，将成为投资者在A股“新常态”中取得成功的关键。

华尔街“孤狼”：敌意并购大师卡尔·伊坎

■章奇奇 / 文



卡尔·伊坎最近颇为活跃。卖掉手中所有的零售折扣店家乐多乐（Family Dollar）的股份，赚得近2亿美元；增持Take Two互动软件公司股份至12.3%；掌控赫兹全球控股（Hertz Global Holdings）公司，并对这家陷入困境的汽车租赁公司发号施令……这位78岁的老人显然还没有退休的打算。

而这对华尔街那些处于经营或者财务困境的大型公司CEO们并不是什么好事。“企业狙击手”、“毫无感情的投机商”、“凶猛的鲨鱼”、“巨头企业对博者”……近40年的投资生涯，卡尔·伊坎（Carl Icahn）收获了如此多的名目。将“凶猛的尖牙”对准那些上市

大公司，运用诸多合法的金融手段，逼迫漠视股东利益的董事会做出战略改变、利益让步甚至是金钱割肉，为自己赢得丰厚的利润，同时也给追随他的股东们带来实际收益。没有人比卡尔·伊坎安于此道。通过对企业一次又一次的成功“突袭”，他成为令所有美国上市公司都害怕的凶狠野兽。

敌意并购高手的另类投资哲学

在繁华的曼哈顿街区历史悠久的通用汽车大厦（GM Building）顶楼，一间充满怀旧风情的办公室内，一位穿着休闲棉布裤子和船鞋，腰上系着似乎不太上档次的编织皮带，脖子上缠着两副眼镜的老人，正埋头在黄色笔记本上写东西。

看到如此平和的画面，你一定不会和“华尔街狙击手”这样的词汇联系起来，但是无论以何种场景出现，这个人就是令很多企业家胆颤的卡尔·伊坎，这位以敏锐的嗅觉和闪电般速度著称的资深投资人，已经在华尔街驰骋逾半个世纪。

通过杠杆收购等手段，过去数十年间他成功“猎食”了数十家知名企业，从石油天然气到酒店，从药品到地产，从手机制造商摩托罗拉到传媒集团，其中不乏雷诺兹烟草公司、惊奇动漫、狮门影业、雅虎等行业大腕，而在1985年对环球航空公司的恶意收购，让伊坎“企业掠夺者”的形象深入人心。

显然，伊坎的制胜之道并不复杂。简单来说，就是通过恶意收购目

66

‘企业狙击手’、‘毫无感情的投机商’、‘凶猛的鲨鱼’、‘巨头企业对博者’……近40年的投资生涯，卡尔·伊坎（Carl Icahn）收获了如此多的名目。

99

标公司，逼迫其以较高溢价实施回购，或者通过推进公司管理或策略的改革，让公司股票价格短期内快速上升，然后抛售套现。

但其中的关键是，伊坎在选择“猎物”时有着自己的独到之处。

“他会在最不可能的时候买入企业的股票，那时人们只看到企业毫无希望，所以在当时，很少有人会认同伊坎的做法。”瑞银的投资银行主管肯·默理斯曾这样表示。而伊坎对此的解释是：“大家一致的看法常常是错误的，如果你随波逐流，成功就会远离你，所以我买的都是那些不那么耀眼、不被人喜欢的公司，要是整个产业也失宠于大众就更好。”

为了寻找这些不被人看好的公司，伊坎将自己埋身于曼哈顿总部高明的研究团队中。他常常一天打十多个小时的电话，对象包括投资银行家、对冲基金经理、分析师等一切能给他提供线索的人。一旦找好猎物，伊坎就会与同事们对该公司的每个方面都仔细分析，翻来覆去地分析。

而其高级顾问则表示：“一半以上的好点子都来自于伊坎。”多年的投资生涯，已经让这位投资家练就了

一双锐眼，“我通常都是在买没有人想要的东西。”——这也成为了伊坎自己总结的投资哲学。

不过，虽然从理论上来说，恶意收购者进入公司后会有一系列的举措，诸如将边缘资产抛售、更换经理人、回购股票来减少流通股数量等等，从而实现股东的权利。但是根本来说，恶意收购者的兴趣不在于提升公司竞争力，而是刺激股价上扬，从中获利。这种破坏性的投资是否真能保护股东的权益确实值得斟酌。

聚集财富的三大“法宝”

2013年福布斯全球富豪榜榜单上，伊坎以200亿美元的身家位居第26位。如此快速的财富聚集背后，和伊坎手中紧握的三大“法宝”密不可分”。

有关资料显示，由伊坎一手创建和管理的伊坎合作基金曾连续三年年投资回报率达到40%，而根据伊坎企业最近发布的一份财务报表，伊坎的投资基金的回报率在2013年高达31%，正好与美国股市2013年的涨幅齐平。

伊坎合作基金已经成为其最重型的“法宝”。

66

不管你信不信，现实中的伊坎是一个复杂而又多才多艺的人，他精通各种赚钱之道，可能他为股东赚的钱比这个星球上的其他任何投机者都多。

99

这一已经运转10年的对冲基金管理着70多亿美元的资本，其中伊坎本人出资15亿美元。该基金不仅设定了2500万美元的投资门槛，而且还收取2.5%的年费和25%的年度净利润，比一般的对冲基金都要高(其他对冲基金通常分别只收取1%和20%)。据悉，在投资功能安排上，该基金主要投资于伊坎擅长的恶意收购领域。

与伊坎合作基金并行，American Real Estate Partners(AREP)也常为伊坎所用，成为其第二大投资工具。AREP是一家私募股权投资基金，过去的两年里共为股东创造了约40亿美元的财富。该基金的策略是：低价买入一家没人愿买的企业，之后把企业经营好，通常持有六七年，在公司获市场青睐时高价出售。伊坎用这个办法在房地产、赌场、能源等领域多次出手，屡试不爽，获利巨大。那些在上世纪90年代被该基金购买的公司，出售时的价格已是购买时的6倍。

此外，伊坎还将把自己另外20%的资金投入到每个伊坎合伙人公司购买的股票中，目前伊坎在这方面的投资达26亿美元，遍布交通制造、汽车零部件、金属再利用、电信服务等行业和领域。

通过这三大工具，过去40年时间里，伊坎给美国商界制造了不少麻

烦，给他自己和投资者都赚足了银子。

同为金融界亿万富豪的利昂·布莱克(Leon Black)曾这样形容伊坎：“他喜欢赢，喜欢钱——但钱只不过是显示他发掘价值并赢得胜利的记分卡而已。”上世纪80年代，布莱克在德崇证券(Drexel Burnham Lambert)当投资银行家时曾为伊坎服务过，后来他与别人共创了私募股权巨头阿波罗全球管理公司(Apollo Global Management)。他说：“伊坎既聪明又无情，不在乎别人的看法。虽然他并不总是正确的，我永远不会当他的对手。”

充满争议的“激进投资者”

随着年事渐高，伊坎开始更加关注伊坎帝国的未来。他现在更喜欢用“激进投资者”来形容自己。

当然，与Meister、Daniel Loeb和Barry Rosenstein等新晋激进投资人相比，伊坎运营的资金由他全权控制，而且他可以将目标放在此前人们认为不可攻破的那些公司上。

因为伊坎现在所做的是已经发生了巨大的变化。过去他先是利用垃圾债券等杠杆工具来袭击企业，后来又搞明白如何通过对冲基金架构利用其他人的钱。现在他用的完全是自己的

钱，他不再需要其他投资人的认可或批准。

激进而另类的恶意收购手法，注定让伊坎的形象并不是那么正面。然而，他却为很多普通投资者带来了实际的利益。他通过收购目标公司股份，以股东或董事身份寻求从内部改变公司，追求股东利益最大化，之后机构投资者积极参与公司治理，可以克服小股东治理激励不足，弥补大股东内部控制的缺陷。

《财富》杂志曾这样描述他：不管你信不信，现实中的伊坎是一个复杂而又多才多艺的人，他精通各种赚钱之道，可能他为股东赚的钱比这个星球上的其他任何投机者都多。

在很多人看来，伊坎早已到了退休的年纪，不过，和他交谈上几分钟，你就能发现他对投资其实是欲罢不能。

“退休了我能干什么呢，找地方玩沙狐球？”每次一提到退休，伊坎总是摆出一副打死也不干的样子。“想想亚历山大大帝，他就永不停歇。”伊坎说，你攻下一个国家，开始殖民，然后继续进攻下一个。

当然，伊坎和亚历山大大帝有着很大的区别。后者32岁就英年早逝，而前者78岁仍不见他放缓前进的脚步。



有胆行天下

全季出行必备

TIEF PRO 三合一羽绒内胆冲锋衣

服装科技
外层TIEF PRO 四重防水冲锋衣：
超强拒水，防风透湿，弹力耐磨，持久耐洗
内层羽绒内胆：
高效锁温，深度保暖
适用环境
雨、雪、大风天气
适用户外运动
登山，徒步，旅行，滑雪，野营



官方网站: WWW.TOREAD.COM.CN

服务热线: 400-700-8178



MAJESTY  YACHTS
155



www.bahrfuss.com.cn

大中华区唯一指定代理商

上海巴富仕游艇销售有限公司

Shanghai Bafs Yacht Sales Co., Ltd.

地址 上海市中山南路1029号幸福码头1号楼6楼

电话 +86 21 51096080

传真 +86 21 33762377

贵宾专线 400 181 0810

贵宾咨询 189 3023 6380

MAJESTY  YACHTS

皇家游艇