

資智通鑒

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

ISSN 1009-8585



第10辑

国泰基金 主办

2015 继续创新

改革、创新这两个近几年反复提到的词汇，经过2014年的初探，时值2015年，在中国经济新常态的格局下，又将翻开它新的篇章。



“国泰基金日”

年度策略研讨会精彩分享

主题故事

2015年资管核心竞争力：继续创新

对话新华医疗总经理许尚峰

做医疗器械的国产化领军先锋

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



海上盛世



稼穡稻穗稞稷，皆从禾。

从禾(上海)农业发展有限公司，以使都市精英品尝到至严选、至本真、至环保的田园滋味为己任，捍卫您的健康与品位。

舌尖源自土地。我们的农业专业团队足迹遍及华夏，从全国数百家优质基地中进一步挑选顶尖合作者，建立采购基地与农业合作社，云南、陕北、浙江、江苏、广东、上海……我们在山与水、城与乡之间搭通绿色桥梁，确保最好的产地，以最快的速度，出现在高端消费者的餐桌上。

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: 上海市浦东新区金沪路1269号
办公电话: 021-61069688

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

資智通鑒

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

(第10辑)

资智通鉴编委会

资智通鉴

「中国「前」沿「资」产「管」理「者」思「想」精「粹」

(第10辑)

主办方：国泰基金管理有限公司

GU•TAI
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)

“兴”里寻“牛”千百度

《说文解字》中这样解释道：“兴，起也。从舛从同。”舛，古时表示抬轿子，后引申为“抬”；同，同力。

简单点说，大家一同提倡、发动、举办某件事，使之旺盛、流行起来，那就是“兴”。用时下热门词汇来给“兴”字做2014年资管行业注的话，最贴切的莫过于“创新中继”了。

2014年以来，资本市场改革在政策支持层面渐次展开，利好基金行业发展。5月13日、6月13日，证监会相继推出《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》、《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》。

作为“新国九条”的后续政策，意见明确提出从三个方面推进证券投资基金行业的创新发展：一是加快建设现代资产管理机构；二是支持业务产品创新；三是推进监管转型。

由上而下、合众之力产生的效果似乎还没如2013年创新产品涌现般爆发，究其原因，或许是牛市的突如其来。

的确，2014年年末榜单上“股债双丰收”的业绩，暂缓了资管行业创新的饥渴——上半年，在火热的债市推动下，债基大受追捧；到了下半年，受益于蓝筹起舞，以金融、蓝筹为主要投资标的的股基产品、指数产品赚得钵满瓢溢。

但过去几年创新的成果亦在牛市中得到体现，根据大智慧的统计，截至2014年12月29日，国泰房地产行业指数分级B近六个月的增长率达到144.58%，行业分级基金高杠杆特性在这轮行情中得到充分体现。

可以说，若一定要选一类基金产品和一个基金行业现象来体现2014年基金行业，乃至整个A股市场之“兴”的话，窃以为缘于两年前熊市末期埋下的创新种子——分级基金有望力排众议、脱颖而出。

当然，以上只是基金行业在2014年之“兴”的小小一角。同样是2014年，我们也看到了资管行业更多的制度创新，从基金公司内部事业部制变革、资管机构之间的合纵连横、远交近攻，都是资管行业在新常态下创新与发展不可或缺的一环。

正是“众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在，灯火阑珊处”——这里可以凑趣一改，叫做“兴”里寻“牛”千百度……玩笑则个，牛市中同样不能少了创新，可以想见，未来的空间更大。

我们将本期主题定为“继续创新”，与各位资管同行在牛市中共勉：不忘初心，不忘创新动力。



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

黄焱 Huang Yan / 乔巍 Qiao Wei

沙暎 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

章奇奇 Zhang Qiqi

策划编辑 Editorial Director

姚辰 Yao Chen / 金宜康 Jin Yikang / 杨骏敏 Yang Junmin

设计总监 Design 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 Corporation

《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

前言 / PREFACE

01 “兴”里寻“牛”千百度

微财经 / BRIEF

视界天下 / WORLD

国泰基金日专题 / SPECIAL SUBJECT

08 新常态 新未来 - “国泰基金日”年度策略研讨会精彩分享

11 圆桌对话之 2015 中国经济社会及资本市场

13 圆桌对话之 2015 年资本市场投资策略

14 “实践·思辨”模式创新

——2014 国泰基金分级产品高端论坛

17 圆桌对话之新常态下的投资机会

18 混合所有制下的投资新机遇

19 圆桌对话之思想碰撞：夜话混合所有制改革

**封面故事：2015，继续创新！**

历史的车轮从未后退，只能继续向前。

泛资管时代，行业松绑，牌照放开，资管业务的外延正在不断的延伸，与之对应的依赖大股东、坚守政策的老模式，已经越来越显现出它的疲态。

改革、创新这两个近几年反复提到的词汇，经过 2014 年的初探，时值 2015 年，在中国经济新常态的格局下，又将翻开它新的篇章。

▶ MARKET

市场 / MARKET

主题故事 COVER STORY

- 21 2015 年资管核心竞争力：继续创新
- 24 2015 年资管十大创新业务和产品遐想
- 28 2015 年产品浪潮将卷向何处？

权益 / EQUITY

- 31 梦想照进落实——2015 年 A 股投资策略报告

量化 / QUANTITATIVE

- 34 分级基金羊年尚能牛否？

绝对收益 / ALTERNATIVE

- 37 2015 年固定收益投资策略

公司 / COMPANY

对话 DIALOGUE

- 40 做医疗器械的国产化领军先锋
——专访新华医疗总经理许尚峰

调查 INVESTIGATION

- 44 黑色星期五：美国购物狂欢 中国电商启航

新商业 NEW BUSINESS

- 46 家装行业也触网 迎来电商革命

海外 OVERSEAS

- 48 浅析国际油价下跌的连锁反应

人物 / PEOPLE

- 51 国泰君安董事长万建华：金融创业家的下一站

卖方 / SELLER

分析师 ANALYST

- 55 医疗器械行业：中高端看创新能力，中低端看横向扩张能力

视点 VIEW

- 57 2015 年各大顶级券商投资策略精粹

文化 / CULTURE

悦读 READING

- 60 规律、逻辑、黑暗森林
——读《“地球往事”三部曲（又名三体三部曲）》有感

国学与投资 SINOLOGY AND INVESTMENT

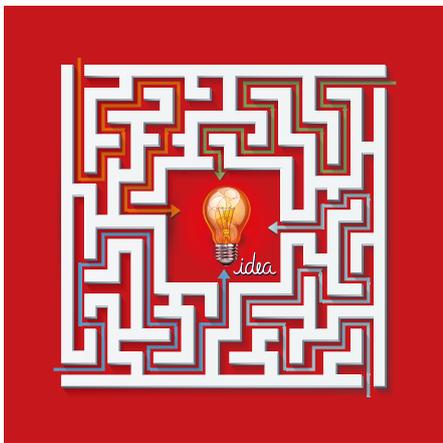
- 62 书法与投资：变化中孕育强大生命力

投资笔记 / INVESTMENT ESSAY

- 64 牛市“风乍起”

大师 / MASTER

- 66 肯尼斯·格里芬和他的金融城堡



新常态的核心是变革

“新常态的关键是营造新的增长点，为新一轮增长奠定基础，最核心的要素是变革、创新”，清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵指出了创新改革三大方面：投资变革、产能绿化、消费变革。其中消费变革将具有消费下沉、互联网凸显、非物质比重增加的特点。

【趋势】

国土部：2015年将选择若干试点进行土地制度改革试验

2014年12月29日，中国土地勘测规划院在京发布《2014年中国土地政策蓝皮书》。指出了2015年的土地政策将包括：农村土地制度改革将向前推进，耕地保护政策更加严格，节约集约用地、增量存量并举成常态，市场配置土地资源机制将更加完善。

国资委敲定2015年七大改革

2014年12月27日在首届国企改革发展前沿论坛上，国务院国资委研究中心主任楚序平指出了2015年国有企业改革有七大任务。一是要深入做好准确界定不同国有企业功能工作；二是要稳妥、规范、有序发展混合所有制经济；三是要进一步完善现代企业制度；四是要积极推进剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题；五是要加快推进“四项改革”试点；六是要稳妥推进薪酬制度改革；七是要改革完善国有资产监管体制。

国务院拟扩大上海自贸区范围 增设粤津闽三区试点

2014年12月26日全国人大常委会全体会议上，商务部部长高虎城作了关于广东、天津、福建和上海四个自贸试验区调整法定行政审批决定的说明。

国务院决定推广上海自贸区试点经验，设立广东、天津、福建三个自贸试验区，并扩展上海自贸区的范围。

2015年起调整进出口关税

2014年12月16日，财政部网站消息称，为充分发挥关税对统筹国际、国内市场和资源的引导作用，支持产业转型升级，推动对外贸易发展方式转变，促进经济持续健康发展，经国务院关税税则委员会审议并报请国务院批准，自2015年1月1日起，我国将对进出口关税进行部分调整，对部分进口商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。

2015年中央一号文件主题：聚焦农村集体产权改革

2014年12月5日，中共中央政治局召开会议，分析研究2015年经济工作。此次会议被认为是在为即将召开的中央经济工作会议定调。会议提到，要坚定不移推进经济体制改革，推出既有年度特点、又有利于长远制度安排的改革举措。

中央经济工作会或启动下35年发展序幕：着重新动力

2014年12月9日至11日中央经济工作会议指出2015年要推进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展，逐步增强战略性新兴产业和服务业的支撑作用，着力推动传统产业向中高端迈进，促进大众创业、大众创新，积极发现培育新增长点。国家发改委学术委员会秘书长张燕生表示：“过去35年的增长是高增长、低就业，下35年的增长将是低增长、高就业，更多地依靠科技进步，以及创新驱动。”



【行业】

互联网保险监管办法有望近期出台 行业增长添动力

为促进互联网保险健康发展，中国保监会起草了《互联网保险业务监管暂行办法(征求意见稿)》，自2014年12月10日起向社会各界征求意见。《办法》不仅对市场关注的经营条件与经营区域等问题给予了明确规定，而且从信息披露、经营规则、监督管理等多个方面对互联网保险经营进行了规范。

体育产业振兴在即

2014年12月29日全国体育局长会议上，国家体育总局局长刘鹏表示：体育产业作为国民经济增长点作用日益显现，2013年同比增长11.91%，增加值占GDP比重增加到0.63%。

工信部发布海工装备行业规范条件

据工信部网站2014年12月31日消息，为进一步加强海洋工程装备行业管理，大力培育战略性新兴产业，加快结构调整，促进转型升级，引导海洋工程装备生产企业持续健康发展，工信部制定了《海洋工程装备(平台类)行业规范条件》，对基本要求、技术创新与质量控制、项目管理等方面予以明确。

能源局推动能源生产消费革命

全国能源工作会议于2014年12月25日召开，国家发展改革委副主任、国家能源局局长吴新雄在会上表示，2015年国家能源局将采取七项重要措施，着力推动能源生产消费革命，促进能源转型升级，努力构建安全、稳定、多元、清洁的现代能源体系。

【海外】

美国GDP增速创十一年新高

美国2014年三季度GDP终值增长5.0%，为十一年来最快增速。美国经济在过去两个季度的GDP平均增速为4.2%，这是自2003年以来美国经济录得最强劲的6个月平均经济增速。二季度美国经济增速为4.6%，第三季度再创佳绩意味着美联储加息的理由更加充足了一些。美国银行全球经济研究联席主管Ethan Harris表示，“在长达5年的低迷之后，美国经济终于迎来复苏。我们预计未来美联储将以温和而缓慢的方式调整货币政策。”

日本再推3.5万亿日元刺激措施

2014年12月27日，日本内阁批准3.5万亿日元的额外经济刺激方案，以拯救接连两个季度发生经济萎缩的日本。其中1.2万亿日元政府开支用于支持日本国民和受到创伤的日本小企业，0.6万亿日元用于支持日本国内区域经济发展，1.7万亿日元用以加速遭受自然灾害地区的经济重建，并改善备灾物质条件。

欧洲复苏疲软 德央行下调本国经济展望

因欧元区复苏挣扎，德国央行下调德国经济前景预期。

德国央行下调2015年、2016年德国通货膨胀和经济增长预期，反映出欧元区在提高消费者价格上的挣扎。

位于法兰克福的德国央行预计，2014年德国通胀为0.9%，低于其6月1.1%的预测。它还下调了今年实际GDP的增长预期，从1.9%下调至1.4%。

7.2%

2014年11月工业增加值同比增速回落至7.2%，低于一致预期7.5%和上月的7.7%，这是2009年以来第二差的月份，仅好于8月的低位6.9%。这一“略有些令人失望”的数据反应了工业部门的疲弱，11月的APEC会议要求北京周边六省市限产对此造成了影响。

22.2%

2014年12月16日公布的商务部数据显示，11月当月中国实际使用外资金额103.6亿美元，同比增长22.2%，创今年以来最高值，市场预期仅为1.1%，上月增速为1.3%。对外直接投资方面，商务部数据显示，1-11月累计对外直接投资898亿美元，同比增长11.9%；其中11月当月，实现非金融类对外直接投资79.2亿美元，同比下降26.1%。

-22亿元

根据近日的央行数据，中国2014年11月金融机构外汇占款环比增加22亿元，相较上月增加661亿元的规模大幅下滑。近来外汇占款数据多呈上下波动的态势，尤其是2014年下半年以来更加明显。

76座

2014年11月百城价格指数显示，百城均价环比下降0.38%，同比下降1.57%。从涨跌城市个数看，76座城市环比下跌，较上月增加了3座。23座城市环比上涨，较上月减少4座。2座城市持平，较上月增加1座。



丰田力推氢电池车Mirai

普锐斯刚刚成为首款真正的畅销混合动力车，丰田就希望“未来”（Mirai）有朝一日成为首款畅销氢燃料车。2014年12月15日Mirai在日本国内发售，2015年下半年美国和欧洲市场可售，续航里程482公里，比绝大多数插电式电动汽车高得多。它以宇宙中最丰富的元素“氢”为燃料，排放的只有热量和水。

虽然Mirai比普锐斯跑得快，但它不是跑车。Mirai百公里加速为9.6秒，发动起来就像电动汽车，没有那种内燃机工作造成的震动。在东京湾人工岛Odaiba试驾Mirai，除了窗外呼啸而过的风声和悬挂系统工作时偶尔发出的闷响，车内就像禅室一样宁静。Mirai还身兼移动发电站的功能：如果发生地震或其它紧急情况，连上后备箱的插座可供一个普通日本家庭一周的用电。

美国最大汽车经销商AutoNation首席执行官杰克逊(Mike Jackson)表示：“每一家汽车制造商都有多款混合动力和电动汽车要推出，丰田却说‘我们准备搞全电动车，氢燃料电池车才是最终答案’。”



2015年美股继续牛市 涨幅可达10%

本轮牛市始于2009年三月，持续时间已属历史上第四长——而且上周跌势不影响牛市的继续。这是华尔街明星策略师的普遍看法，他们预计明年标普500指数将上涨10%。在年初至今上涨8%之后(且不提2013年30%的涨幅)，能有这样的涨幅当然值得高兴。这头老牛差不多满六岁了，但精神似乎仍然健旺。尽管一些策略师比其他策略师更看涨美国股市或一些策略师不如过去看涨，但他们对于明年的大市方向都没有异议。

华尔街明星策略师对明年标普500指数的预期最低为2100点，最高为2350点，预期中位数为2208点。

就像2013年12月大家一致预期今年股市上涨时一样，策略师们对明年普遍看涨可能会使逆向操作者却步。不过现在很难对2013年策略师们预计2014年大盘上涨10%说三道四，还有12个交易日2014年就要过去，华尔街预言家的预言与实际情况相去不远。

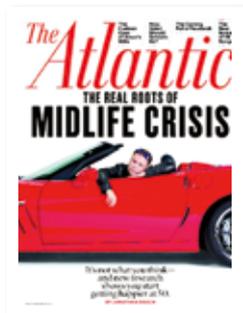


论中国“新常态”： 习近平需要十分强硬

最新一期的美国《新闻周刊》在封面文章中，就中国经济增速放缓问题展开论述。在改革路线发布后的一年时间里，关于改革紧要性的讨论愈发激烈。文章称，在国内，对于那些尚未成为中产阶级的中国公民来说（经济学家们估计这个群体大概还有5亿人口），他们对改革的态度完全取决于改革成功与否。对于那些已经实现“中国梦”的人群来说（意味着有体面工作、有房有车的人群），他们希望他们现在获得的利益能够在改革中得到巩固。

对于承担着创造合理社会保障系统（包括针对一个老龄化愈发严重国家的全国退休保障系统，以及现代的医疗保障系统等等）的巨大压力的政府来说，一个停滞的经济状况将会使所有这些努力付诸东流。

作者认为，中国新一届政府为应对挑战已采取了值得赞扬的措施，但仍然面临复杂的改革任务，“真的需要十分强硬才行”。



亚马逊的中国信使皮亚琴尼

作为亚马逊全球高级副总裁，皮亚琴尼掌管着亚马逊这家电子商务巨擘除美国之外的所有市场。

在细节和数字面前，亚马逊没有人能骗过这个鲜为人知的意大利人迭戈·皮亚琴尼(Diego Piacentini)。他每周要看一份高达38页的数字汇报，每一页有超过200个数据，上面标明了每种单品的价格对比、周转时间等核心数字。皮亚琴尼如此重视数据的理由非常简单——他不可能掌握每个国家的语言，但数字不会骗人。

对贝索斯而言，中国是一场艰难的远征，皮亚琴尼则被赋予拯救者的角色。现实中的他堪称亚马逊的“马可·波罗”。每两个月，他就要踏上一次中国的土地。

亚马逊并不排除失误。贝索斯经常对皮亚琴尼说：“人都避免不了犯错，如果我犯错，宁愿是投资过多犯错，而不是投资过少没有机会去犯这些错误。”这正是亚马逊在中国的投资策略。在皮亚琴尼看来，贝索斯不想在中国市场错过任何机会。

为啥人到中年最郁闷？

“中年危机一般会发生在40多岁，人们这时候会思考人生，问自己这就是生命的全部吗？不过10年之后，当你再次审视自己的生活，发现还是相当不错的。在我50多岁时，再回想他的话，觉得很正确。出乎所有人的意料，我又像二三十岁时重新萌发了冒险的念头。每天醒来时我满脑子都是未来的日子，而不是已经流逝的五十年。”

上世纪90年代，研究幸福经济学的经济学家大卫·布兰奇福特对工作与幸福感之间的关系产生了浓厚的兴趣。与此同时，发展经济学家格雷厄姆，目睹了秘鲁人摆脱贫困的经过，让人大吃一惊的是，许多摆脱贫困的秘鲁人同样认为自己过得还不如生活困顿的时候。

研究表明，不管是在什么样的国家，都有着相似的情形：人们对生活的满意度会随着年龄的增大而降低，在40多岁50出头时达到谷底，不过在几年之后，幸福感通常又比壮年时更多。这个模式被称为“幸福U曲线”。

给美国政改的三条建议

美国自里根和克林顿时代以来已经发生许多变化。金钱渗透了选举，许多人认为，这导致立法机关腐败。政党愈发极端化、愈发不信任对立党派。美国的政治架构是问题之一。众议院许多议员通过改化本地选区而获得了绝对性优势。他们唯一担心的是，有人会在党内初选阶段跳出来指责自己立场过于柔弱。所以，他们主动迎合党内初选阶段投票的政治狂热分子，把任何妥协机会都当作烧国旗一般不可接受。

美国需要实行更多的改革措施，在不修宪的前提下，强化中间派、消除制度障碍。以下为三条建议：第一，撤销参议院的阻挠议事机制。第二，停止更改选区。第三，其他州都应该效仿加州的公开式初选。

这几项改革都不会很快落实，都需要各州长时间的讨论。但如果美国想要获得更好的治理，那美国人就得改变政治精英的选举模式。

新常态 新未来

“国泰基金日”

年度策略研讨会精彩分享

2014年12月16日，新一届“国泰基金日”在上海虹口区外滩茂悦大酒店举办。“国泰基金日”是国泰基金为高端客户量身定制的年度策略研讨会议，旨在为专业投资人提供高端交流平台，到2014年已连续举办7届。本届会议的主题为“新常态，新未来”，由社会发展展望、宏观经济展望、投资策略研讨三部分构成。清华大学社会学系教授孙立平先生、国务院国资委研究中心副主任卢永真先生、IDG资本合伙人李丰先生、中信证券首席经济学家诸建芳先生、兴业证券首席策略分析师张忆东先生、申银万国首席策略分析师王胜先生、国信证券首席债券分析师董德志先生等嘉宾发表了主题演讲并奉献了精彩的互动对话。下面小编为大家送上各位嘉宾的真知灼见。



欢迎致辞：陈勇胜

国泰基金董事长

国泰基金每年12月份都会举办一次国泰基金日，就目前的情况以及下一年的宏观经济形势，市场走势以及如何进行投资布局等进行热烈讨论，在座的各位都是中国证券市场多年来的参与者和建设者，对牛市期盼已久，在中国经济步入新常态的背景下，很多人在思考中国资本市场的新未来是什么，我们如何进行投资布局，这也是我们今天把国泰基金日的主题定为“新常态，新未来”的原因所在。

2014年以来，国泰基金继续保持中长期业绩稳定，持续推动产品创新，同时为投资人的服务方面做了一些尝试。我们在行业内率先推出了事业部制，现在已经建立了权益投资事业部、绝对收益投资事业部和量化投资事业部，通过这种形式极大提高了投资人员的积极性，对持有人的服务也更加深入。国泰基金将一如既往巩固我们的投资能力，把握新常态、探索新未来，为投资人的财富增值做出积极的贡献。



主题演讲：孙立平
清华大学社会学系教授、
博士生导师

现在谈新常态与面临的经济困境有着密切的关系。这个困境背后直接的原因可能就是两条曲线之间的关系：一条是产能曲线，一条是消费能力曲线。产能曲线在不断地拉高而且越来越高，消费能力曲线则一直处在一个平稳或者缓慢上升的状况，两条曲线之间的张口越来越大，这可能是中国现在经济困境最基本的问题。

目前的宏观背景是基于中等收入陷阱下的社会转型，尽管世界各国情况不同，但包括发展中国家在内的大多数国家都经历过中等收入陷阱困境。而从历史上来看，一个国家消费模式的转型需要一系列的社会条件：其一是完善的社会保障；其二是中产阶级的形成。具体到当下，中国正是处于持续30多年的社会转型阶段。

关于中国的改革。首先是改革的状态，中国改革的不同之处在于把改革的过渡状态定义成相对稳定的体制。这个体制最突出的特征就是权利和市场结合在一起，形成了相当稳定的利益格局体制。其次是改革的更替，这一轮的改革要解决上一轮改革最后时间段形成的种种弊端。上一轮改革面对的是一个问题，旧体制。本轮改革要面对两个问题：旧体制和新弊端。最后是改革的重点，本轮改革可能绝不仅仅是经济体制改革，而是一场全面的社会变革，国家治理体系的改变才是这场全面改革的重点。

积极发展混合所有制是本轮国有企业改革的重点。十八届三中全会报告指出，国有资本、集体资本与非公有资本交叉持股相互融合的混合所有制经济是基本经济制度的重要实现形式。这是一个重大的理论创新，对于国有企业改革有非常重要的指导意义

界定不同国有企业的功能是全面深化国改，积极发展混合所有制经济的逻辑起点。国有经济具有弥补市场失灵、弥补市场缺失的功能，在我国追赶型现代化发展模式还有实现国家战略的功能。

国有企业改革可以从两个维度来观察。一个是宏观上的维度，即国有经济的布局，布局在合适的领域是实现国有经济功能的重要前提，只有把国有资本布局在其应该发挥作用的领域，才可以实现预期功能，提高国有资本配置效率。另一个是微观上的维度，即分类推进国有企业改革，承担不同功能的国有企业应该有不同改革方向和模式，企业国有股权的设置比例是一个核心问题。

改革开放30多年以来，国有企业改革一直沿着这样一种路径在探索，即如何推进公有制经济与市场经济相融合，这是中国特色社会主义市场经济体制的发展道路。从各地的实践来看，发展混合所有制经济的主要途径是借助多层次资本市场，包括产权交易市场，特别是证券市场。



主题演讲：卢永真
国务院国资委研究中心副主任

我们在做行业预测的时候，先努力去找到一些行业发展的规律，再找到节奏变化的原因，结合自己的国情或者所投地区的国情判断当前处在哪个阶段，然后再往后看一个阶段，以此作为投资决策的依据。

一个行业如果从下往上看，是从基础设施层开始逐步上升到应用层。比如，在金融行业中最基础设施的是数据和货币，在数据和货币之上的支持层是信用和风险，再往上，应用层支付对应了交易和借贷，比如P2P与众筹。在每一个行业被改变时，通常都是从应用层开始向下逐层颠覆到基础设施。在应用层上存在缺口时，也就是有需求却没有解决方案时，就会去改变。当一个行业在被改变的过程中，比如在应用层已经快被打穿的时候，就会改变基础设施和支持层，也就是当第一层还没有打穿的时候就会改变下一层的结构。在所有的行业当中，在第一次被改变的逻辑，都是遵循着“从顶至底”的方式。应用层在开始的时候都是线下有巨大的需求，但是，线下的解决方案却不好，然后，就会从这一层开始被颠覆。



主题演讲：李丰
IDG资本合伙人



主题演讲：诸建芳
中信证券首席经济学家

当前的牛市是由较差的经济倒逼宽松政策，由流动性带来的牛市，并没有经济基本面的支撑，不可持续。但同时，虽然目前经济格局偏冷，但基本上发生了一些正面的变化，这一部分很可能会支撑未来市场的展开或者行情延续。

2015年经济从表象上来看会很像1999年的情形。内外部环境偏冷，全球经济分化加剧，多数国家经济弱势增长。美国经济强劲，美元强势给人民币汇率和中国出口带来压力。国内增长通胀双双下行，大宗商品低迷，通缩压力逐渐显现。经济困局倒逼政策宽松，加速改革，不断提供流动性，利率下行。但同时中国的经济结构开始改善，从2013年开始，第三产业对经济的贡献率逐步超过第二产业，并且这种趋势在2014年得到加强。而第二产业中的高技术行业保持着更高增速和更高利润，传统行业收购兼并增加，转型升级加速。

随着人口红利减少、环保需求增加、产业升级和消费升级，未来生产性服务业、健康产业、文化产业、装备制造、新能源和环保业等六大新兴产业群将崛起。传统行业在“瘦身”和改革创新，六大产业群成为新的主导产业，实体经济中内在的积极因素的积聚，很可能成为未来牛市的基本面支持。



圆桌对话之 2015中国经济社会及资本市场

孙立平：新常态是从经济角度来说公平和效率。过去30年制约中国经济发展的最主要因素是经营资本，进入30年之后需求成为了基本问题，既得利益集团的形成成为改革下的主要阻力。实事求是来说，真正直接影响中国社会的是权势的拥有者，但是在不同的阶段权势者用什么因素来影响中国社会就很不一样。80年代经过了一场灾难，那个时候人们最鲜明的一个理念是走向现代化，这个理念影响了中国的社会。到了21世纪，贪婪既推动了社会经济的发展，也造成了更多的问题。所以，我觉得影响社会的因素在80年代是理念，90年代是贪婪，现在是不安全感。

卢永真：克服混合所有制之间的资本差异。第一个非公有资本可能现在更倾向于去关注在资源垄断行业做混合所有制。我个人的理解是混合所有制应该首先在竞争性领域，否则对于资源垄断环节引入混合所有制有利益输送。第二个认清产业资本和经营资本对进入混合所有制企业的状态、初衷的不同。产业资本更多是想打造一个更强大的产业集团。而经营资本更看重短期的盈利与否。第三个方面看非公有资本在混合当中，积极性不太佳。因为不同于国有资本和政府投资者，个人更加关注的是实际操作中是否会受到资产流失的问题。

诸建芳：中国未来经济格局中的风险因素，短期来看，房地产因素可能是比较重要的。此外，可能出现一个重大的调整和冲击的核心因素还是改革。因为改革如果没有达到预期而流于形式，对整个中国经济的效果就会大打折扣。如果改革不达预期的话，给中国经济或者社会带来的后果实际上是不可接受的。因为经济到现在为止如果没有新的增长因素，如果没有通过改革创新这样的制度安排、实质性的激励，中国经济恐怕会掉到非常低的格局。不过，我们认为，总体来看最后的结果应该还是比较乐观的。



主题演讲：张忆东

兴业证券首席策略分析师

2015年宏观“无战事”经济常态差，预计2015年中国GDP继续转型降速、稳步下行到7%左右。其中服务业占比将继续提高，经济结构转型将对冲经济增长对就业的影响。另外基于政府的对冲，“三驾马车”的增速“降中趋稳”，不会出现硬着陆。

未来央行货币政策操作仍然将维持宽货币的基调，给股市提供了宽松的流动性环境，而从前通过外汇占款投放基础货币的模式将由新的流动性工具取代。2015年央行的货币政策将更加积极、灵活，将明显增加价格型工具的使用，并且积极推进资产证券化，从而降低社会融资成本。

此外，改革对2015年行情是正面的影响，A股市场对中国此次释放“制度弹性”的反应，更像1996年-2001年经济低迷期以“改革”、“创新”的名义全面提升估值的财富再配置型行情。同时，社会财富的配置也在发生积极的变化，富人将率先调整资产结构，降低房地产配置、增加股票配置。在人民币国际化的同时，海外资本配置A股也是大势所趋。



主题演讲：王胜

申银万国首席策略分析师

配置环境的变化改变了资产配置：经济进入新常态，未来中国经济趋势增长率将缓幅下移；投资占比下行，消费占比上行；房地产市场得到调整；刚性兑付将逐步打破，风险收益匹配有望逐步回归正常；金融改革不断深化，资本市场进一步开放，全球资产配置重要性明显上升。

2015年值得关注的三大事件。第一，宏观经济。中国经济步入新常态，GDP低位震荡，难以超过预期；第二，市场企业。部分行业的汇兑风险不可不察，中国外币贷款的结构性问题突出，采矿、批零售和制造业的企业盈利受到影响可能性较大；第三，金融改革。市场内因将主导2015年，新股发行制度改革、发行吸引场外资金，增加证券交易量，融资门槛降低、融资余额大举上升增加正反馈力量，中国资本市场势必融入全球。

2015年将是脚踏实地的一年，股票市场的波动区间将加大，有望上破3500点，在整个结构性牛市中，市场已经从最优资产轮动到了最差资产。明年资产收益率排序：高分红蓝筹龙头 > 白马成长 > 50以下小市值。从经济周期看，我们的增速在放慢，成长投资不再像过去那样居于统治地位，价值型股票或许是更好的选择。具体的筛选标准：高股息率、低估值、有国企改革预期等催化（例如分拆上市、走出去等）、流通盘偏小。



主题演讲：董德志

国信证券首席债券分析师

对于通胀整体判断是没有忧虑的，但是通缩可能难度大一点，建议关注2015年通缩的节奏性的变化：2015年与2014年相比翘尾因素降低约0.2-0.3个百分点，食品因素的新涨价因素和非食品因素的新涨价因素是考察焦点。

对于经济增长的判断，总的来说是调结构为主、稳增长为辅的经济新常态，GDP的走势为先扬、后抑、再扬。2015年经济增长运行可能受到如下三个条件制约：GDP年增速目标下限是7%；第二产业占比GDP比重进一步下行，主观判断占比在2014年基础上继续回落1个百分点至35.8%；全部工业增加值与规模以上工业增加值之间的剪刀差进一步收敛，预计两者之间剪刀差收敛到1.5%附近。

2015年的策略，对于利率债品种来说，目前至2015年3、4月份期间，采取谨慎保守的态度，利率重心上行概率较大。10年金融债券利率有望在4.3%-4.5%区间（7天回购利率在3.2%-3.5%区间）；2015年4月份至8月份，10年金融债券在3.8%-4.0%范围内（7天回购利率有望在3%-3.2%区间）；2015年9月份后，利率重心回升概率上升。对于信用债品种来说，权益类理财产品挤压了债券类产品的空间、表外理财规模的增速降低，信用品配置上倾向于中高等级。



圆桌对话之 2015年资本市场投资策略

王胜：资产管理有一个英雄时代，钱进到这个时代就不会再回到原来的实体经济中。国企改革的尴尬就是要国资委自己出方案搞清楚自身是一个监管人还是一个经理人，这些都需要依靠顶层设计方案出台。相信2015年新股供给上结构的亮点会很多，注册制的出台虽然会推动新股供应量的增加，但中国的改革都是循序渐进的，不会太影响到牛市的前景。对于未来的风险，一是海外绝对收益资金进出的波动很大，二是信用风险，三是人民币阶段性波动。

董德志：我看好2015年收益率跑赢基准。2014年的政策为什么没有起到很好的作用，我认为信号意义比预期引导意义更重要。后期来看，在2015年主要是配合着存贷比改革，进行一个宽松性质的降准。

黄焱（国泰基金权益投资事业部总经理）：虽然大家说经济不重要了，但是除非是一个趋势性或者博弈性的行情，还是依赖经济的支持，现在经济的现状不行，但是大家对改革充满了期待，其中包括我们关注度最高的国企改革领域。其实目前有一个共识的方向，牛市开始了不会终结，今天演讲的嘉宾应该也是这个观点，2015年市场可能会有很剧烈的波动。我们对2015年还是比较乐观的，因为新股多了，二级市场的表现和一级市场的收益是成正比的，过去无数的经验都可以证明这个事情。相对而言，我们对2015年新股一级市场的收益也是抱着比较高的期望。这里面也存在风险：第一，对整个二级市场的结构会有较大的冲击，因为排队的中小企业比较多。第二，如果真的大规模发行可能会威胁到牛市的前景。

乔巍（国泰基金绝对收益事业部总经理）：2015年绝对收益投资机会依然明显，我们也会有相应的新产品推出。新股投资在目前来看风险依然是较小和清晰的，特别是注册制出来之后，大量的公司会出现。政策方面证监会对新股态度很明确，对于代表中小投资者利益的公募基金是有倾斜的。从决策体制上来说，央行的决策执行力很强，降准只是时间问题。只不过我们认为降准对于社会各个层面的影响较大，未来更有可能采用调整经济结构的宏观调控手段。

“实践·思辨”模式创新

—2014 国泰基金分级产品高端论坛



周向勇：

（国泰基金副总经理）

**策略无需重开，
创新仍在继续**

当我们刚开始有召开“实践·思辨的国泰产品会”这个创意时，上证指数就在2400点左右徘徊，不到一个月，再一次站到了3000点。市场的行情确实是千变万化，以至于券商纷纷说之前的策略会要重开。其实我觉得策略会不需要重开，但我们的创新仍在继续。

今天主要想和大家分享两个关于国泰基金的故事。

第一个故事，创新。国泰在创新上面做了很多努力：首先没有放弃传统产品，国泰基金拥有出色的主动管理型能力，在这几年结构性流失的行情里面，取得了不错的成绩，给客户带来了很好的回报；其次，国泰要成为资产配置的工具提供专家，国泰基金会提供包括金融ETF、国债ETF、黄金ETF、纳指ETF以及分级基金等很多有意思的工具，帮助其把握投资机会，实现自主投资。

第二个故事，思辨。我们在学习和摸索，不到半年的时间，就把分级产品的规模做到了2013年的数倍。在实践中我们掌握了思辨能力，我们量化部门不仅仅有投资出身，同样有做产品设计和营销出身的同事，沙骏作为量化投资事业部的领头人也在研究和投资领域耕耘多年，形成了自己的一套分级产品的理论体系，可以说，我们把各方面的资源都有效调动起来。



沙骏：
(国泰基金量化投资事业部
总经理)

分级基金的中国智造

所有的金融产品，包括期货、ETF、期权等，都是舶来品。但是有一个金融产品是中国原创，那就是分级基金。这其中蕴含了中国金融产品的设计团队和运营团队的不断付出和探索。分级基金可以说是“中国智造”。

中国分级基金发展历程可谓凤凰涅槃。2007年开始出现分级基金产品，并在2013年得到大发展，国泰基金目前有国泰房地产、国泰食品饮料、国泰医药行业三只分级基金产品，这实际上已经是第四代产品。未来我们的产品团队和投资团队，当然包括其它的基金公司正在研究第五代产品。

分级基金产品的神奇之处在哪里？这款产品满足了三类需求：分级基金包括A、B端及母基金，A端满足了稳定收益的需求，B端满足了高风险偏好的需求。同时，A端和B端之间的折溢价，则满足了量化对冲套利的需求。

国泰基金为中国的分级基金行业做出了一些探索性的贡献。目前我们拥有市场上唯一一只投资低贝塔值的行业分级基金——国泰医药分级基金。未来国泰还会推出娱乐分级基金，或者电影分级基金。而指数型分级基金不同于主动型产品，主动投研的要求相对较低，需要在产品日常运行中更尽心、更精细的维护，控制指数跟踪误差。

“中国股市起了一波大风，一只只猪都在天上飞”，不过如今，大家都看“风”不看“猪”了，很大的原因是看不懂“猪”。

2015年的“风”是什么？在我看来，最大的“新风”来自于银行。银行理财规模截止2014年年底达到20万亿，收益率在过去一段时间基本维持在4%，这意味着什么？意味着商业银行一年要支付给客户6600亿的红利，因此对于银行来说，产品投向成为需要考虑的问题。或明或暗，未来理财产品收益的一部分一定会挂在二级市场，否则找不到第二个可以容纳这么大资金规模的市场，这是2015年资本市场最重要的一点。

此外，想和大家分享一下2015年的投资主体。第一，我个人对三到四个月内房地产行情是乐观的，乐观原因是来自于房产成交量的上升，预计2015年四五月份成交量会上升到15%到17%；第二，A股市场会有境外资本的缓慢流入，并且是持续性的；第三，国企改革至今仍然没有得到真正推广，它需要一个明确的顶层设计以及足够的时间和耐心；第四，2015年的对外投资，主要是“一带一路”战略，有效推动中国特定技术领先的行业的发展，但不是所有的行业；第五，到目前为止，整个中国经济经历的连续35个月CPI的低迷，我们已经超过了1998年的朱镕基时代的最困难的时候，长时间的通缩使得很多行业出现了难以想象的挫折。



陈李：
(瑞银证券中国首席策略分析师)

2015年市场的“风”和“猪”

何谓“新常态”，回答这个问题之前，我们先看看什么是“旧常态”。我们认为中国经济的旧常态，可以叫做增量经济模式，这个增量经济是以需求拉动供给，需求和供给同时扩张，大幅提升的过程。

整体来看，宏观经济波动的中枢在最近两年出现了一个非常明显的下抬升过程，我们可以总结为从增量经济模式进入存量经济模式，这会是一个长期的过程。

同时，我们认为未来半年，在一个比较低的房价约束和通胀约束的情况下，政策仍然有进一步宽松的环境，因此还是应该比较积极的应对市场。这是对整体的政策环境的判断。

至少2015年下半年，我仍然维持积极乐观的判断。存量经济下到底该买什么？我们提出三条线索：第一是稳定资产，2015年可以配置一些稳定增长的消费品。第二是投资的维度，可以关注一下包括国企改革在内的供给端的改善。最后是后端市场，目前有很多行业尤其是国内汽车行业的存量是非常大的，它一定就能衍生出蓬勃发展的后端市场。

**陈杰：**

（广发证券发展研究中心
资深分析师）

**经济新常态，
存置中掘金**

**马光远：**

（独立经济学家、
央视特约财经评论员）

**新常态新思维：
看准天气再穿衣**

2014年的经济大趋势，从经济增长、指标来看，可说是自金融危机以来最差的一年。这个差，当然从指标、数据来看，比如说从GDP来看，2014年第三个季度掉到了7.3%。

2014年，我的总体感觉是，大家对中国经济未来认识的方法论及思维方式是存在问题的，个人认为，更应该换一种新的思维来看，特别是对很多数字的评判。首先，中国经济数据放到全球大背景下来分析，肯定是最好的数据。第二，可以肯定的是，2015年中国经济的增长，一定不会超过2014年，未来三到五年，会是一个非常痛苦的转换期。

最近所有的人都在谈一个词“新常态”，这可以认为是中国经济的一个转折点，这个转折点的变化是前所未有的，是一百年未有之中国经济的大变局。我们需要重视投资，中国财富已经进入到一个新的阶段，每一个人在追逐财富、创造财富的过程中应该转变思路。



圆桌对话之 新常态下的投资机会

马光远：在中国做投资，我觉得最重要的原则，第一点是一定要听党的话，2015年真正的机会在哪里？中央经济工作文件里面，可以发现很多蛛丝马迹，比如大战略层面，如“一带一路”、长江经济轴等，肯定是要实施的大概率事件。第二点是在谈到未来中国经济的大变化的时候，会提到很多产业，比如非常有个性化的服务业，非常有个性化的信息消费等，像这些行业本身，肯定是未来的一些热点。此外明年经济还得看房地产，我对明年基建概念很是看好。

陈李：房地产在未来的四到五个月，成交量有非常明显的上升，最重要的理由来自于一点，低基数。另外出于到期的房产信托压力，开发商不得不增加开盘，多卖房子，所以短期内可能有一个增速。

沙骏：由于2014年央行货币政策的放松，虽然在2014年的四季度开始，正常传导到证券市场要1-2个月之后，传导到房地产市场要1-2个季度，所以房地产到明年的二季度会出现短期的上升。

提问：我想问一下国泰的沙总，2015年分级基金的“5.0时代”会不会有一些惊喜，现在涉及的行业都是比较大的行业，2015年沙总您或者国泰可能会在哪些更细分的行业分级上做布局？

沙骏：这个问题很专业。5.0版本会是什么样的？我个人认为，实际上就是在产品调整、客户深度上做一些尝试。应该讲，在更细更新行业的布局一定会有，比如我觉得2015年基建会开放，并且在产品结构、或者内容创新上都会有考虑。

提问：沙总我想请问，现在市场上的医改药改，对医药行业冲击很大，你怎么看这一情况？这对我们做医药行业方面的基金投资会不会有影响？

沙骏：以国泰医药分级基金为例，其中的成份股主要为40%是中药，20%是化学药，剩下还有医疗器械。随着医药的改革，它只会回避掉风险。你所讲的医药行业的改革，实际上可能会加大客户对分级基金的需求，同时能够推动行业的稳定成长。我建议2015年投资者更应该是关注行业的价值。

混合所有制下的投资新机遇

■张则斌 / 文

今天晚上关注的混合所有制国企改革，是我们讨论的前提和基础，所以我们也想先了解一下这个基础。从国有企业的营收和利润来看，近几年来在国企的盈利和利润营收方面增速都是逐年下浮的状态，跟当前中国经济增速下移的背景是一致的，国企也面临着这方面很大的经营压力，导致了从数据上来看表现不是非常理想。

当前经济阶段其实也是一个创新技术的阶段，产业升级也是非常快，全球十大互联网公司中国共占了四家，是非常活跃的，但是国企没有占多大的地位，技术创新的浪潮中国有企业的表现不是很亮眼，并没有产生出适应技术创新、创业模式创新的好的企业。另一方面，国企的状况也制约了资源的有效配置，国企缺乏激励和约束机制也是整个国企很大的约束，这些内在的因素都导致了国企改革有非常强烈的必要性。

在2013年十八届三中全会之后，中共中央发布了关于全面深化改革若干重大问题的决定，这里面对国企的改革和国有资本的改革进一步提出了新的思路，我们的判断是随着未来更多的细化政策的陆续出台，国企改革还是会有一个新的浪潮。

从目前来看，国企改革分做几种模式，包括发展混合所有制经济、引入不同性质的资本、组建国有资本的运营公司，这个主要是效仿比较成功的淡马锡模式。国资委2014年7月份出来的推进试点的方案，截止2014年8月份，陆陆续续有15个省份发布了本地所有制改革的文件，我们预计后面的改革将会越来越精采。

如果公募基金参与国有企业改革，最大的优势是可以



为投资者提供公平分享改革红利的机会，打消了改革少数人获利的模式。混合所有制其实是另外一种私有化，但是这种私有化不能成为少数人的盛宴，公募基金作为中小投资者的代表参与到这种混合所有制的改革中，是可以为广大普通投资者提供分享改革红利的机会。

由于公募基金到目前为止相对于并购基金是唯一可以上市交易的平台，因为并购基金很多都是封闭期是三年五年的，流动性非常差。公募基金作为可以上市交易的品种，又在很大程度上降低了整个模式退出的门槛，提供了便利的场内交易的退出方式。

公募产品主要的形式包括可上市交易的封闭基金，这种封闭基金的发行时间匹配、交款的时间、可投资股权交易的权限、上市的期限都会在整个产品的设计过程中结合立项进行约束。另外一个形式是发起式的公募基金，灵活在于基金管理人出资一千万先成立产品，随着对接项目的落实可以募集资金扩大规模。同时还有专户的形式可以为单一客户定制持股计划。

(作者系国泰基金投资总监)

圆桌对话之 思想碰撞：夜话混合所有制改革

范晓曼（华夏理财主编）：想请问水皮总编，您觉得对资本市场而言，这一轮的国资改革相比于2005年的改革，两次股改会有哪些不同的意义？

水皮（华夏时报发行人）：股改仅仅是事关资本市场的改革，是技术层面上的改革，这一轮的改革不是一个技术性的，是革命性的变革，最后在资本市场层面上得到体现，所以资本市场相对于这一轮的改革只是一个实现的平台。所以我觉得这一轮改革的利益也好，出发点也好，意义也好，都远远要高于股改。

界定经济上是否高度的自由，标准就是国有企业进一步私有化，降低国有控股成分，这一轮的改革是关系国家未来命运走向的改革。

范晓曼：这次的混合所有制给市场的想象是国资和民资合作把蛋糕做大，洪榕先生有没有预测5-10年会出现一批灵活的股权配置合理的新型国际化公司？

洪榕（大智慧执行总裁）：作为民营企业，我们认为中国的未来最大的困惑就是国有企业的份额太大，而且份额太大的时候不是垄断，垄断其实没有关系，但关键由于规模太大的时候会扭曲交易价格，而把价格变得混乱。

如果把所有的国有企业全都变成民营，那么价格就市场化了，一旦价格定义市场化，就会出现快速的资产重组，社会效益非常快。这会让我们国家在市场化进程方面迈出非常大的一步，一旦市场化的路走好了，我们的资本市场再红火十年八年绝对没有问题。

范晓曼：前一段时间汇源果汁的朱新礼参与了中石化的混合所有制改革，他认为20%的溢价非常值，认为这是上下游之间的一个事情。所以想请林先生分享一下，普通的企业家想参与应该怎样去把握混合所有制改革？

林中（证券市场周刊执行副主编）：我对企业家的建

议是，以后还会有很多大公司要股改，可能有点，首先大家都是股权投资者，希望如果做实业能够跟实业的主业或者销售渠道或者品牌某一类相对应，可以在股权之上产生第二个增值。

大家说的溢价，中石化溢价是20%，溢价后边的基金也包括着对未来的预期，到底合适不合适，大家算的帐不一样，毕竟是一级市场的投资，未来还有股权的增值，关键要把帐算明白，作为长期投资者来说是否值得，还得根据自己的分析去判断。

范晓曼：还有一个话题，在这个混合所有制具体实现的路径当中有三条，其中一条是股权激励和员工持股，包括管理层通过持股实现一个长效的机制，这样一个推进会不会容易呢？

林中：做任何事都不会容易，这是一个管理体制的细节，包括从上到股东方、下到管理者，可能都挺难的，难在确定制度要有持续的依据。还有，上下协调是否合理，在提混合所有制改革之前其他企业也在做这些事。我觉得比这还要难的一点是约束问题，这更多的是公司制度建设。混合所有制是一个很复杂的事，包括细节也是多方面的。[原文]



市场 MARKET

2015， 继续创新！

历史的车轮从未后退，只能继续向前。

泛资管时代，行业松绑，牌照放开，资管业务的外延正在不断地延伸，与之对应的依赖大股东、坚守政策的老模式，已经越来越显现出它的疲态。

改革、创新这两个近几年反复提到的词汇，经过2014年的初探，时值2015年，在中国经济新常态的格局下，又将翻开它新的篇章。

主题一：

2015年资管核心竞争力：继续创新

主题二：

2015年资管十大创新业务和产品遐想

主题三：

2015年产品浪潮将卷向何处？



2015年 资管核心竞争力： 继续创新

■《资智通鉴》编委会 / 文

首只参与国企“混改”的基金，
首只追踪互联网题材指数的基金，
首只食品行业分级基金，
首只沪港通ETF产品，
首只种子基金，
……

如果说在2014年这个全面深化改革的开局大年里，创新仍只算是资管机构们在新环境下浅尝辄止的试水，那么在我国经济新常态已经打开良好格局的2015年，创新能力有望成为检测资管机构“含金量”的关键试金石。

可以看到的是，此前系列扶持创新政策的出台，以及沪港通、混合所有制改革等投资渠道的打开，不仅为资管行业的全面整顿提供了有力的支持，更为资管行业加速驶入创新发展的快车道奠定了坚实的基础。

“泛资管”：从拼爹到拼创新实力

在中国经济进入新常态的背景下，资产管理行业的创新发展日益成为迫在眉睫的新课题。而从2014年创新产品和创新业务的推出频率及数量而言，基金和信托的产品创新和业务创新稍占领先地位。

随着泛资管时代的到来，行业管制不断松绑、资管牌照有序放开，机构业务出现越来越多交叉，资产管理业务的外延得到不断拓展，原先拼爹、固守政策红利的发展套路已经显得捉襟见肘。

包括产品创新、营销创新、跨界合作等举措在内，基金行业创新转型的初步成果有目共睹，尤其一些老牌基金公司的创新动力和成果更为显著。以“老十家”之一的国泰基金为例，从2013年以来，国泰基金在创新业务上频频发力。比如发行了首批上证5年期国债ETF、国内首只黄金ETF国泰黄金、首只跨境ETF国泰纳斯达克100、首只行业分级基金国泰房地产分级、首只食品饮料行业分级基金等。

66

无论基金、券商、保险，还是才拿到资管业务牌照不久的银行，都以实现高净值人群财富的保值和增值为目标，竞相尝试创新发展。

99

老牌基金公司的业务创新也纷纷走在行业前列。事实上，老牌基金公司对于政策调整和法规动向具有更敏锐的嗅觉，甚至本身就参与了政策法规的调整，因此，它们往往能在法律法规尚未有明显突破时，就能提前做好业务创新的部署，待时机成熟一击即中。

值得注意的是，我国的财富管理市场正在迅速膨胀。沪上一家新生代基金公司的一把手表示，家庭财富将成为我国资管行业未来十年发展的主要驱动力之一。

根据瑞士信贷银行发布的数据，2014年，中国内地个人平均净资产约为2.13万美元，中国家庭财富总额全球排名第三位——比排在第二位的日本低8%，比排在第四位的法国高44%。

而2014年12月初中国人民大学发布的《中国财富管理报告2014》显示，截至2013年，我国私人财富管理市场规模为130万亿元，并预测，到2020年我国财富管理市场规模总量将达到227万亿元，其中私人财富管理市场规模增幅将达到97万亿元。

从发展规模来看，银行、信托、基金、券商仍是财富管理市场的主力军。数据显示，截至2014年第二季度，银行、信托、券商、基金的资产管理规模分别达到12.7万亿、12.5万亿、6.8万亿和5.1万亿元，其中银行和信托较上一年年底分别增长16.5%和31.6%。此外，保险的财富管理规模在2013年底为0.68万亿元。

结合机构各自的特点来分析其创新发展趋势，基金拥有大量资产配置工具，宽泛的投资领域，相当低的投资门槛，这使其产品创新和业务创新极具空间。比如国泰基金推出的首只食品饮料行业分级基金，在2014年末大盘高位震荡的背景下走出了相当稳健的走势。又如，2014年有7家新基金公司成立，信托系、PE系、保险系基金公司的出现，意味着基金行业对内对外的开放程度正逐渐加深。

在我国金融体系中，银行具有得天独厚的优势。不过，银行理财的产品体系以融资类、贷款类和债券类产品为主，较难向权益类产品延伸，未来发展的趋势将集中在改革和规范银行理财业务的投资、运作和管理模式

上，尤其亟需去通道化。2014年12月17日，中国银行业协会发布《中国银行业调查报告》显示，接近半数的银行家认为，银行资产管理计划和债权直接融资工具将提升银行代客理财的产品创新能力——这些创新有望替代银行理财业务的现有模式，推动银行理财向综合资产管理转型与行内事业部分类管理的改革步伐。

信托的特点是收益较高、稳定性较好，但此前在房地产和地方融资平台有较大的结合度，因此在宏观调控之下面临一定的风险，未来仍需继续向“主动管理”转型。券商资管投资范围灵活、产品种类丰富，较有可能形成融合经纪、投行、期货、直投等业务的多元化形态；保险的特点是资金规模大、期限长，要求稳健、厌恶风险，更侧重保障、避税功能。

目前，中国资产管理市场呈现出多类机构业务交叉、竞争合作的特征。无论基金、券商、保险，还是才拿到资管业务牌照不久的银行，都以实现高净值人群财富的保值和增值为目标，竞相尝试创新发展。

资管创新的政策基础

“马留英雄气，羊会世纪风。”马年年末密集出台金融行业规章制度，为泛资管行业即将踏入的羊年夯实了牢靠的政策基础，并将上一年“创新求变”的主基调强势延续了下来。

在2014年里我国资本市场的重大制度创新中，“沪港通”占据了里程碑式的地位。以2014年11月17日“沪港通”的开通为分水岭，随后我国进入金融或金融相关政策、规章制度的高密度发布期。

据不完全统计，自2014年11月17日以来，监管层及各行业协会先后发布了约20条各类金融相关的办法、指引、意见或通知，全面覆盖了券商、公募基金、商品期货、政府债、私募股权、期货资管等“泛资管”领域。

以资产证券化而言，2014年11月19日，证监会发布《证券公司及基金管理子公司资产证券化业务管理规定》及配套规则，将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司，并取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。翌日，银监会1092号文出台，将信贷资产证券化业务从审批制改为备案制。

这是继2013年扩大资产证券化试点规模以来，监管层再次对资产证券化业务松绑。自上而下的推动很快得到了市场的响应。2014年12月16日，首单基金子公司资产证券化业务宣布成立。

期货资管业务方面，2014年12月初，中国期货业协会发布了《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》，并在10日后联合中国证券投

资基金业协会、中国期货保证金监控中心发布了三项配套规则，就“一对多”产品期货交易账户的开立等期货公司的资产管理业务具体业务环节做出规定，为期货公司转型为标准财富管理机构提供了制度保障。

而在2014年因“地方债转市政债”而被视为重大调整板块的债券领域，在监管层连续下发了《2014年地方政府债券自发自还试点办法》、《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，以及“43号文”《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》之后，12月8日，中证登出台了《关于加强企业债回购风险管理相关措施的通知》。中债资信分析认为，由此，通过制度建立人造信用利差，降低新型城镇化融资成本，同时降低交易所市场风险，为财政部主导的市政债提供空间。

值得注意的是，2014年12月15日，基金业协会就《专项资产管理计划备案办法》及《基础资产负面清单》等配套规则征求意见。地方政府债及地方融资平台公司为债务人的基础资产入列企业资产证券化的负面清单。不过，年发行量占资产证券化总体规模绝大部分的信贷资产证券化市场中，监管层尚未释放与政府融资平台信贷资产相关的监管信号。

仅就基金业而言，2014年12月19日，证监会发布了《公开募集证券投资基金运作指引第1号——商品期货交易型开放式基金指引》。这是落实《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》中关于“研究推出商品期货基金”的重要举措。

2014年是基金业变革创新之年，除了《关于大力推进证券投资基金行

业创新发展的意见》之外，监管层还先后发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》、《公开募集证券投资基金运作管理办法》等系列规章制度，为基金业的创新发展保驾护航。

另外，连续两年大热的互联网金融板块也摆脱了之前“三不管”的尴尬地位。2014年12月10日和18日，监管层先后下发了两份关于互联网金融的管理细则，即《互联网保险业务监管暂行办法（征求意见稿）》和《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》。管理细则的陆续出台，将改变金融机构在互联网金融创新发展上一哄而上、一盘散沙的局面。

实际上，证监会主席肖钢在“沪港通”的开通仪式上已早有预示。他表示：我国资本市场已迎来难得的历史机遇，一定要以开放促改革、促发展，逐步健全多层次资本市场体系，使之成为打造经济升级版，大众创业、万众创新的平台，成为实现中国梦的重要载体。



2015年 资管十大创新业务 和产品遐想

■《资智通鉴》编委会 / 文



“与其在风来了之后才去找猪，不如在起风前播下种子。”

这是一句在2014年年末的大牛行情中被广泛传播的经验之谈。

2014年12月底，发改委明确了来年的四大改革方向，即加强公平开放透明的市场规则建设、深化投资体制改革、加快价格改革、建立健全规范高效的财政金融体制等。

这意味着，原先在“新国九条”指引下，已经获得有效推动的泛资管行业，有望在2015年迎来更健康规范的发展环境；同时，随着资本市场的进一步开放，越来越多的业务领域将突破政策限制，成为我国资管市场的新生力量。

本文围绕最新资管政策动向，大胆预测和猜想2015年可能实现政策“破冰”的资管业务与产品。至于播下的种子能否如愿成长，时间与市场自然会给出答案。

遐想一

多空分级基金审批或重启

随着市场对做空和杠杆工具需求的日益旺盛，具有“看空”和“杠杆”特点的多空基金产品有望在2015年获得审批“解冻”。

在证监会最新发布的审核进度公示表上，有中欧基金、国泰基金等十多家基金公司提交的28只多空基金产品获准受理，其中26只为2013年即提交材料，另2只则是在2014年年中提交的材料。但这些产品的审核进度无一例外地停留在“受理”或“第一次反馈意见”的环节上。

《多空分级基金产品注册指引》的推出一度令机构认为此前几乎停摆的多空分级基金产品的审批面临重新推进的契机，不过迄今监管层尚未实质启动该类产品的审核。沪上一家公募基金公司表示，由于风险较大，目前分级基金的审核已暂停。

证监会对多空分级基金的谨慎态度，与分级基金产品的爆发式增长以及随之带来的高幅波动风险有关。此外，尽管A股已经进入做空时代，但公募基金对做空的经验比较有限。



上证LOF业务启动

2014年12月10日，上交所发布《上海证券交易所上市开放式基金业务指引》（以下简称《业务指引》）。这意味着酝酿已久的上证LOF和分级基金进入上市倒计时。

此前，上交所已于2014年年初发布《上海证券交易所开放式基金业务管理办法》。根据《业务指引》，上交所会员可以参与上证LOF交易、分级基金分拆合并业务；经上交所及中国结算认可的具有基金销售业务资格的上交所会员，还可参与上证LOF的认购、申购、赎回和转托管业务。

与深交所现有交易制度不同的是，符合上交所要求的分级基金，分拆与合并将实现T+0。对机构投资者而言，这意味着未来将面临更丰富的折溢价策略，有望提升套利效率。

目前，已有多家基金公司向证监会上报了有关分级基金的募集申请，上证50、上证180等核心沪市指数将成为主要标的。比如，12月1日，易方达提交了上证50指数分级基金产品的募集申请，该申请已获证监会受理。



商品期货ETF

我国期货市场投资者结构“机构化”的趋势正不断加速，而推动投资者结构“机构化”的重要组成部分则是推出期权和商品期货ETF。

2014年12月19日，证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第1号—商品期货交易型开放式基金指引》，对商品期货ETF的定义、投资范围、风险控制、相关主体责任、监管要求等内容进行了规范。这使得商品期货ETF的面世进入可操作阶段。

商品期货ETF的投资门槛会低于直接投资高杠杆的商品期货门槛，可适合并满足大众投资者的组合资产配置需求；对于机构投资者而言，参与商品期货ETF可间接投资于商品期货市场，并利用组合投资的方式分散期货市场风险，使机构投资者的资产组合更加多样化，对其完善资产配置、规避投资风险起到积极作用。

据了解，大连商品交易所与相关基金公司、期货公司，嘉实基金和中信期货，东证期货和相关资产管理公司等已在开发相关的ETF产品。



期权产品将进入“收割期”

2013年以来，期权仿真交易陆续登场。包括白糖期权、豆粕期权、棉花期权、沪深300股指期货、铜期货期权、黄金期货期权以及股票期权等在内的我国多个期权产品有望在2015年进入“收割期”。

2014年12月24日，大连商品交易所发布《大连商品交易所期权做市商仿真交易合作测试报名通知》，将以豆粕期权合约作为测试标的。此前，郑州商品交易所于11月20日启动棉花期权、白糖期权的实名制仿真交易。郑商所表示，若2015年ETF期权能推出，那么农产品期权的推出就不远了。

据了解，上海证券交易所的上证50ETF期权、上证180ETF期权，以及深交所深证100ETF期权已在筹备中，预计上交所的两只ETF期权有望在2015年二季度前上市。

另外，12月5日，证监会公布《股票期权交易试点管理办法（征求意见稿）》及《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》，股票期权最早有望在2015年一季度亮相。

而中国金融期货交易所的沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货也已准备成熟，只待监管层放行。在国债期货方面，我国于2013年推出的5年期国债期货迄今运行平稳，而即将亮相的3年期国债期货和10年期国债期货也已在紧锣密鼓筹备中。



首只允许国际投资参与的期货品种——原油期货

2014年12月16日，中国证监会证实，已批准上海期货交易所下属的上海国际能源交易中心开展原油期货交易，这意味着筹备了近4年的原油期货正式进入倒计时。

根据我国期货新品种上市的相关程序，该交易所还将公布相关合约及规则征求意见稿，整理上报证监会获批准之后，再对外公布相关合约及规则，并最终确定上市时间。

原油期货之所以备受关注，是因为该品种将成为我国第一个允许国际投资参与的期货品种。中国证监会新闻发言人表示：“上市原油期货是我国期货市场对外开放的重要尝试。”

2013年，在国内交易所利用自贸区寻求突破的过程中，上海期货交易所率先推出“一所两制”的创新举措，借助自贸区政策建立上海国际能源交易中心股份有限公司，为期货市场创新发展提供了新突破。

未来五年，上期所将以“创新驱动、转型发展”为主线，努力打造成为21世纪“海上丝绸之路”重要影响力的交易运作平台。



期货“一对多”放开

2014年12月15日，期货资管业务配套规则落地。10天前，中国期货业协会发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》。效率不可谓不高。

中国期货业协会、中国证券投资基金业协会和中国期货保证金监控中心联合发布《期货公司资产管理业务申报材料规范》、《关于期货公司资产管理计划备案有关事项的通知》和《关于修订〈期货公司资产管理业务统一开户操作指引〉暨做好资产管理业务开户工作的函》等配套规则。三个文件分别就期货公司资产管理业务登记备案、资管计划备案、期货交易账户开立等具体业务环节做出了规定。

其中“一对多”业务的开放，使期货公司可以充分发挥自己的专业优势，为不同层次的客户提供多样化的理财产品和精细化的金融服务；同时，“一对多”的理财模式也给期货公司带来更多竞争空间，实现盈利多元化，有利于期货公司向资产管理方向发展，为期货公司转型为标准的财富管理机构提供了制度保障。

此前，期货公司资管业务一直受制于“一对一”专户管理限制。



基金、券商可参与股权众筹

2014年12月18日，中国证券业协会下发《关于就〈私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）〉征求意见的通知》，对股权众筹融资的性质、众筹平台、投资者、融资者、投资者保护、自律管理等内容做出明确界定。

这是继2014年10月《互联网保险业务监管暂行办法（征求意见稿）》亮相以来，第二份关于互联网金融的管理细则。

值得注意的是，该意见稿强调，券商、基金公司等证券经营机构亦可以直接提供股权众筹融资服务，并需要向证券业协会报备。这有望降低投资者间接参与股权众筹的门槛，投资者可以借道投资私募股权的基金或专户，进行私募股权投资。

清科研究中心发布的分析报告显示，2014年上半年，国内众筹领域共发生融资事件1423起，募集金额1.88亿元，其中股权众筹发起融资事件430起，占比约三成。

而股权众筹的成交金额与预期融资金额之间出现较大的缺口：实际成交1.56亿元，而预期金额高达20.36亿元，市场资金供给仅占资金需求的7.6%。



资产证券化

在清理地方政府债、地方融资平台转型的过程中，资产证券化成为撬动城镇化融资的重要金融工具之一。2014年12月16日，基金子公司资产证券化业务已破冰，首单资产支持专项计划落子华夏资本。

此前11月19日，证监会发布《证券公司及基金管理子公司资产证券化业务管理规定》将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司，并取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。

2014年11月20日，银监会发布“1092号文”《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，信贷资产证券化业务也从由审批制改为备案制。

一个月后，中国基金业协会就《专项资产管理计划备案办法》及《基础资产负面清单》等配套规则征求意见——负面清单出炉。其中，以地方政府为直接或间接负债人的基础资产、以地方融资平台公司为债务人的基础资产等入列负面清单。

不过，分析认为，上述负面清单主要在年发行总规模相对较小的企业资产证券化规则中执行。



沪港通、深港通概念产品

2014年11月17日，沪港通交易试点正式启动，实现了上海与香港两大证券市场的互通互联。在沪港通平稳运行的背景下，有消息显示，深港通有望在2015年上半年开通。不难想象，这将成为资管机构创新产品的新契机。

以港股通为例。根据香港证监会的要求，境内投资者参与港股通，其证券账户及资金余额合计不能低于50万元。该门槛将大量投资者挡在门外。

不过，12月初有两只跟踪恒生指数的ETF产品获批，一只为南方恒生ETF，一只为华夏沪港通恒生ETF——两者千元左右的认购起点，大大降低了投资港股通的门槛。

至于仍处于讨论过程中的深港通，建银国际证券研究部董事总经理及联席主管苏国坚接受媒体采访时表示，预计相关政府部门将于2015年开始考虑推进深港通，并且上半年会有指导方针出台，随后将计划启动B股退出机制，或会带来良好的资本收益潜力。



被寄予厚望的PPP模式

作为政府与社会资本为提供公共产品合作关系的模式，PPP（Public-Private Partnership，政府与社会资本合作）模式被视为化解地方政府债风险、减轻财政压力的重要手段。

这是监管层希望大力推广的一种融资手段。2014年11月26日，国务院印发《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，以及此前财政部下发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，主旨均为大力推广PPP模式，鼓励社会资本参与提供公共产品和公共服务并获取合理回报。

但对资管机构来说，目前参与PPP并没有成熟的模式可以借鉴，大多数时候仍是摸着石头过河。比如该如何设立PPP支持基金；基金的运作、管理该如何进行；还有发起人、中介机构之间如何进行风险分担等等。这使得PPP模式的运作仍面临不少挑战，也正因为如此，PPP模式给资管机构留下了充分的创新空间。

2015年 产品浪潮 将卷向何处？

■倪韵婷 / 文

2015年仍是产品创新值得期待的一年，
在鼓励创新的背景下，投资者将拥有越来越多的投资工具，
让我们边走边看，下一个产品浪潮将卷向何处！



分级基金的推出。上交所分级模式在以下方面进行了创新：首先，母份额上市交易，打破了之前母份额仅能申赎，不能买卖的模式；其次，当日买入的母基金份额、同日可以分拆成子份额并可卖出。当日买入的子份额，同日可以合并成母基金份额，且同日可卖出或赎回，实现变相T+0交易，在这种模式下，投资效率更高，因而明年上交所分级基金或将使得分级基金排位再度变局。

（2）smart-β 产品

“smart-β”的字面意思是“聪明的贝塔”，指的是采用非市值加权的策略指数。smart-beta通过在被动指数中加入优选策略，期望获得风险调整后更优收益，简而言之smart-beta希望相比传统市值加权的规模指数可以在风险相当的情况下增强收益或者是在收益相等的情况下减少风险，类似于等权、基本面加权等指数均为smart-β指数。事实上，由于国内资本市场投资者以个人投资者为主，专业性有限，在smart-beta指数的推广上难度较大，因而今年之前smart-beta指数产品在国内的规模均不大。但下半年百度百发指数和I指数的崛起令管理人再度看到了其广阔前景，这两只指数同为smart-β指数，只是在成份股选择中加入了搜索因子的选股权重，同时采用了等权重加权的处理方式。相比传统的市值加权指数，其在风险更小的同时取得了显著更优的业绩，这类创新的smart-beta除了“互联网大数据”的卖点得到关注外，不俗的业绩同样是其引人注目的重要原因，因而广发发行的百度百发产品出现了近

年来公募少有的一日售罄且按比例配售情况，该产品的成功也给了后续量化选股以及指数化投资产品很好的鼓励，明年或有望看到smart-β新产品的推出。

（3）市场中性策略产品

对于股混型权益类基金，国内投资者并不陌生。但在普通投资者通常的认识里，权益类产品的表现取决于市场走势，事实上，除了国内投资者熟知的权益类基金，股混基金中还有一类风险特征完全不同的产品，这类产品通过使用衍生品或者融券等做空手段，对冲持有的股票多头头寸的风险暴露，达到降低投资组合市场风险、获取选股Alpha收益的效果，目的在于组合收益尽量不被市场的涨跌影响，获得正向的绝对收益，这类产品通常被称为市场中性策略产品，适合风险承受能力中的投资者。由于10年颁布的《证券投资基金从事股指期货交易指引》中规定公募基金卖出股指期货合约比例不得超过基金持有股票总市值的20%，因而在13年之前，只有私募基金中才有市场中性策略产品，而私募基金由于参与门槛较高（通常100万以上），普通投资者难以进入，不过随着市场中性策略产品在私募以及专户中的成功，加之市场对于中性策略产品的需求与日俱增，监管层开始试点放开部分公募产品投资股指期货的范围，公募市场中性策略基金也终于千呼万唤始出来。这两年市场上陆续成立的市场中性策略产品已经有6只左右，随着投资者需求的愈加清晰，市场中性策略产品在2015年仍有望大发展。

随着监管层鼓励创新的大旗摇起，这两年国内市场产品创新的节奏加快，从货币ETF、债券ETF、黄金ETF，到市场中性策略基金、细分主题分级基金，产品市场可谓红红火火。站在当前节点，我们认为2015年的产品市场仍然会延续创新浪潮，以下几个方向或有望表现：

（1）分级基金

分级基金无疑是中国公募基金市场创新最为成功的产品之一，在扎堆发行宽基分级浪潮过后，管理人发现后发产品难以超越先行者，因而另辟蹊径开始发行细分的行业分级基金，2014年，申万、富国、国泰、鹏华等多家基金公司发行了多只行业、主题类的细分分级基金，并且上演了后发产品迅速壮大的市场神话。示范效应下，越来越多的基金公司开始跻身细分行业分级发行的大军中，从目前已经上报证监会的产品来看，2015年毫无疑问又是一个分级基金的发行大年。明年类似于新能源、国企改革等主题投资的分级品种将极大丰富投资者的选择。此外，2014年另一个值得期待的分级基金产品创新在于上交所

(4) FOF产品

2014年的新基金运作管理办法发放了公募“FOF”的准生证，我国的FOF推出指日可待。所谓FOF，指的是基金中的基金，即基金产品投资的标的不再是股票，而是多只基金产品——这些基金产品可以是主动型基金，也可以是被动型基金。FOF的影响力以及市场容量在海外已经得到了极大的验证，主要得益于其独特的优势：1、专业管理人精选优秀基金。面对上千只各式各样的基金，普通投资者无法全面了解，而FOF管理人利用自身专业可以甄别各类基金，提供更符合投资者风险特征的产品；2、分散投资功能。相比把全部鸡蛋放在一个篮子里，FOF分散化的投资于多个基金上，具备资产分散投资功能，尤其对于小额投资者，原有的投资资金可能仅能投资1-2只产品，而购买FOF后门槛并没有抬升，但投资的分散度有极大提升。3、大类资产配置功能。专业管理人利用定性以及定量方法，会对市场有判断，从而在股、债以及不同市场间进行大类资产配置，旨在提供投资者风险调整后更优的收益。目前国内多家基金公司已经筹备布局FOF产品，相信2015年国内投资者可以看到FOF的登场亮相。

(5) 沪港通产品

2014年资本市场最引人注目的事件之一无异于沪港通。所谓沪港通，指的是上海证券交易所和香港联合交

易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。沪港通的推出打破了原有投资者只能通过QDII或是QFII进入对方市场的格局，提供了投资者效率更高、成本更低的投资渠道。沪港通的打开，同样也提供了基金管理人新的产品设计思路，借沪港通渠道，采用实物申赎，做到类似单市场T+0的一二级市场回转效率。以恒生指数ETF为例，投资者申购的时候在沪市按比例购买港股通中的恒生指数成份股（全部在港股通范围内），然后将这一揽子股票申购恒生指数ETF，赎回的时候则得到一揽子港股通中的恒生指数ETF的成分股，效率完全类似于目前单市场的ETF。在T+0申赎的效率上，套利交易者降低了套利的成本和难度，有助于吸引更多吸引套利者的加入，从而平复折溢价的同时也有效提升二级市场交投活跃度。套利者在加入有助于将恒生指数ETF二级市场的折溢价有效收窄，定价更为精准，对于趋势交易投资者而言收益不会受到折溢价影响从而吸引力抬升，因而对于趋势交易者的吸引力同样会上升。目前南方和华夏都已经上报了沪港通的ETF，相比原有的QDII产品，高效的跨境ETF应该会带给投资者完全不同的体验。

总的来看，2015年仍是产品创新值得期待的一年，在鼓励创新的背景下，投资者将拥有越来越多的投资工具，让我们边走边看，下一个产品浪潮将卷向何处！

66

2015年仍是产品创新值得期待的一年，在鼓励创新的背景下，投资者将拥有越来越多的投资工具。

99

梦想照进落实

2015年A股投资策略报告

■ 国泰基金权益投资事业部 / 文

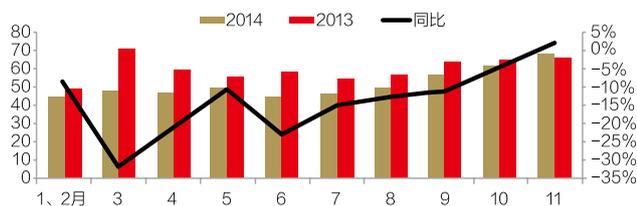
一、国内经济状况

1、投资：基建主动对冲地产、制造业下行。

2014年制造业投资、地产投资的下行贯穿全年，而基建投资作为政府手中不多的重武器，起到了积极对冲，平稳经济的作用。

而2015年，考虑地产自身长周期变化，即便我们在现在已经观察了地产销量的企稳回升，但在高库存的压制下，地产投资依然将难以见到显著回升，预计继续平稳下滑至8%左右触底，拖累经济下行。后有望步出口后尘，进入低速增长区间。而制造业投资恢复不利的前提下，短期依靠基建对冲仍然是一个现实的逻辑。

图1：地产销量见企稳回升



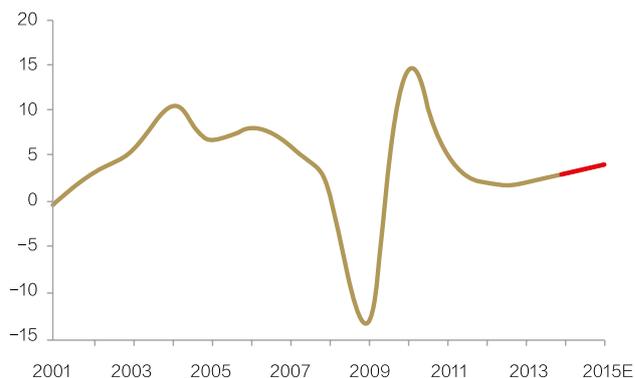
我们认为，2014年两方面因素将导致投资增速的下滑。第一，对影子银行和地方政府债务的约束将导致表外融资增速的下降；第二，2013年地产市场在充裕流动性的支撑下出现量价齐升，新增贷款结构中居民中长期贷款占比提升至30%的高位，预计2014年地产销量增速出现回落。



2、世界经济温和复苏，出口环境将略好于2014年。

2014年外需对经济拉动作用有所提升。2015年美国经济增长有望继续复苏，欧日也有望继续加大量化宽松力度，全球贸易有望继续改善。世贸组织2014年9月份预测14年全球贸易增速为3.1%，2015年有望继续回升至4%。预计2014年我国出口增速7%，2015年有望提升至10%。

图2：全球商品贸易量增长率及预测



3、经济结构调整，第三产业贡献继续上升。

在经济增速放缓大背景下，经济结构的积极变化值得关注，尤其是服务业的向好。自从2010年经济进入减速环境中，服务业景气度明显持续高于制造业，而预计第三产业的GDP贡献率预计也将连续第五年回升。

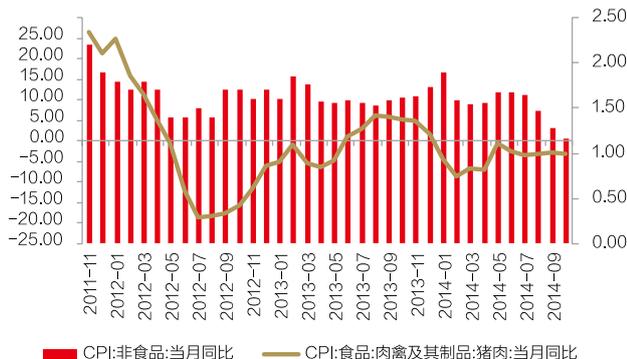
图3：第三产业的GDP贡献连续上升



4、通胀：依旧平缓，防通缩重于防通胀。

CRB指数的同比下行还未结束。在美元走强的时代，大宗商品将继续面临压力，这将给国内PPI带来负向传递。在地产下行周期的影响下，CPI居住类指标也连续9个月下跌。下半年猪肉明显弱于季节性，居住成本增速的回落和猪肉周期弹性的变低可能会在中期导致CPI通胀进一步走平。

图4：食品项弹性减小，非食品贡献趋弱



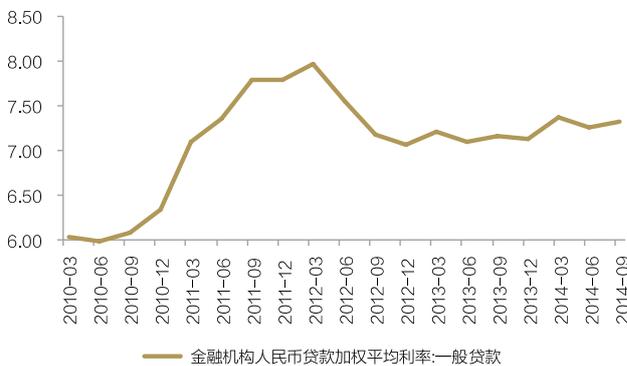
5、政策：偏宽松的政策搭配

当前央行主要以PSL、MLF、下调正回购招标利率等工具为主进行调节，试图引导资金利率下行，其效果是大幅降低了金融市场利率，但对信贷市场贷款利率下降的引导相对缓慢，未缓解企业融资成本偏高的现象。

图5：金融市场利率显著下行



图6：实体企业融资端未见改善



央行在2014年11月21日选择进行不对称降息，手法、时间点均超出市场预期。但银行成本端下行幅度有限，后续进一步降息以及降准（新型数量型工具）的预期依然强烈。时间点上，考虑到设置四季度为观察期，那么进一步宽松较大可能的时间窗口为2015年一季度。

财政政策将积极稳增长，赤字率高于今年。2015年是《新预算法》实行的第一年，适度放开地方债将会是过渡期间的政策倾向。预计中央代发地方债将会上升，估计5500亿左右；中央财政赤字为1万亿，总赤字1.55万亿。目标赤字率略高于2014年。

二、股票投资策略

“中国梦”提出于十八大，在经过两年的过渡、准备阶段之后，2015年将是梦想照进现实的一年。在相对平稳、有利的环境中，对于整体市场行情的看法积极。特别是，市场发动机有望从过去两年以来的成长单核转向大盘蓝筹驱动。大盘蓝筹在国企改革、一带一路等多角度全方位的政策推动下，积极转变过去非市场化的角色，提升效率、激发活力，过去的不良经营状况有望得到显著改善，估值恢复至健康水平。而新经济方向依旧有望获得较快发展，在传统行业供需双收缩的背景下，新兴成长行业则正在进入主动扩张期。

1、金融环境改善，市场活跃度增强。

2014年以来，国内金融环境出现了很多有利因素：“宏观政策要稳”引申出持续的定向宽松政策，这是来自央行的源头活水；实体经济疲弱触发银行惜贷，造成资金沉淀在金融体系内部，金融与实体冷热不均；影子银行清理导致理财产品结构变化，银行借道信托等大量提供优先劣后配资产品等。特别是三季度起，市场活跃度明显提升，活跃账户占比显著提升，目前已经恢复到两位数水平，但距离过去的牛市顶峰还有较大距离。融资余额增速也开始明显加快。

2、配置线索。

(1) 资金驱动行情下“非银+低估值蓝筹”

券商行业自身ROE稳步提升；同时在传统行业中具备一定的优势；2014年8月的《证券公司风险控制指标管理办法》的修订对于现行券商监管体系做了放松，打开杠杆空间。周期类蓝筹整体则需要消灭低PB低市值，在政府的市值管理预期下，大规模政府资产重估正在发生，顺应资产证券化浪潮，有效提高交易透明度。那么对于这类资产来说，PB的积极修复势在必行，这也是本轮行情跟盈利关系不大，而更关注资产的一个重要原因。

(2) 泛改革框架

当前整体经济增长中枢不断下移，国企面临经营效率不佳、盈利能力低下、产能过剩、财务负担较重等多重压力。工业企业中非公有部分的净资产收益率与国有及国有控股企业净资产收益率的差距在不断扩大，非公企业的经

营效率大幅超于国有企业，地方国资在多数市值占比较高的行业的盈利能力不能达到市场的平均水平。

国企改革整体主要包括：

混合所有制：对于子公司和分公司没有进行混合所有制改革的，下一步会进行改革。不排除有一些母公司，甚至是国有独资的母公司也会进行混合所有制的改革。对于已经实现所有制改革的国企，股权会进一步多元化。非国有股占比会提高，国有股占比会下降。

整体上市：体量中等，治理结构相对清晰，人员并不过多，社会包袱不重的企业适合走整体上市路线。很多国企有国家级的研发中心或工程中心承担了很多国家的任务，产业化和市场化程度不高，整体上市同样将带来改善空间。

公司治理提升：高管薪酬市场化，加快董事会改革，真正行使公司法和证券法赋予的权利，用市场化的方式来选择、考评、激励高管。

而从标的选择标准来看，竞争类企业，根据“一企一策”原则，当前各试点企业均向上报改革方案，待国资委审批通过，企业领导人意愿与能力（任职期限、过往成绩等）因素影响巨大；企业在“股份制改造、引入外部资本、本行业并购投资”具有一定经验；企业本身处于先进产业的龙头公司，但经营效益不佳，改善空间巨大；国资持股比例很高，可出让的空间大；大集团小公司，资产证券化率有待进一步提高等。

(3) 主动扩张的新兴行业（符合十三五方向）

2015年十二五规划收官之年，同时也是十三五规划指定之年。一些在十二五规划中未被全面完成或者未获得显著进步的新兴行业，很有可能继续成为十三五规划的重点。2013年中国第三产业占比已上升为46.1%，首次超越第二产业（43.9%），服务业市场规模还有很大的扩张空间。包括新能源汽车、云计算、物联网、机器人、生物医药等行业资本开支规模不断扩张、且收入增速也有上升趋势。

3、风险点。

- (1) 货币宽松预期是否会阶段性逆转；
- (2) 资金虚拟经济空转是否会受政策冲击；
- (3) 注册制以何种方式落地。 

分级基金羊年尚能牛否？

■ 国泰基金量化投资事业部 / 文



2015年是乙未羊年，都说牛羊犯冲。那么从2014年7月开始烧起的那把牛火，在2015年能否延续呢？尤其是蓝筹股的估值修复行情？

关于2014年牛市的启动因素，众说纷纭，有的说是因为无风险利率降低；有的说是因为中国经济改革，改革催生牛市；有的说就只是因为流动性宽松，有的说是因为反腐人民看到了希望。

对此，民生证券研究院执行院长管清友院长是这么说的：2015年中国经济向何处去？这似乎是一个“分析师一思考、市场就发笑”的问题。且不说“十个预测九个错，还有一个是情景假设”，即便勉强“猜”对了开头，又有多少人能猜对结局呢？比如，有不少人预测到了2014年增长下行，但其中有多少人同时预测到股市这一轮波澜壮阔的行情？再换一个角度，有不少人预测到了下半年的疯牛奇观，但又有多少人能说清楚风从哪里来、吹到哪里去？难怪有人说，宏观分析已死，以后投资不必看宏观了。短期来看，既然“风”已经来了，倒也不必再纠结这些问题。

管院长展望2015年，认为实体经济身上依然背着沉重的镣铐。房地

66

随着限购政策的放松和降息，房地产成交量10月以来明显回升，2015年土地拍卖和房地产投资可能也会企稳，甚至出现回暖。

99

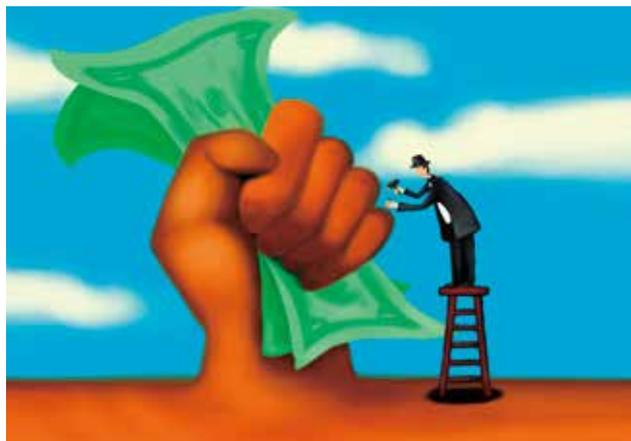
产面临人口结构拐点和高库存重压，制造业受制于产能过剩、高杠杆和平淡无奇的外部需求，这些都将继续阻塞货币宽松向信用扩张的传导渠道，货币之“风”欲吹而实体之“猪”难飞。在国际油价下跌、实体疲弱的背景下，通胀也将继续走低，为货币宽松打开风口。

但是货币的“风”至少可以吹得动股市的“猪”，而且改革带来经济基本面好转的希望也仍然存在。从目前来看，2014年吹起来的牛市至少是可以延续一段时间的。蓝筹股中的主力是银行股，银行股在中国A股市场里的估值长期惨淡，上一轮大涨已经是2012年底到2013年初的事情了。在上一轮大涨之后银行股估值大幅回落，有的银行股PE能低到4倍，还出现过PB大面积跌破1的情形，曾经在A股，便宜并不稀罕，还可以比便宜更便宜。

好在，行情的风始终没有忘记银行股，又吹回来了！目前A股的银行股平均估值大约在7倍左右，美帝的银行股PE大约在14-16倍左右，就算A股银行股不敢涨到15倍，涨到10倍，对指数贡献也是很大，值得小伙伴们喜大普奔。

除了银行，金融里面还有券商股，券商股2014年涨得太凶，目前平均PE已经在50倍左右了，都说券商业绩增长空间大，即便算上未来业绩增长，券商股也算不得便宜。

房地产行业是市场上多双眼睛关注的焦点。于经济，支柱产业；于股票，重要板块。2014年房地产板块行情不小，但主要来自于政策放松的驱动，而大多数投资者认为政策越放松表明房地产行业基本面越差，因此很多人错过了2014年的机会。和管院长的看法不一样的地方在于，我们认为2015年房地产行业的机会在于政策继续放松以及基本面的改善。随着限购政策的放松和降息，房地产成交量10月以来明显回升，2015年土地拍卖和房地产投资可能也会企稳，



甚至出现回暖。由于与房地产有关的需求仍是中国经济增长的重要因素，房地产市场的企稳将有助于降低经济增长和企业盈利的下行风险。因此除了银行板块外，房地产板块2015年可重点关注。

其他大盘股，怂了很长时间的煤炭、钢铁也是值得关注，虽然煤炭和钢铁的基本面不算很好，但是价格比基本面还差，因此有上涨的动力。尤其最近煤炭和钢铁都有估值修复的迹象，2015年或有间歇性抽疯的机会。

2014年医药板块没有出现整体行情，2015年如果大盘蓝筹股走弱，医药和食品板块则可能接过行情的大旗，上演防御板块的崛起。食品板块除了身处防御板块之外，近期可能有个利好，就是春节行情。作为中国人的传统节日，亲朋好友欢聚一堂，吃吃喝喝，交流一下股市信息分级基金玩法，关心一下谁家孩子没结婚谁家亲戚没生娃是避免不了的，所以酒类、乳制品、肉类的需求自然要上去，对食品板块是个利好。

因此对应到2015年ETF和分级基金的投资。我们认为可以做以下考虑：

(1) 大盘宽基指数：

50ETF、180ETF、300ETF、100ETF

信诚300B、银华锐进、申万进取

其中100ETF、银华锐进、申万进取为深市品种，2014年深市走弱，2015年深市有补涨动力，另一方面如果深港通能如传言中启动甚至推出，将大大利好深市指数品种。

(2) 大盘蓝筹整体概念：

央企ETF、转债进取

其央企ETF主要是大蓝筹、一带一路、国企改革概念的集合。转债进取则是转债的杠杆品种，转债基本上都是大蓝筹转债，随着部分转债转股后，剩余转债稀缺性提高，本身转债又是进可攻退可守的品种，因此转债进取作为蓝筹牛市的底仓品种是不错选择。

(3) 金融板块：

金融ETF（510230）、金融行业ETF、非银ETF

800金融B、证券B、证保B等

金融板块里由于证券行业涨幅较高，估值较高，因此建议以大金融配置为主，能分散一定的风险，因此像金融ETF（510230）、金融行业ETF和800金融B是主要推荐的品种。两个ETF以配置为主，800金融B以波段交易为主。

(4) 房地产：

中证地产ETF、房地产B、地产B

中证地产ETF流动性差了点，如果担心波动较大，杠杆不稳定的问题，可以考虑在场内配置国泰地产分级的母基金，如果出现母基金大幅溢价还可以进行分拆抛出再申购的持有增强策略。喜欢杠杆品种则可配置流动性好的房地产B。

(5) 有色煤炭钢铁：

商品ETF、商品B、资源B、800有色B

经济复苏，行业基本面局部改善，流动性充裕的情况下，2015年有阶段性估值修复机会。

(6) 军工、环保：

军工B、环保B

阶段性有事件性或政策性机会。

(7) 医药、食品：

医药B、食品B

防御板块，如果蓝筹主题休息，可能会切换至医药或

食品等防御性板块。所以想提前做点准备的投资者也可以配置一部分医药B和食品B。另外食品B可能在春节前有所表现，如前所言，因为节假日来临，酒类、乳类、肉类的消费会大大增加，利好食品B。

风险偏好较低的投资者，不喜欢分级B类的暴涨暴跌，也不眼红它的收益的，可以考虑母基金套利。如果此前提到的分级B类收到市场追捧，出现了母基金溢价率比较高，溢价套利的机会，可以适当参与，不过个人投资者一般都是裸套，还是有一点小风险的。通过华泰、中信、广发、国海、民生、方正、国金等可T+2日实现溢价套利流程的券商完成套利，可比传统T+3套利的券商节约1个工作日，有助于提高收益降低风险。

风险偏好再低一点的投资者，可以考虑分级A类的投资，目前收益率靠前的有中小板A，收盘到期收益率7.69%，永续的有NCF环保A和医药A，流动性大，隐含收益率高，分别为7.14%和7.12%。耐心持有一段时间，总有收获。

2015年，陌上蓝筹花开，牛羊皆可缓缓归矣，速归至碗里来！

注：本文数据截止日 2015年1月5日。





2015年 固定收益 投资策略

■ 国泰基金绝对收益事业部 / 文

1、利率债方面

从利率市场来看，2014年宽松的流动性为利率的下行提供了良好的条件，2013年底开始，10年期国债下行约100bp，10年期国开债约下行200bp，且下行趋势明显。我们认为，2014年的这一波利率行情是在央行政策引导下展开的。2014年上半年央行以定向调控为主，扩大SLF范围、定向下调三农存款准备金、全国支小再贷款等定向宽松政策向市场释放流动性，并且也提振了市场的信心，10年期国开债约下行80bp至4.9%。基于经济下行压力仍较大，央行进一步放松流动性，并且政策工具从数量型转向价格型，也带动了下半年的利率债行情。2014年7月和10月，央行两次下调正回购利率均带动利率的大幅下行，10年期国开债下行幅度均超过40bp。

从利率品的供给来看，2014年利率债的发行与去年基本持平，国债和政策性银行债共发行约3.57万亿元。从需求来看，2014年商业银行理财产品成为债券市场的主力军，配置需求旺盛，也在一定程度上带动收益率的下行。

展望2015年，经济增长压力仍较大，央行再次降息可能性增大。但由于降息预期市场提前透支，对市场的影响将会受到限制。因此利率品下行的动力不足，2015年仍以震荡市为主。



2、信用债方面

从信用债市场来看，我们对2015年信用债的整体市场维持中性的看法，收益率的下行空间相比2014年也相对有限。同时，需要关注美国联储退出QE以及信用风险事件产生的不确定性影响。

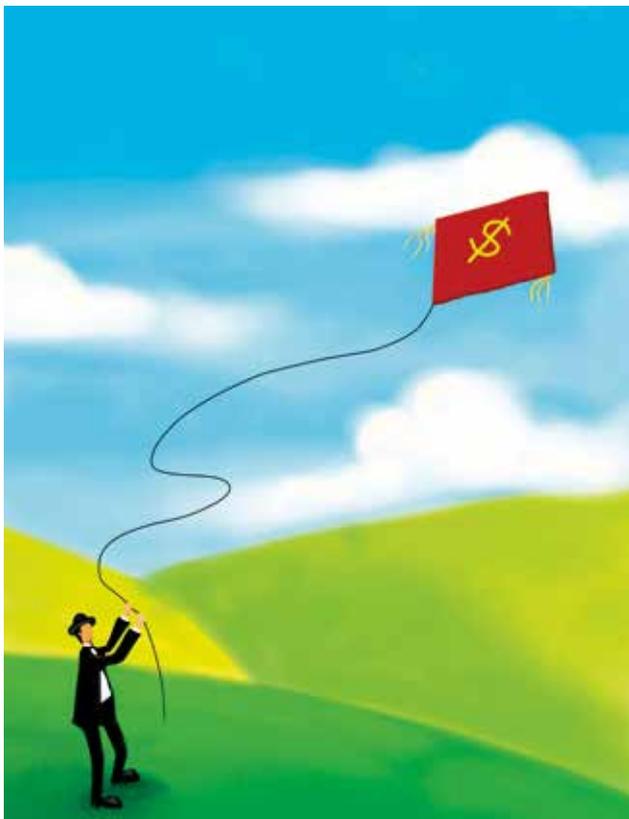
基本面方面，预计宏观经济将继续保持低迷，全年GDP将大概率降至在7%左右，CPI或有上行风险，但上涨幅度也相对可控。预计未来经济刺激的主要方向将是促使宽货币转向宽信用，引导资金流向实体经济，但资金面方面，总体上央行将继续保持相对宽松的流动性，以降低企业的融资成本。

行业方面上看，下游行业，虽然政府持续出台对房地产的刺激政策，但是随着人口拐点的到来，在需求有限的大背景下，对房地产行业的景气度不宜过度乐观。铁路船舶行业受政府加大基建建设以对冲房地产下行风险的影响，景气度将有所提升。汽车、电子设备以及医药等朝阳或抗周期行业景气度将保持较好。中游行业，

钢铁行业为从2014年产业债评级下调的重灾区，钢企盈利的改善主要也是由于上游铁矿石价格更猛烈的下跌导致，下游需求并未得到实质改善。预计2015年钢铁行业将继续去产能，景气度将维持低迷。水泥行业也因受下游地产影响较大，景气度也不宜乐观。上游行业，煤炭限产政策的陆续出台将推升煤价的上涨，预计2015年煤炭行业的景气度将略好于2014年，但产能过剩依然严重，风险不可忽视。石油和天然气开采以及黑色金属开采行业的毛利率继续恶化，在中游需求低迷的背景下，行业景气度将继续低位徘徊。

城投债方面，随着《地方政府性存量债务纳入预算管理清理甄别办法》的出台，城投债在2014年受到市场热捧，预计2015年，随着对存量城投债进一步的甄别，存量城投债收益率将出现分化，归为政府性债务的品种收益率将进一步向市政债收敛，其他品种将按产业债的方式进行估值。

2014年信用债处于供求失衡的局面，年初下达的治理影子银行体系的“127号文”及其后续落实文件，在一定程



66

在债市和股市的双重牛市驱动下，可转债投资取得了较好的收益，在整体市场状况活跃的同时，可转债也出现了较好的结构性投机机会，各个板块轮番开花。

99

3、可转债方面

纵观2014年的可转债市场，在债市和股市的双重牛市驱动下，可转债投资取得了较好的收益，在整体市场状况活跃的同时，可转债也出现了较好的结构性投机机会，各个板块轮番开花。同时，大盘、中盘、小盘转债也分别表现出了不同的特性。大盘转债流动性虽好但上涨幅度并不显著，中小盘转债则受益于年内的热点轮动，取得了比较好的表现。

展望2015年，首先，从政策面考虑，我们认为，改革的趋势不会逆转，政策将维持宽松的状态，在利率市场化的过程中，政府仍然会保持调控的力度确保贷款利率的下行从而提高实体经济的质量。从流动性方面考虑，我们认为，央行在使用包括CLO、SLF、MLF等调控工具释放流动性方面将更加灵活，也将在政策的指导下保持市场的流动性。

从股性来讲，在当前市场情况下，明显的出现市场情绪主导的个股涨跌，整个大盘宽幅震荡，可转债也将在短期面临震荡趋势。但是，从中长期来看，只要改革能够稳定推进，马歇尔计划辅助国内过剩产能走出去，经济转型就能够有条不紊的进行。在这样的情况下，股市将很有可能在中长期迎来利好，在中长期利好的带动下，转债也将获得估值的提升，尤其是核能、国企改革等相关概念的转债，将迎来市场情绪推动的行情。同时，由于大盘转债2014年的涨幅还并不显著，中国的金融体制改革也将有利于低估值、高股息率的大盘蓝筹股，2015年的投资布局将很有可能转向大盘蓝筹，在这样的假设下，大盘转债将迎来利好。

度上限制了非标的扩张，进而增加了银行对标准债券的配置需求；与此同时，在加强地方政府性债务管理的大背景下，债券供给的节奏也受到抑制，债券供求失衡导致收益率加速下行，信用利差收窄至历史低位。

展望2015年，债券供给方面，在地方政府性债务管理流程陆续制定和颁布之后，现存债务的再融资需求、新增维持经济增长的合理融资需求都会通过创新品种继续释放，在供给上会造成压力，而新增债券需求方面，理财规模是否能延续2014年的爆发性增长还有待观察，加上总量调控以及外围市场美国退出QE等，都在一定程度上使得2015年新增债券需求不足，因此我们认为信用债利差继续收窄的可能性不大，收益率下行的空间也相对有限。

2015年，信用风险事件仍然不能忽视。2014年最受关注的信用事件莫过于超日重整方案通过，但我们认为超日债最终转危为安具有很多特殊原因，其他资质较差的发行人未必能复制该模式。实际上，近期负面事件仍然不少，部分问题发行人基本面继续恶化。展望2015年，仍有不少高危券兑付迫在眉睫，局部领域出现违约风险事件的可能性仍然较大。

做医疗器械的国产化领军先锋

——专访新华医疗总经理许尚峰

■姚辰、杨骏敏 / 采访整理

采访寄语：

诞生于抗日年代，历经半个世纪的风雨，踏着改革开放的大浪，再几经辗转，新华医疗——已成为国内医疗器械领军企业，资本市场眼中的成长型公司。它坐落于山东淄博，拥有自己的企业文化，在历史沉淀、国企背景与现代化企业三重奏之下，形成了自己鲜明的个性。

在采访新华医疗许尚峰总经理的过程中，反复被提及的一句话就是：强调集体，不强调个人。但是，从这位老新华人眼中不时闪烁的光芒里，可以真切感受到的，是他对新华医疗无比热爱的情怀。正是这样一个企业推动着近年来高端装备国产化的高速进步，而可以想象的是，这背后有更多像面前这位新华人那样，几十年来坚持不懈的付出。



66

随着国内的政策导向和国内卫生机构装备更新换代大的需求，中国将成为巨大的医疗器械消费市场。

99

向整体解决方案进步

《资智通鉴》：您对未来医疗器械行业的发展趋势怎么看？有一种观点认为，这个行业从单品销售逐步向产品群、乃至整体解决方案升级，您怎么看待？

许尚峰：目前，我国医疗器械市场迅速增长，已经成为美国和日本之后的第三大医疗器械市场。随着国内的政策导向和国内卫生机构装备更新换代大的需求，中国将成为巨大的医疗器械消费市场。

由于医院每个新项目的建设面临多家设备供应商和实施单位，目前协调性较差，国内医疗器械企业的“医院整体解决方案”的整体打包服务将在未来成为亮点。它是类似于管理信息系统，提供专业的医院建设解决方案，优化医院的业务模式，提高工作效率。解决方案的专业性、便利性、高效性使其会成为未来医疗器械行业发展的主流。

《资智通鉴》：您觉得目前国内医疗器械与国外相比，技术水平还存在哪些差异？已经达到同样的水平还是需要一段时间的追赶？具体有哪些方面体现呢？

许尚峰：除少数技术处于国际领先水平外，医疗水平总体和国外还有较大差距。对于国内医院来说，CT、核磁共振仪、加速器等仪器大部分都依赖于进口。造成这种差距主要是由两个方面体现。

第一，创新能力不足。目前国内生产的中低端产品多，而在高端、大型的医疗市场，外资占有率在80%以上，从劳动密集型转向知识密集型还需要时间。第二，研发投入与国外还有差距。医疗器械的技术创新需要长期不断的资本投入，中国医疗器械行业起步较慢，基础较差，还需要一段时间的追赶。

多元化主业协同运作

《资智通鉴》：我们观察到即使在医疗器械行业内部也是处于一个非常细分的状态，您觉得未来哪些方向或者产品最具有发展前景？为什么？

许尚峰：这与我国未来的市场需求和政策导向有密切的关系。近几年，高值耗材器械十分火爆，如心脏支架，骨科植入物。其一是有市场需求，其二是很高的获利能力。目前国内医疗器械主要集中在中低端产品上，未来会向高附加值的器械发展，例如CT、核磁共振仪、加速器等大型医疗和影像设备，这也是新华医疗目前在做的。

《资智通鉴》：据报道，新华医疗目标是2014年建立10家，2015年建20家，2016年再建30家，计划到2020年，公司血液透析产品线整体营收规模在10亿元以上，您可以给我们介绍一下为什么公司对血透行业那么看好？

许尚峰：新华医疗从2009年开始就启动了血透业务，内容包含了研发、制造、服务等整个血透产业链，如此的铺垫当然是基于血透市场巨大的潜力。目前我国血透登记人数为30万人，预计未来将会有超过200万人需要血透。

从发达国家经验来看，他们的血透服务中心已经连锁化，由于其肾病的救治率高，病人也将肾病视为一种慢性病，血透也常态化。随着医疗水平的不断进步和需求增长，血透行业无疑是有潜力的。未来随着血透行业的市场化，血透服务中心的连锁化和国际化是必由之路。

《资智通鉴》：根据一些对新华医疗的研究了解到，公司将以事业部为基础进行产品线整合，这样做的目的有哪些？未来会带来哪些方面的协同效应呢？

66

医疗器械行业未来是个充分竞争市场，新华医疗作为国企既有优势又有劣势，未来如何扬长避短是未来发展的关键。

许尚峰：制药装备、医疗器械与医疗服务是新华医疗的三大业务板块，随着公司规模扩大，采用事业部制的形式能够更好地提升公司的管理，提高效率，降低成本。比如说公司的制药装备就采用事业部的形式进行管理，事业部在营销、研发、制造上统一管理和协调。目前制药装备分为三个部分：非PVC大输液整体解决方案、中药植物提取整体解决方案和生物制药整体解决方案。三个部分的制造和研发统一由制药装备事业部协调分配，分工协作，相辅相成。

混改探索 内涵外延齐发展

《资智通鉴》：您觉得，在山东省委、省政府提出《关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见》后，如果未来新华医疗也引入混合所有制，会对目前公司发展产生怎样的帮助或者影响吗？

许尚峰：医疗器械行业未来是个充分竞争市场，新华医疗作为国企既有优势又有劣势，未来如何扬长避短是未来发展的关键。新华医疗未来将推进国企混合所有制，引入战略投资者，简化流程。人才方面将依托新华医疗这个平台全国范围内招揽人才，并实现高管职业化，薪酬福利体系市场化，并会采用股权激励和员工持股进行人才价值回报，以实现公司的长期发展。

《资智通鉴》：作为国内的医疗器械龙头，我们看到公司近年来并购动作也非常频繁，您可以向我们介绍一下公司这样的战略或者它的初衷吗？

许尚峰：从2009年起，新华医疗执行收购兼并和自主创新的经营战略。由于医疗器械行业研发周期较长的特殊

性，通过并购可以获得先进的技术，也能借用外力加速自身研发效率。同时，并购扩大了新华医疗的市场份额和行业战略地位，对于新华医疗未来的战略有积极的作用。

《资智通鉴》：公司未来的国际化战略是怎样考虑的？有哪些思路呢？

许尚峰：国际化一直是新华医疗经营战略之一，目前新华医疗已经在采购和营销上实现了国际化，虽然海外销量较小，但是分布范围较广，且增长迅速。

新华医疗曾经有过海外并购建厂的想法，但是由于企业特性、风险控制、地域差别等原因目前还没有并购成功。今后新华医疗会寻找合适的机会实现海外并购，建设海外工厂。另外在资本市场，公司将积极拓展海外融资渠道，降低融资成本。

三位一体的企业文化

《资智通鉴》：诞生于1943年抗日炮火中的新华医疗，历经70多年，您能谈谈新华医疗的企业文化和认知吗？您有没有哪些自己的感悟可以给我们分享？

许尚峰：新华医疗具有三位一体的企业文化。坚持一切行动听指挥的部队文化；坚持拼搏、诚信、孝顺的儒家文化；坚持学习海外经验，规范公司经营。

新华医疗的员工都十分忠诚，公司的高管少则在新华医疗工作10年，多则30多年，为提高公司产品的竞争力，公司员工每周上六天班。我们的思想在不断创新，业务也在不断扩大。新华医疗是一个具有包容性的平台，我们招聘的人才来自五湖四海，给企业带来了多元化的文化，也给新华医疗的未来发展带来积极地作用。 

99



国泰基金·红蜡烛

我们付出，
是为了下一个美好的未来！



“红蜡烛”轨迹地图



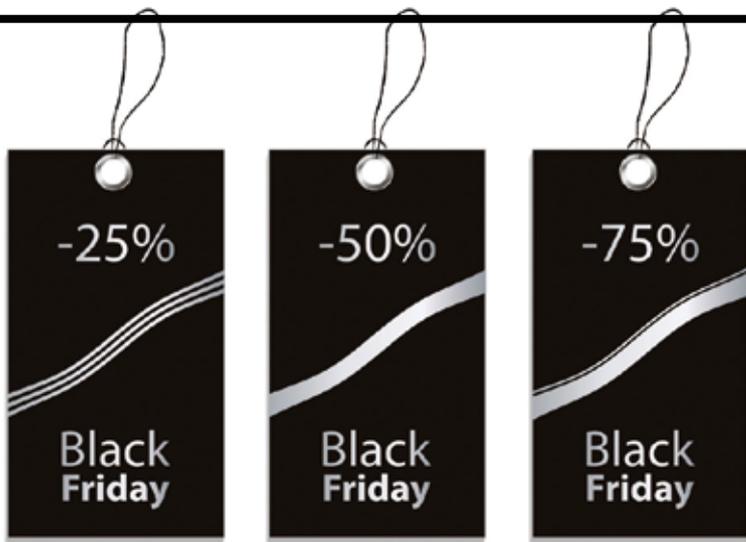
2007年开始，国泰基金发起“红蜡烛助教”公益活动。截至2014年，历时8年，志愿者们走进陕西延安、山东临沂、青海玉树、云南大理、甘肃迭部、湖北恩施等地，完成助教20次、助捐“红蜡烛图书馆”12座、“红蜡烛·梦想中心”4个、助养学生126人、捐赠图书21976本、受益师生6000多名。

GUOTAI
国泰基金
中国证券投资基金业协会

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

黑色星期五： 美国购物狂欢 中国电商启航

■胡晓希 / 文



“从购物心理学上来说，美国人和中国人在这方面并没有太大的区别：对购物狂欢的急切、对抢购下单的期待、对晒单晾货的得意和对节后花销的懊悔……”

从某种意义上而言，美国购物节“黑色星期五”和中国“双11”网购狂欢节有异曲同工之妙。美国消费者在黑色星期五血拼的疯狂程度，完全不亚于中国消费者在双十一期间的表现。同时，2014年黑色星期五也让人们见识了中国跨境电商需求的庞大。

线上线下掀起购物狂潮

在美国，“黑色星期五”指每年感恩节（11月第四个星期四）之后的第一天。这一天标志着圣诞采购季的正式开始，也是一年中各个商家最看重、最繁忙的日子之一。

关于“黑色星期五”这一叫法的起源，普遍的一种看法是，由于这一天是感恩节开业的第一天，同时人们通常由此开始圣诞季节的采购行为。由于美国传统上用红色墨水表示亏损即赤字，黑色墨水表示盈利。所以把这个星期五叫做“黑色星期五”，用以期待这一天过后，年度营收由负转正。而商店的员工则使用“黑色星期五”这一名字来自嘲自己这一天被忙死。

在这个国家购物狂欢日里，购物变成了一场战斗。一方面，美国的消费者对于这种排队购物本身有着特殊的热情，很多人都是在吃完感恩节团圆饭之后就迫不及待的组

队出门，毫不在意冬季的寒流在商家门口排队。

另一方面，这场战争的最大利益既得者——美国的商家更是对每年一次的销售高峰乐此不疲。沃尔玛、百思买、西尔斯等主要商家为了更好的满足市场需求，近年来的开店时间都从原先的周五凌晨5点，提前到了周五凌晨0时，有的甚至变成周四下午5点就开张迎客。按照这个趋势，未来黑色星期五或许会改成黑色星期四。

虽然美国的黑色星期五起源于实体店，但网购比例的逐年上升成为黑五的一项重大趋势，在感恩节当天美国市场网购交易量比去年同期增加了14.3%，而2014年美国电子商务零售额总体同比增长也达到20.6%。即使各大实体店采取各种促销手段吸引用户购物，但网购的大潮已经无法阻挡，越来越多的用户更加习惯于在网上完成购买，而无需在夜里去辛苦抢购。

黑五折射美国消费市场特征

黑色星期五到底有多大的魅力，才可以让美国民众放弃家人团聚、不顾刺骨寒风的去商店排队购物？

这背后其实折射出的是美国拥有的一个运行良好、信用健全的商业环境。举个最常见的例子，百思买百货公司每年都会推出数量有限的几十美元的家用电器，价格几乎是原先的六分之一。

这些顶级折扣商品只属于那些愿意熬夜受寒排队的消

费者们，也就是说消费欲望最大的人群买到了最优惠的消费品。而且就算没有抢到这些白菜商品也不用过于遗憾，因为大量商品都会以平时价格的三四折或者对半价格出售。据统计美国零售商协会的最新统计，黑色星期五促销商品的平均折扣在36%左右。

除了高质量的商品，还有商家的优质靠谱服务。美国商家很少会出现虚标价格的情况，黑五的价格是值得放心挑选的真实折扣价格。而且在大多数情况下，购买的商品都可以在一定期限内免费或者正常退货。例如在好市多等以“厚道经商”著称的卖家，电视手机相机等电子电器产品可以在90天内退货，甚至使用过也没有关系。

此外，移动购物也越来越成为一种趋势。数据显示，2014年美国黑色星期五手机购物增幅超30%。移动商务已经占到电商销售的约三分之一——手机和平板电脑占到电商销售的30.3%，而去年时这一比例仅为22.5%。

通过移动设备登录购物网站的流量占到总网络流量的一半以上，为52.1%，而2013年同期这一比例则为22.4%。非常有意思的是，iOS设备用户与Android设备用户的购物方式却存在重大差异。平均每位iOS设备用户在感恩节日的每份网购订单交易额约为118.57美元，相比较而言，Android设备用户的平均费用则为95.25美元。

中国电商同步瞄准黑五

2014年的黑色星期五对中国来说或许会有些不一样。因为阿里巴巴的上市让淘宝开始将海外直邮购物纳入自己的营业范围内：在11月20日，支付宝公司（隶属阿里蚂蚁金服）则是进一步宣布推出“海外直购”服务，联手美国四大百货公司，首次实现了从支付到物流一站式的海淘购买服务。

这是一个消费主义的时代，越来越扁平化的购物条件使得中国能够加入到黑色星期五的购物狂欢中。跨境通、亚马逊等海外购物网站都开通了全中文的网页，从商品名到介绍都是中文，中国消费者购物没有障碍；上海海关搭建的电子支付系统开通了面向普通消费者的网上缴税工具，未来各大海外公司将全面介入自贸区的跨境通平台；在人民币国际化的大背景下，海淘从美元标价、VISA或MASTER支付，变成了人民币标价、银联支付；在海淘平台上，直邮的网站打通了国内外的快递渠道，既降低了运

输成本，也缩短了快递的时间。

相比于价格竞争激烈、利润空间很小的境内电子商务市场，以跨境小额交易为代表的外贸电子商务因为境内制造的成本优势和境内外巨大的价差极具诱惑力和爆发力。美国两大电子商务企业EBay和亚马逊的“黑色星期五”销售业绩分别相比去年增长27%和24%，其中，来自中国的需求贡献很大。

据资料显示，多家海外电商推出中文服务页面和自动人民币换算，支付宝更是接入了2000多家海外商家，实现14种货币的便捷跨境支付服务。

除阿里巴巴旗下天猫将“双11”押宝国际化，亚马逊中国的“亚马逊海外购”商店近日也正式上线，消费者可以购买到亚马逊中国海外直采的3万多种独家商品，做到与美国亚马逊“同时间、同质量、同价格”。与此同时，京东、苏宁等综合平台也推出海外国际频道。



家装行业也触网 迎来电商革命

■陈思云 / 文



来源：公开信息

最近几年，互联网似乎大有把传统行业烧个遍的趋势。电商革命，这股猛烈的“旋风”又刮到了家装行业。据艾瑞咨询估计，2013年我国家居装潢市场规模在11456.6亿元，其中线上家居装潢行业交易额规模在955.1亿元，占行业整体规模比例为8.3%。目前看来占比虽并不太高，但互联网家装的星星之火大有燎原之势，“触网红利”将以不可阻挡的颠覆趋势日渐显现，它将与传统渠道共同争夺万亿家装市场，前景极为辽阔。

家装业掀起电商革命

以互联网为特色的网购时代已经来临，越来越多的年轻人愿意周末宅在家中网购自己所需的物品。大到冰箱洗

衣机，小到厕所的卫生纸，网购一族都能各取所需。随着网购的不断发展壮大，上网买家居搞装修，甚至于上网直接买装修，已不再是什么新鲜事。

现如今80后、90后在“结婚潮”的带动下，成为网购家装产品的主要群体。网购不仅以其低廉的价格在传统铺面销售方式中“跑马圈地”，更因为它的方便、省时而获得了新一代消费主体的喜爱。

“双11”购物浪潮中，家装电商在这场“营销狂欢”中，获得令人瞩目的成绩。名列前茅的实创装饰、家装E站和轻舟幸福亿家装饰等崭露头角。比如，实创装饰在“双11”正式加冕互联网家装，天猫销量、天猫销量增速三项统计数据的榜首，“双11”单日销量突破2000万元，同比增幅300%。

业内人士分析认为，电商是对传统渠道优势企业的最大冲击。而小型家居企业因为并不依靠线下庞大的渠道做业绩，转移到线上做电商的速度很快；传统的线下渠道优势家居企业也已经开始透过家居O2O线上接单线下服务一体化的模式，未来也将积极参与线上的市场争夺。

互联网家装的切入模式

由于家装行业整体分散性的特点，目前家装电商的普遍发展思路是从装修流程的某一个环节切入，然后逐渐向整个产业链上下游渗透，再借助互联网降低垂直整合的难度。

比如海尔选择物流和售后服务，现在逐渐向前端的装修和建材销售扩张。而齐家网最初选择建材销售，现在逐渐向前拓展到导购信息，向后拓展到装修、家具。美乐乐选择家具切入，现在拓展到了装修和建材销售。

未来家装电商的发展趋势之一是将原本处于分割状态的建材购买、家具购买、装修服务等整合在一起，开启全新的一站式装修服务模式。而在设计、装修、建材家居所组成的业务链条中，装修无疑是核心的流量入口，所以，这也是目前家装电商争相布局的领域。

从盈利的来源上看，家装电商的利润主要包括材料交易利润、设计或者施工利润、收取加盟费以及广告费等。

目前互联网家装行业盈利途径仍较为分散，不同消费链环节上的企业盈利模式差异也很大，但从目前看，在消费链垂直整合的大背景下，用户流量依然是决定互联网家装企业是否能够盈利的核心指标之一。

资本角力瞄准万亿蛋糕

事实上，之前资本大规模在互联网这片蓝海中四处围猎的时候，家居电商行业还处于相对的平静，这种平静，被业内人士认为是行业迎来大爆发的前夜，逐利而往的资本很快在该领域大规模集结。

据了解，对于这块万亿蛋糕，许多上市公司已经开

始争相布局。但是，不同资本选择的布局思路也存在明显差异。

比如，宝鹰股份选择参股“我爱我家网”等相对成熟的建材家居交易平台型电商，而金螳螂则选取现有规模虽小、但业务模式具有独特竞争力的家装E站合作，而且凭借后者对传统家装业务的流程再造模式，有望获得更具爆发力的增长。

家装E站是阿里巴巴首家家装O2O战略合作伙伴，基于大数据分析采取锁定总价的模式以“一口价、零增项”的业务承诺极大的提高了客户体验，再通过建材商品F2C（工厂到客户）减少中间环节、大幅降低装饰材料采购成本，同时借助线上线下载体达到引流和服务客户的双重效果，业务模式极具竞争力。

虽然资本角力互联网家装市场，但目前竞争格局仍未定型，业内尚没有出现绝对的优胜企业，多方参与者均有机会。而对于传统家装的龙头企业而言，可能更需要通过调整细分市场策略来平衡旧业务与新开展的电商业务之间的关系，并考虑如何更有效的利用原有家装行业经验，从而走出一条开拓新机遇的创新之路。



浅析国际油价 下跌的连锁反应

■吴向军 / 文

在2014年和2015年的档口，最热议的国际事件无疑是油价的断崖式下跌。沙特为了扼杀疯狂增长的美国页岩油产业，不惜在2014年11月底宣布价格战，这也是本轮油价下跌的导火索。按现在这个价格，80%美国的页岩油井和加拿大的油砂矿已经在赔钱（按总成本计算），巴西的深海油田也都不可能赚钱。再过不久，我们就会看到美国页岩油和加拿大油砂矿公司的破产潮。



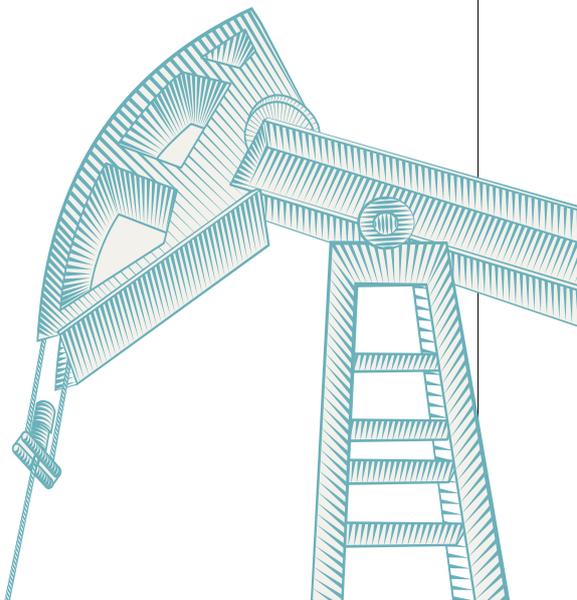
暴跌对宏观经济的短期冲击开始显现

石油价格大跌对全球经济从长期来看是有好处的，但是从短期来看，坏处大于好处。事实上，这对大多数商品来说都是成立的。从宏观经济来说，大家固然不喜欢价格上升过快（高通胀），但是如果所有商品价格都下跌，出现通缩，也非常难办。通常意义来讲，通缩比非恶性通胀对经济的损伤更大。世界公认的最健康的通胀应该在2%左右。

油价下降对全球经济带来的短期冲击正在逐渐显现。石油公司收入大幅度降低，对有高杠杆的公司来说，现在已经到了非常危险的时刻了。在过去几年中，由于美联储一直坚持零利率政策，企业债利息非常低。而油价一直非常坚挺，石油公司的债务成了市场的抢手货。据德银统计，自2010年以来，美国的石油公司发行的债券和贷款超过5500亿美元。这些低息债券极大地促进了美国页岩油产业的发展，直接造成了美国页岩油每年产量提高达100万桶/天（相当于每年增产5000万吨）的惊人业绩。这对沙特来说，是几十年来从未遇见的威胁。只有把这些页岩油公司都搞破产，才不会再有人敢从沙特人的口袋里“偷”钱。这就是沙特展开价格战的初衷。

石油公司债（绝大多数在美国）到底有多危险？在2014年11月末，行业估计2015年会有8%的石油公司债违约。过去一段时间油价又下跌这么多，美国石油公司，主攻页岩油气的中小石油公司破产的公司将大幅增加。很多中小型美国石油公司2014年股价已经下跌超过90%。沙特把低油价坚持越长，这些公司破产的几率越大。这些石油公司破产是否会造成一个小型的信用危机？这是市场最为担心的。

沙特发动价格战，目的是对美国石油公司开战，可笑的是，俄罗斯受伤却最大。近年来，普京对内施行高福利政策，对外屡次挑起领土争端（车臣、奥塞梯、乌克兰等），把自己塑造成新的彼得大帝形象，所倚仗的都是高昂的石油价格。没有高油价，俄罗斯的高福利和对外扩张就成了笑柄。俄罗斯是全球第二大产油国，如果加上与石油价格关联计价的天然气，俄罗斯是全球最大的油气生产国和出口国。俄国的财政预算中，50%的收入来自油气。现在油气价格跌了一半，俄罗斯本来就已经非常庞大的财政赤字有可能会暴



66

假以时日，低油价带来的好处将逐渐显现，对股市将是长期利好。

99

涨2倍以上。俄罗斯会不会再次破产？这是现在悬在全球经济上最大一把剑。为啥英国股市近期下跌幅度如此严重？在西欧，俄罗斯对英国的影响远大于其它国家。如果俄罗斯十年之内第二次违约，受伤最重的将是英国。

石油价格暴跌，对于进口国来说是好事。东亚国家大多非常依赖原油进口，而且很多国家政府对原油进口有很多补贴。对这些国家来说，利好是马上就可以显现的。但是对某些近年来积极在海外购买油气资源的国家来说，原油价格暴跌产生的巨额损失不言而喻。

现在美国、德国等主要股市距离历史高点并不远。这次油价下跌引起的信用风险，很有可能使整个股市在一定范围内短期受压。2014年11月时，各大投行纷纷预测将会有一波年底行情，美国标普500指数冲破2100点指日可待。但是现在看来，这个目标很难达到。当然，假以时日，低油价带来的好处将逐渐显现，对股市将是长期利好。

俄罗斯可能会再次债务违约吗

再来说下卢布的问题。由沙特对美国页岩油产业进行价格战导致全球油价大跌有可能会在短期内对全球金融市场造成较大的冲击。美国页岩油行业性破产倒闭迫在眉睫，带动高收益信用债价格大跌。而以俄罗斯为首的严重依赖石油出口国则有可能对全球经济带来更大的风险。全世界的对冲基金好像都在做空卢布和原油。卢布对美元的汇率曾经一度暴跌25% 达到一美元兑换79卢布，仅仅在2013年一美元还兑换33卢布。

俄罗斯卢布价格虽然止跌，但俄罗斯的危机远未结束。很多人认为，如果原油价格在每桶60美元保持一年，俄罗斯就有可能债务违约。俄罗斯政府的收入一半为石油和天然气（与石油价格挂钩的）出口。现在石油价格下跌一半。俄罗斯的油气税收下跌超过一半。俄罗斯财政部长2014年11月24日表示，俄罗斯每年因原油下降造成的损失达900-1000亿美元。当时原油的价格是每桶76美元。现在原油的价格是每桶56美元，按现在的价格计算，俄罗斯每年的收入损失可能达到2000亿美元。

俄罗斯现在的外债不算高，为1200亿美元。截至2014年12月中旬，外汇和黄金储备为4146亿美元。我们尚且不知近期俄罗斯央行使用了多少外汇保卫卢布。那么，这4146亿美元能够持续多久呢？俄罗斯黄金储备大约450亿美元，另有1700亿美元属于财政部的类似社保基金，真正央行能够动用的外汇不到2000亿美元。过去一年，俄罗斯外汇储备下跌了1000亿美元，基本上都被俄罗斯央行用于买入卢布，而卢布仍然贬值近100%。如果原油价格不能及时上升，卢布将

66

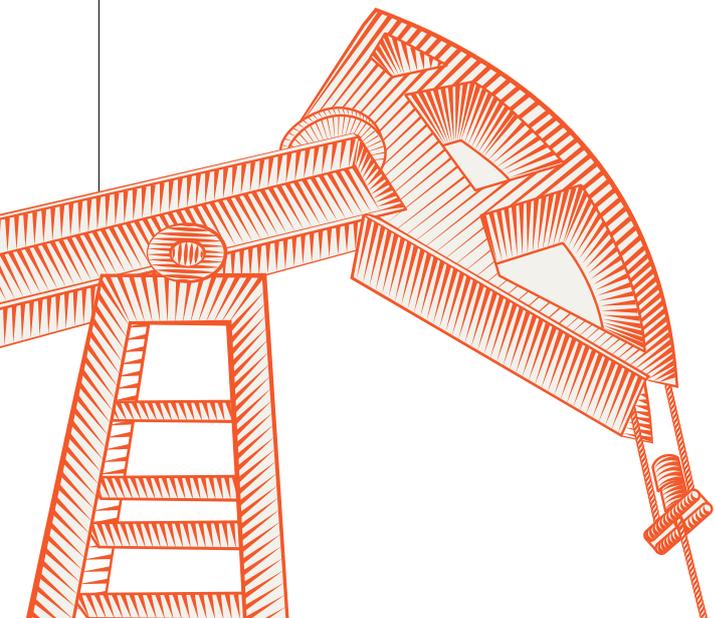
一旦市场看到俄罗斯央行不断大量买入卢布仍然不能阻止卢布币值下跌，将会更加疯狂地卖出卢布，并引发大量外资出逃。

99

继续面临下跌的压力。俄罗斯央行将不停地买入卢布，卖出美元。2000亿美元也支持不了多久。其实，市场给俄罗斯的时间不会有一年之久。因为一旦市场看到俄罗斯央行不断大量买入卢布仍然不能阻止卢布币值下跌，将会更加疯狂地卖出卢布，并引发大量外资出逃。私营部门的海外债现在已经开始大量违约，银行外资债违约是下一步，国债违约是最终一步。

那么俄罗斯央行除了卖出美元之外就没有其它办法了吗？有，大幅度提高利率，增加卢布的吸引力，提高借入卢布卖出的代价也是阻止卖空卢布的一种方法。但是这种方法对经济的损伤非常大。俄罗斯央行2014年已经升息6次。央行将基准利率升到17%以后，俄罗斯银行间市场几乎无人敢向外借钱，短期拆借（回购）利率大幅攀升至27%。仅仅几个星期以前，短期拆借利率只有11%。俄财政部2014年12月19日宣布竞拍1500亿卢布10日逆回购，最终的结果竟然是年化利率38%。如此之高的借贷成本虽然会让卖空卢布的活动暂时退潮，对经济的负面影响也将是巨大的。

俄罗斯的问题在收入方面过分依赖原油，在过去20年，其它行业并没有在全球范围内形成有力的竞争力。而在支出方面，普京为了获得高支持率，对内大规模施行高福利政策，医疗、教育、水电等等基本免费，退休、失业待遇也异常优厚。普京对外则不停地动武，领土争端（车臣、格鲁吉亚、乌克兰等等）几乎没有停过。俄罗斯过于注重于重树百年前强大的帝国形象，却忽视了现在这个帝国是建立在脆弱的基础之上。1998年俄罗斯曾经违约过一次。现在俄罗斯虽然外汇储备要比当时多很多，但是其经济对原油的依赖远超1998年，因此也更加危险。沙特对美国页岩油生产商的一场价格战就把俄罗斯的真实面目展现在大家面前。 





国泰君安董事长万建华： 金融创业家的下一站

■章奇奇 / 文

又一次在某个会议上看到万建华的身影。一如既往的黑色西服和金边眼镜，配合亲切的笑容，这让他看起来更像是一位儒雅温和的学者。而事实上，用“创业家”这个词汇来形容他或许更加合适。

从央行职员到招商银行副行长，从筹备中国银联到创建通联支付，告别券商十年之后又重新回归，掌舵国泰君安……不难发现，万建华所走的每一步都在不断尝试新鲜的东西，这样的职业转折每次都显得有些出人意外，但却又在情理之中。

“我就是民工，高楼大厦盖起来了、装修好了，我们就换地方了。因为我多数干的是创业的活。”这是万建华对自己的定义，而如今的他正在经历着又一次“创业”——为沉寂已久的证券行业找回那“被耽搁的十年”。

不按常理出牌的“创业家”

1984年的“五道口”，发生了一件大事，81、82两级学生撰写《关于金融体制改革总体方案的几点意见》，并在中国金融学会第二次代表会议上当众宣读，这也就是后来人们口中的中国金融改革“蓝皮书”，而万建华就是这些学生中的一员。

毕业之后，和大多数五道口毕业的学生相似，他加入了中国人民银行计划资金司，可以想象的是，优秀如万建华，在人民银行也会成就一番事业，正如其师姐、中国人民银行原副行长、著名经济学家吴晓灵所预测的一样：“我一直认为凭借他的理论功底和在中国人民银行计划资金司的工作经验，会成为一名优秀的央行干部。”

不过，万建华并不满足于宏观的货币政策调控操作，相比理论研究，他更加注重实践，澳洲留学归来之后，从人民银行辞职，加入招商银行的决定也预示着万建华职业生涯的后20年正式开启——致力于微观金融的运营。

体制内到体制外的转变，给万建华带来的或许更多的是第一次“创业”的兴奋。而这种兴奋，让他在金融的实践中不断展现出不知的一面——对于新事物的敏感和实践中的执行力。

66

体制内到体制外的转变，给万建华带来的或许更多的是第一次“创业”的兴奋。

比如，招行的“弯道超车”就取势于创新。在招行任职时，万建华组建了一个课程小组，在国内商业银行中率先提出银行的发展战略。1995年，招行提出“科技兴行”，推出集成个人存款资产于一体的“一卡通”业务，率先打响国内个人金融业务营销战。1998年，招行推出网上银行产品“一网通”。作为常务副行长，万建华亲历并推动了招行依托电子化、网络化的业务创新，这为马蔚华时代招行“最佳零售银行”地位的确立，奠定了基石。

同时，万建华一手策动了招行网点的全国性扩张。当时，招行的实力远不及中信、光大、广发等同行，但万建华不认同招行永远只能是“区域性银行”。当他把招行分行开到北京的时候，不少同行非常诧异：“怎么区域性银行跑到北京来了？”他开玩笑答道：“到了北京还是什么区域性银行？这里是‘中国区’，就是全国性银行。”

不过，万建华内心藏着一份不安定因素，而就是这份不安定激励着他一次又一次在创业路上不断开拓。比如，放弃招行的事业接受银联的邀请。

据悉，当时银联给他开的工资才2000多元一个月，与招商银行的收入完全无法相比，万建华却没有在意。他只提出两点要求——银联要公司化

运营，把总部设在上海。

银联在2001年年中开始筹建，到2002年3月就挂牌成立，实现了100多个城市内银行卡的跨行通用。随后创建银联卡品牌、实现银联卡国际化，只用了6年时间。连万建华自己都感叹：“方向准、时机好，银联做得太顺利了，不知道会不会把他以后的好运气都用完了。”

而之后离开担任上海国际集团董事长兼总经理，并又一次选择创办通联支付，似乎更像是万建华银联事业的延续，他一直关注和看好以支付宝为代表的第三方支付公司的发展，2010年8月起掌舵老牌券商之后，“得账户者得天下”，随即也成为万建华改造券商的起点。

万式手术：向投资银行改革

担任国泰君安董事长一职，一度被外界认为是万建华各种“抬头”中“最具内容”的。如今看来，这位金融圈的“老人”重返证券业的野心确实不小。

据有关人士透露，在上任之初，万建华就在与上海市金融工委签订的三年责任书中提到了将把加深国泰君安市场化经营当作重点工作之一。除此以外，万建华还有些更高调的“军令状”，这其中可能包含了完成IPO、金控集团及某些规模或营收的指标。

实际上，万建华上任伊始首先把市场化经营作为重点目标，他特意撰文呼吁“券商要回归金融本源，开启通往投资银行的转型之路”。国泰君安再造证券公司作为投资银行的基础功能，第一步就是由资本经营转向适度杠杆经营。

99

在万建华的构想中，中国券商转型的出路是成为真正意义上的“投资银行”，实现综合化、全能型经营。

甫一上任，一场重大革命便在国泰君安展开，当然，这次革命以“流血手术”为必然形式和代价。自2010年9月以来，万建华的手术刀，挑开了这家老迈金融企业的管理中枢、组织架构及企业运营导向。“万式手术”第一步，密集而大面积的人事调整，“万式手术”第二步，内部组织结构的市场化重组，“万式手术”第三步，组织架构改革。

调整之后，国泰君安一级部门拆分增加了1/3，其中，投资银行总部一拆为三：投资银行部、中小企业融资部、资本市场部；自营部门一拆为二：权益投资部和另一个以对冲交易为核心的交易部门；其他如销售交易总部、零售客户总部等各有拆分。

在外界看来，这一架构和银行的个人金融部已经很相像。

“券商的创新转型，其实首要问题就是组织和管理创新。”万建华认为，原本券商公司相互割裂的业务模式，已经无法适应金融服务综合化的大趋势，因此，当前最重要的就是体制机制更进一步市场化。

2012年5月，证券业创新大会将“放松管制、鼓励创新”作为制度改革的主旋律，发布了“推进证券公司改革开放、创新发展的11条思路与措施”。7月底，中信证券、国泰君安等六家综合性大型券商联名发表《再造我国证券公司作为投资银行的三大基础功能》的文章，提出重构证券公司的托管功能、交易功能和支付功能，以促进金融产品的交易，满足客户多种交易方式、



交易品种和提高理财效率的需求。9月，中国证券业协会将证券公司的“投资功能”和“融资功能”作为证券行业服务实体经济的重要手段。证券公司的基础功能从交易、托管结算、支付，进一步演绎成包括投资、融资在内的五大功能。

“五大功能真的实现就厉害了，应该说，给个五年、八年、十年，绝对会有一批券商脱颖而出。”万建华认为，未来券商的规模会很大，并且具备全能经营的条件。

第一步，回归金融本源，券商通过改革创新恢复投行的基本功能；第二步，转型投行，券商充分发挥自身投资中介和融资中介潜能，在投融资领域里崛起；再往后发展就是综合化、全能化经营。

“综合化、全能化经营，实际上基于两个东西：一个是制度安排，怎么完善监管体系，抑制住系统风险，

其政策就可以更开放一些；同时，在信息技术时代，技术的发展客观上推进了金融机构全能化的发展。”万建华说。

在这样的改革思路之下，成果已见成效。最新资料显示，2013年国泰君安营业收入72.5亿元，加上上海证券10.5亿元营业收入，共计达到了83亿元，这样就超过中信证券和海通证券，跃居第一。

如今，推动公司的上市也变成为了万建华的首要目标。2014年3月，国泰君安拟耗资60亿元收购上海证券51%股权，而且是通过上海市政府、上海国资委等自上而下的行政力量主导，以彻底解决其控股股东遗留的“一参一控”的硬伤，扫除上市的最后一个障碍。

多家机构的投资总监表示，国泰君安IPO将使得券商股成为未来市场的一个重要主题投资，投资者可密切留意。

66

作为理论实践派以及拥抱互联网的坚定拥护者，万建华针对国泰君安证券的互联网金融路线图已经设计完成，而实践则在有条不紊地开展中。

99

拥抱互联网的坚定拥护者

如今的万建华似乎更愿意在公共场合表达自己的观点，比如频繁参加重要的学术会议和论坛，比如发表金融类论文以及出版《现代公司理财》、《商业银行战略管理》等著作，2013年在互联网金融大热的背景下出版的《金融e时代》一书，更是让他被誉为“金融e时代”的掌门人。

在《金融e时代》书中，万建华有两个重要观点：一是主动拥抱技术进步，贴近互联网和移动互联网浪潮；二是抓好账户建设，将零售账户打造为承载所有金融业务的平台。

在他看来，无论是商业银行、支付服务商，还是互联网科技公司，打造“账户”已经成为新一轮商战中的制胜法宝。在金融领域，想得天下者，先要得账户。客户的账户有双重作用：商家根据客户账户的“信息价值”准确把握营销广告的投递对象和投递内容，并通过账户的形式把客户的“货币价值”纳入自身的体系，并为商家所利用。面对互联网金融浪潮下证券行业的转型发展，充足的资本金是必要砝码。

作为理论实践派以及拥抱互联网的坚定拥护者，万建华针对国泰君安证券的互联网金融路线图已经设计完成，而实践则在有条不紊地开展中。

他将国泰君安“零售业务部”改名为“互联网金融部”。此前，国泰君安的零售业务部为针对个人客户服务的部门，而销售交易业务部为针对机构等高端客户的服务部门。

万建华认为，如果将客户分类，那么八成为个人客户，而两成为高端（包括机构）客户。未来在IT金融时代的两条道路，就是标准化、大众化，以及金融的专业化、个性化、定制化的管家式服务。

“在80%的程度上，金融和IT已合二为一了。”万建华说，金融产品的标准化，通过互联网、移动金融等电子终端，一般事件、可以标准化事件、规模化事件确实已经可以形成大数化、标准化、规模化，甚至互联网企业可以做得比商业银行、金融机构

还好，因为它具有成本优势，“传统金融业中，那么多的房子、人员，需要投入大量的成本，但互联网企业可以用极低成本完成。”

而剩下的那个“20%”则是券商的优势所在，“毕竟金融还是金融，尤其是在经济发展、财富增长的情况下，20%部分的个性化、定制化，是券商今后要重点发展的。”

而经历近一年与央行的反复沟通，国泰君安解决了大额支付入场后，火速推出超级账户——“君弘一户通”综合理财平台。

该平台打通了证券市场的各类账户，覆盖证券、资管、期货、信用、场外等实体账户。只要开通该账户，投资者交易下单时不再需要在证券、期货等账户反复进行系统登录切换。未来，国泰君安还计划将范围拓宽至港股簿记账户，以及非金融领域，如电邮、航空会员。

更为重要的是，国泰君安欲借此机会摆脱单一的通道业务，转型综合服务的券商。

据悉，国泰君安已开发出市场产品中心、君弘百事通平台推送等服务。前者是一个涵盖银行理财、公募、阳光私募、信托、保险等大数据的信息中心，投顾在此基础上能针对客户给予资产配置建议，该工作由君弘百事通平台推送给客户。这两项功能，将内嵌超级账户。

“我做个预测吧，在未来的8到10年后，银行还是叫银行，券商还是叫券商，但做的业务是一模一样的。”万建华说。

显然，他还在等待创造下一个漂亮的成绩……

医疗器械行业： 中高端看创新能力，中低端看横向扩张能力

■王威 / 文



医疗器械龙头公司增速远超白药和恒瑞

2003年-2010年白药和恒瑞的利润年复合增速为34.9%和33.8%，已经创造了神话；而同期医疗器械中的威高股份和迈瑞医疗年复合增速则高达48.4%和44.5%。医疗器械行业牛股频出，又如鱼跃医疗，上市3年半上涨12倍。

行业3大特点提供牛股土壤

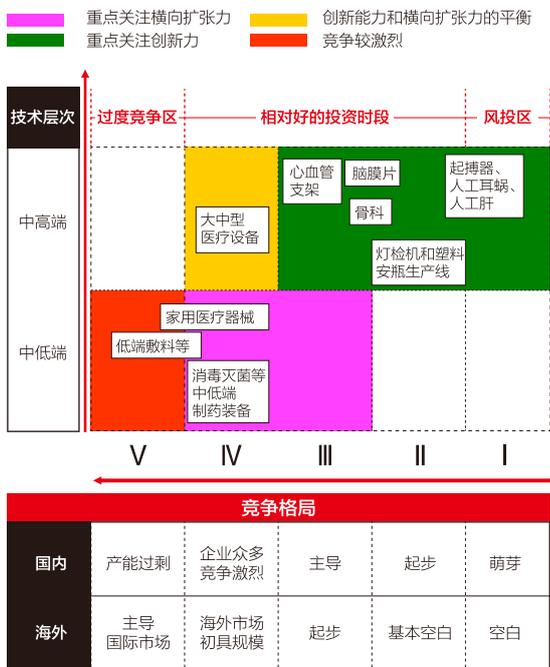
- (1) 细分领域多，很多领域都能产生1-2个好标的；
- (2) 各细分领域行业阶段层次分明，任何时点都有处在高速增长期的细分领域；
- (3) 医疗器械企业扩张边界比药品企业要大，天生容易出tenbagge。

市场规模达1000亿 潜力巨大

全球医疗器械市场销售总额从2001年1870亿美元增长到2009年的3553亿美元，复合增长率达8.35%。2009年中国医疗器械行业市场规模812亿人民币，2010年预计已达千亿，2000年-2010年复合增长率约21.3%。Frost&Sullivan预测，到2015年，中国医疗器械市场将达到537亿美元。

我国医疗器械市场规模占医药总市场规模14%，与全球水平42%相去甚远；与全球人均器械消费水平相比，我国有5-6倍提升空间；我国医疗卫生费用占GDP比重约5%，远低于美国的16%；老龄化、消费升级和政府投入将长期支撑医疗器械行业。

医疗器械行业投资矩阵图



资料来源：中投证券研究所 注：竞争格局指本土企业市场竞争表现

在产品 and 市场两个方面，产品因素相对占主导地位，没有产品支撑的市场将是无源之水。医疗器械每个细分领域的空间并不大，绝大部分细分领域都少于100亿，决定了多角化是企业长大的必经之路；另外，从医疗器械历史来看，技术推动特征比较明显，所以创新是企业时刻需要面对的问题。在市场驱动的两个因素中，从投资的角度讲海外市场比集中度的提升更容易把握。

中高端市场，因竞争壁垒往往易呈现寡头垄断的情况；而中低端行业价格因素在竞争中占比较高，市场竞争较激烈。以新华医疗为例，1999年-2005年的毛利率持续下降（从38.72%到22.7%），经过几年惨烈的价格手段，最终奠定了其在消毒灭菌领域的绝对龙头地位。降价手段往往会受限于股东利益而无法实施，尤其是产品较单一的上市公司。

我们发现在不同的阶段，起主要作用的驱动力是不同的：

（1）产业起步阶段（技术水平一般较高），主要驱动力来自纵向驱动力（创新和进口替代带来集中度提升）；

（2）随着产业逐步成熟（技术水平往往稍低），横向驱动力（多角化和海外市场）会更强，而创新驱动力则相对较弱。如以鱼跃医疗为代表的家用医疗器械。

投资建议

重点推荐中低端横向扩张能力强的鱼跃医疗和新华医疗，中高端创新能力强的千山药机。鱼跃医疗强势渠道和丰富产品相互促进，已构建OTC领域绝对竞争优势，将畅享家用医疗器械行业高增长，且海外和医院市场开拓处高速增长长期，潜力巨大。

新华医疗横跨医院和药厂两大市场，以消毒灭菌产品为基石，内生和外延强势渗透周边领域，攻防一体立体竞争优势初现；大股东变更、管理层激励基金促老树发新芽，迎来经营拐点。

千山药机为注射剂生产线细分领域领导者，以自动灯检机、塑料安瓿注射剂生产线、倒立式软袋为代表的创新产品将坐享行业爆发带来的机遇；外延式扩张同样值得期待。

新华医疗：老树新芽 攻防一体的立体竞争优势初现

公司横跨医院和药厂两个大市场，客户资源非常丰富，以消毒灭菌产品为基石（市场占有率至少70%以上，产品丰富且口碑好），内生和外延强势渗透周边领域，攻防一体立体竞争优势初现。消毒灭菌领域是公司进可攻退可守的牢固城堡，也是往周边产品延伸的起点。

作为老牌上市公司，大股东变更为淄博矿业集团之后，大股东对管理层有期待（将上市公司做大做强，2015年达到50亿），也有激励（激励奖金办法，10年管理层激励奖金812万），还有支持（大股东实力雄厚，将从资金等各个方面支持上市公司）。公司老树发新芽，进入了经营和业绩拐点。中期增长无忧；长期则看公司的业务拓展。

主要横向驱动力：产品的延伸。公司当前市值主要反映了公司现有业务（消毒灭菌，大输液生产线和放射治疗等），这些产品毛利率本身也有较大提升空间（但速度不会太快）。另外，我们看好未来药厂治水设备、冻干、医用工程（医院消毒供应室和洁净手术室）、医院用低温灭菌设备、口腔科整体解决方案等产品。

风险提示：原材料涨价和人力成本上升风险、政府投入低于预期风险。 60

（作者系新财富医药生物行业最佳分析师）



2015年 各大顶级券商投资策略精粹

■丁一 / 编辑整理

2014年年末，中国各大券商在布局新年投资规划的关键时点上纷纷出炉自己的投资策略报告。总体看，各券商对2015年的股市大势几乎一致看好。A股牛市，来年可期。

**国泰君安：
2015普涨型牛市，
非银金融表现突出**

在宏观经济转型、金融市场从间接走向直接的大变革中，未来人们对直接融资发展的预期发生变化，风险偏好上升导致风险溢价下降从而推升非银板块估值空间彻底打开。作为制度红利释放的最大受益者，未来的非银将是融资和投资两端汇集的爆发性行业，是全年战略性配置板块。

2015年将是普涨性行情，而非结构性行情。价值股受益于无风险利率下降，成长股受益于风险偏好提升。一方面，改革堵住三大资金黑洞，导致无风险收益率下降，进

而导致增量资金入市，低估值、高分红、易发生并购的价值股将受益。另一方面，依法治国系列政策出台，导致风险偏好上升，市场存量资金投资积极性增加，高风险特征股票受益。

伴随着降息降准周期的启动，增量资金入市对价值型股票的追逐将会加剧。无风险利率下行，增量资金入市是看多2015年“新繁荣”牛市的核心理念之一，降息是对这一逻辑的确认。对于电力环保、以及具备低估值高分红属性的交运（增量资金偏好）是值得进一步积极布局的重要板块。对于高风险特征的成长股而言，三大驱动是最好的配置思路，推荐智能技术（智能零组件）、大健康（体育）及高端制造。

**申银万国：
2015年A股
重点配置三类标的**

国人最爱加杠杆争取财富“中国梦”，以前是楼市，现在是股市。2014年新股发行改革鼓励融资和宽容跨界成长开启了股票市场的正循环。无风险利率下行，系统性风险溢价下降的逻辑将会进一步强化，大类资产配置角度增加权益类资产的配置已成趋势，市场主线将由存量博弈转变为增量资金推动。

2015年上证指数将上破3000点，但A股市场波动率大幅上升，阶段性回撤幅度将可能会超过200点。上市公司盈利增速中性预期为6.8%（扣除金融石油石化2.6%），可以关注融

资成本下行和税收优惠的积极影响，以及美元汇兑风险、埃博拉和信用风险阶段性爆发等黑天鹅事件。市场特征层面，融资余额可能突破万亿、海外对冲基金通过沪港通渠道自由进出A股并进行宏观对冲操作、新金融衍生品创新都可能放大市场波动。

2015年末也许就能看到20倍PE的蓝筹龙头。成长股仍代表未来，调整充分的白马成长可能卷土重来；行业配置上，从“大蓝筹”角度推荐券商、家电、机场、银行，煤炭行业预期差极大，供风险偏好较高的投资者备选。从“后市场”角度推荐互联网信息消费、体育、医药健康、节能环保；从“走出去”角度推荐高铁、核电、建筑等行业；同时关注军工中的民参军和地产中的转型公司。

**海通证券：用好三把
利刃——高端装备、
国企改革、券商**

海通认为，2014年以来，由于房价下跌，央行已经重新开启降息周期，在经济去杠杆的同时，金融部门在不断加杠杆，未来中国或重演欧美国家超级宽松政策刺激资本市场的情形。而随着银行负债从存款向理财的转移，部分储蓄资产假借银行渠道大规模配置到了资本市场，其将消灭一切高收益，因

而无论是股市还是债市，风险偏好都将提升，这意味着金融泡沫的大时代。

2015年利率下行、改革推动风险偏好上升的趋势未变，经济转型稳中求进，大类资产配置转向股市。预计指数震荡上行，警惕3-5月阶段性风险，增量资金入场、交易活跃度提升助推行情从小盘向中盘扩散。投资策略用好三把利刃：创新剑——高端装备、改革刀——国企改革、牛市矛——券商，并以高股息率股、健康服务做护体盾。2015年的主题包括并购、迪士尼、碳减排。

2015年将会是牛熊转折点的到来，而不是300、400点的反弹。2015年、2016年，在需求下降供应也在收缩的背景下，上市公司盈利底部早在2013年上半年就已经出现，盈利将持续上升。

三大投资有望上升：2014年8月，房地产销售突然结束下降，掉头向上。根据房地产销售领先房地产开发投资3-6个月的规律来看，房地产投资有望结束下行趋势；在拉动经济增长的各项因素中，政府公共财政支出约占20%，到了2015年，预计财政支出有望重拾增长，从而封杀经济向下的空间；同时，一直具有逆周期特性的基建投资有望出现加

速上升的趋势。

市场均值回归阶段已结束：当前，全球商品市场显然正处于一轮熊市的开端，能源原材料价格的下降，有利于企业盈利的改善以及通胀风险的降低，从而利多股市。

随着流动性因素的改善，钱荒对股市的冲击已在今年二季度结束，信贷市场的转折助推股指上攻2012年以来的箱体(2000点-2500点)上沿。

**安信证券：
基本面好转
助股指上攻3500点**

在看多后市前提之下，建议超配大蓝筹，着力挖掘周期股。

宏观层面看中国经济整体不会出现系统性风险，并将从原油价格下跌和人民币汇率走弱中受益；政策的延续性、针对性将进一步巩固市场对深化改革的信心。“一带一路”带来的全方位基础设施和互联互通建设，将为中国未来十年奠定良好的外围环境。

产业层面来看，制造业部分周期行业的财务费用占应收的比重较年初出现下滑，以地产为代表的上市公司还开始用中票进行融资，融资成本大幅降低。此外，成本端价格也有下降，周期行业淡季销售净利润略有回升。从整个A

股市场来看，整体资产负债率仍在高位，而除煤炭行业以外的多数周期股已逐步从高位缓慢下行。石油石化、有色金属、钢铁和基础化工等都有小幅回落。

自上而下关注低价位、低估值、高分红和业绩稳定的蓝筹及大市值股票。除时下风头正旺的银行和非银板块外，还包括环保、房地产、建筑、建材、机械，以及汽车、电力与公用事业和医药。

**光大证券：
超配大蓝筹
不弃周期股**

展望2015年，全球经济分化加剧，美国独领风骚。中国经济下行压力依然，增速将回落至7.1%。政策全面宽松，改革落地。预计将降息50个基点，下调准备金率100个基点，M2增速回升至12.5%。经济蓄势，后遗症消退中孕育新的积极因素。行业格局渐变，信息、健康、文化、高端装备制造制造业、新能源和环保、商务服务六大产业群可能成为新的主导力量。居民资产选择将发生明显变化，金融资产有望成为资产配置的首选。

股市将成为经济转型的重要支柱。2015年，货币宽松、资本市场国际化、改革加速是A股震荡上行的三大推力。企业部门的盈利增速和ROE得到实质改善，是行情超

预期的关键因素之一。

A股开启国际化“钻石十年”，投资关注低估值和稀缺性。利率下行、美元强势、能源成本下行和国际化趋势

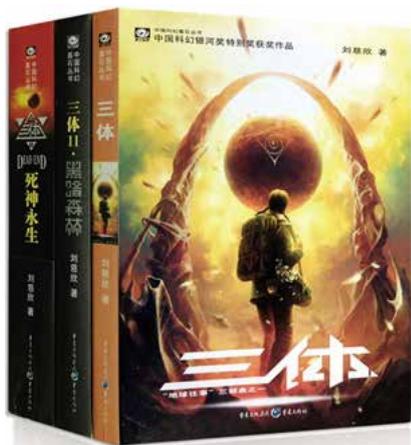
等因素共振，将以新的逻辑突出大金融、地产、家电、电力、交运、机械设备等蓝筹行业的价值。成长股看好医药、互联网、农业等。主题上，重点关注国企改革和“大环保”。

**中信证券：
三力齐发，
布局新蓝筹和新成长**

规律、逻辑、黑暗森林

——读《“地球往事”三部曲 (又名三体三部曲)》有感

■姚辰 / 文



要评论《三体》是件并不容易的工作。

这是一部野心很大的科幻作品，层层递进，试图从人性、社会、宇宙逐一突破，诠释和探求宇宙的真相与奥秘。《三体》起点是一个文革中家破人亡的少女，这背景如此痛苦，使之后爆炸式层层飞跃有了一个扎实的根。“硬科幻”式的风格，意料之外的结局，一看之下，竟然让人无法自拔。

读完《三体》之后，再思考价值投资的问题，像迷失在遥远的宇宙之中一般，心绪难以收回。

规律是否继续延续

《三体I》中引用了“射手假说”和“农场主假说”。这种颠覆性的假设让人震撼。

“射手假说”，讲的是有一个神枪手对一个靶子每隔十厘米打一枪，他打了很多枪之后，设想这个靶子的平面上生活着一种二维的智能生物，它们中的科学家会通过观察发现一个伟大的定律：“它们的宇宙每隔十厘米有一个洞。”它们把三维上这个神枪手的一个偶然行为，看成了自己宇宙中的一个定律。

“农场主假说”听起来则有点毛骨悚然。它讲的是一个农场里有一群火鸡，农场主每天中午十一点给火鸡喂食。火鸡中的一名科学家观察这个现象，一直观察了近一年没有例外，于是它也发现了自己宇宙中的伟大定律，“每天中午11点有天降食物，我们很幸福。”它在感恩节那天早晨向火鸡公布了这个定律，但这天中午11点，它们在等着食物降临时，农场主进来把所有的火鸡都拉出去杀了。

其实，很多对未来的研究及推测也是这么进行的。

可以看到的各种研究报告中，很多结论都是来自于数量化的工具来进行分析和研究。但正如索罗斯的反身性理论所述，数量化工具更有效的运用是针对自然科学，即观察者必须独立于现象之外的研究，否则，会陷入量子力学基本定理之一——“测不准原理”的困境中。在投资这门艺术中，众多的观察者构成了现象的主体，对规律的探索、工具的使用是否会陷入“射手假说”和“农场主假说”，令人极为迷惑。

所以，“历史不会简单的重演”原本是技术分析流派中的圭臬，但对于坚守价值投资同样重要。用数量化工具得出的对于现象、规律的结论，需要极为深入的分析与研究。

“面壁者”与“破壁者”

《三体II》中，作者精心创建了一套“面壁计划”，成为构思精巧的浓重笔墨。

面对技术处于优势的外星文明：“三体人”来说，虽然他们可以实时监控地球人的各种行动，但无法读取人类的思维，成为地球人反抗的一种优势，因此，地球防卫者制订了所谓“面壁计划”。

面壁计划的核心，就是选定一批战略计划的制定者和领导者，他们完全依靠自己的思维制定战略计划，不与外界进行任何形式的交流，计划的真实战略思想、完成的步骤和最后目的都只藏在他们的大脑中，称他们为面壁者，这个古代东方冥思者的名称很好地反映了他们的工作特点。

在领导这些战略计划执行的过程中，面壁者对外界所表现出来的思想和行为，应该是完全的假象，是经过精心策划的伪装、误导和欺骗，面壁者所要误导和欺骗的是包括敌方和己方在内的整个世界，最终建立起一个扑朔迷离的巨大的假象迷宫，使敌人在这个迷宫中丧失正确的判断，尽可能地推迟其判明我方真实战略意图的时间。

与之对应的，还有一类名为“破壁者”的人群，也就是要识破“面壁者”背后真实意图的人。

在《三体II》中，有三位面壁者先后被“破壁人”打败，不外乎都是通过各种细节反复思考和推理最后判断出面壁者的真实意图，而唯独最后一名面壁者，名为“罗辑”最后成功对三体文明建立了威慑，遏制了三体

文明的进攻。

作为第二部小说的主人公罗辑，或许作者想通过名字赋予他的意义——逻辑。而再思考投资，市场先生其实就是一个典型的“面壁者”，而每个参与其中的投资者就是它的“破壁人”，参与者们通过各种办法去猜测市场先生真实的走向，而运用的工具，也许最好的就是强大的逻辑武器。

预测，或许更重要的是对内在逻辑的推导，通过探讨这种逻辑成立的可能性，再把现象和规律作为一种证明这种逻辑的工具。

黑暗森林法则

逻辑推演在《三体III》中得到了高潮。作者试图从两个文明的战争，进一步向外推理，如果在多文明存在的环境，宇宙会是一个怎样的状态？

作者给出的答案是——黑暗森林法则。黑暗森林体系的建立，首先假设如下的两条公理：1、生存是文明的第一需要。2、文明不断增长和扩张，但宇宙中的物质总量保持不变。

对于文明的进步来说，文明进步的速度和加速度不见得是一致的，弱小的文明很可能在短时间内超越强大的文明。两个文明之间的“猜疑链”，成为互相消灭的根本原因，即一个文明不能判断另一个文明是善文明还是恶文明，那么，最好的办法就是消灭对方。

因此，作者认为，宇宙就是一座黑暗森林，每个文明都是带枪的猎人，像幽灵般潜行于林间，轻轻拨开挡路的树枝，竭力不让脚步发出一点

儿声音，连呼吸都必须小心翼翼：他必须小心，因为林中到处都有与他一样潜行的猎人，如果他发现了别的生命，能做的只有一件事：开枪消灭之。在这片森林中，他人就是地狱，就是永恒的威胁，任何暴露自己存在的生命都将很快被消灭，这就是宇宙文明的图景。

被发现，即被毁灭！

从博弈的角度思考市场，或许是价值投资体系下需要思考的另类问题。被许多价值投资者们相中的白马成长股，在经历一轮市场的大涨后，常常并不是在收益上贡献最多的品种，价值投资者往往也对此非常头痛。

结构化行情下，指数往往会被一小部分板块迅速推高，但也有的板块却在原地踏步或者跑输指数。笔者曾经在调研过程中，遇到过一个情况，某上市公司，经营状况非常好，近几年年平均增长率接近40%，并且，经营状况也被市场准备预测出来了，但是股价却在市场大涨的时候一直徘徊不动，甚为困惑不解。

其实，如果套用《三体III》的黑暗森林法则来解释，或许可以思考这种现象。

在板块轮动行情的主基调下，眼球经济比默默耕耘更容易被关注。被预期之内的成长，即使保持高增速，那它也并不足以吸引关注，只有当市场整体达到一个相对饱和的境地，一时间也找不到吸引眼球的东西了，那么这些品种或许才会被后续挖掘。

价值投资者也许更应该像黑暗森林里“带枪的猎人”，在没有被他人已经看透的品种中寻找机会，而非坚守已经被市场彻底洞悉的东西。☞

书法与投资： 变化中孕育 强大生命力

■吴薇薇 / 文



在 世界各国文字书写中，没有任何其他文字像汉字一样，最终发展成一种独特的艺术形式并且源远流长。这足以显示出中国书法的强大生命力。而从某种意义上而言，中国书法生命力来源于两个字——变化。

没有“变”，就无法诠释“篆、隶、楷、行、草”诸体之演进历史；没有“化”，更无法理解万变不离其宗的书法魅力。而在投资的世界里，“变化”同样是市场的魅力所在。不同的基金经理有着不同的投资理念，并且必须有“变化”的观念，针对目前市场的变化情况，采取变化的策略。并且在投资者不断变化的需求中创新产品和业务。如此，才能争取主动，赢取投资利润。

和而不同

清代书法理论家笄重光说“名手无笔笔凑拍之字，书家无字字叠成之行”，宋代姜夔说：“故一点一画皆有三转：一波一拂，又有三折；横撇又有数样。”

如果字的笔画、形体仅求相同、整齐，用笔、用墨、结字、章法上缺乏“不同”和变化，缺少方笔圆笔、一波三折、快慢徐疾、浓淡干湿的交替；字形缺少大小、宽窄、长短的不同；整体上分行布白缺乏参差错落、穿插顾盼、跌宕起伏等等之变，如何将字写得情意盎然呢？

因此，中国书法讲究“一点成一字之规，一字为终篇之准”之“和”，也讲究“不同”。这一原理同样适用于投资行业：不同派别的基金经理，其投资风格上差异显著。

价值型投资风格的基金经理热衷于“低买高卖”的投资策略，寻找“价格低廉”的股票。他们往往钟情于公用事业、金融、工业原材料等较稳定的行业，而较少投资于那些市盈率、价格收入比高的股票。

而即使都是价值型投资，每个基金经理挑选股票的标准也不同。他们一般会用两种方法来衡量股票是否“价格低廉”：一种是用模型计算出股票的“内在价值”，如果股票的市场价值比内在价值低，则为值得买入的“低价股”。另一种是根据股票的市盈率等价格倍数指标，与其历史水平或行业平均水平进行纵向和横向比较。在此基础上，重点关注股价预期会上升的公司。

成长型投资风格的基金经理通常更注重公司的长期成长性。所谓的成长性，包括收入的增长性或净利润的增长性。每个基金经理对公司成长性的期望可能不同，如有些基金经理只购买收入增长率在20%以上的公司股票。

这种风格较少投资于已进入成熟期的周期性行业（如工业原材料行业），而青睐那些具有稳步成长性的行业（如医药行业、高科技股）。对于收入预期增长前景十分“乐观”的公司，即使市价比内在价值高，基金经理也愿意购买，因此其价格倍数也相应较高。

成长型投资的基金经理的具体选股方式也不一，有的完全不考虑股票的内在价值，有的同时考虑成长性和内在价值。

但不管是价值型投资还是成长型投资，其有一个共同的核心宗旨，即为客户的资产保值、增值，这正是“和而不同”在投资中的最高体现。

顺其自然

中国书法创作的经验告诉我们：越是刻意追求，越难写出令人满意的作品。正所谓弄巧成拙，事与愿违。所以，蔡邕《笔论》中说：“欲书先散诸怀抱，任情恣性，然后书之。自然既立，阴阳生焉；阴阳既生，

66

“顺其自然”需要遵循一个“势”，这个“势”便是市场规律，是“阻力最小的运行方向”。

99

形势出焉。”当一个人的基本功达到一定水平之后，在“不经意”“无所谓”“无心”这种“零”心态下进行创作，就会“无心而成化”，书作才可能给人“清水出芙蓉”那种清新自然的审美享受。所谓“天人合一”，所以人应该清心寡欲，顺其自然地从事书法作品的创作。

投资之道，“顺其自然”同样重要。

简单而言，“顺其自然”就是让我们在进行风险投资的时候，应该将自己调整并保持在一个什么样的状态之中。这种状态能令我们在行情处于震荡之中时，能够透过行情表面反反复复的变化，用冷静的头脑，慢慢分清市场真实的强弱关系；在多空处于平衡状态时，能够用发展的眼光慢慢参透出平静之中暗藏的玄机；在处于被动之中时，能够分辨出行情的真假虚实，忍耐坚守正确的观点；在价格处于趋势运行中，能够克服恐惧或侥幸心理，做到当机立断，甚至壮士断臂。

“顺其自然”需要遵循一个“势”，这个“势”便是市场规律，是“阻力最小的运行方向”。因此，需要

基金经理在投资中遵循市场的规律，并根据所掌握的信息，对趋势形成的原因及其对资产配置、行业和个股产生的影响，作出明确判断并采取相应的行动。

创新求变

历史上耳熟能详的书法家，例如隋唐时期的欧阳询、颜真卿、张旭，宋代的苏东坡、黄庭坚、米芾等，无一不是在书法的风格和形式上进行着不懈的创新与变革的勇士，并坚定地走出了一条既属于时代，又融入鲜明个性的路子，留下了不计其数的里程碑式的不朽篇章。

看过书圣王羲之的《兰亭序》的人都会发现，其中反复出现几十次“之”字，却无一雷同，可谓变化莫测，风致别然。

基金行业同样需要“新”的理念，“新”的力量来推动行业的前行。

回顾过去，不难发现基金业的发展很大程度上就是产品创新发展的历程，产品的创新为全行业提供了最基础的生命活力，为基金业带来了更广阔的生长空间、更切合客户需求的服务模式、更多样化、高效率的服务

于实体经济和财富增值的资源配置方式。

不过，由于各家基金公司在创新能力、创新人才储备、创新成本投入等方面存在较大差异，对某类创新跟风模仿成为不少基金公司一时之选。

比如，2012年以来，P2P融资平台在国内高速发展，但部分P2P模式蕴藏极大风险，2014年以来报道倒闭的P2P平台就有十多家。有些打着互联网金融旗帜，实际上是伪创新，并没有改变金融业的本质。

一位业内人士对此表示：“‘创新’这个词太大，应该包含很多东西，所以如果无视投资者利益、无视风险的伪创新，对于整个投资者、资产管理产生重大负面影响。”

可以说，书法是书法家生命的记录。如果只是模仿他的字体，而不研究他书写时的心情以及他背后人文的东西，即便写得再像，也是肤浅和表象的，并没有走进书法家的内心，也不会找到书法的生命力之所在。

当基金行业在进行创新时，需要真正考虑的也是如何让产品、让业务迸发出真正的生命力，而不是短期的利益，不然，那毫无意义……

牛市“风乍起”

■黄焱 / 文

中国资本市场持续了长达七年之久的熊市，一朝格局改变，市场是什么反应？

自2014年11月21日到12月9日这短短13个交易日内，大盘指数从2440点左右一路强势拉升到3000点以上，大盘指数整整涨了600点，让市场显得异常喧嚣和芜杂。

以前市场差的时候，公募基金，需要埋头做业绩来赢得投资者信任，牛市来了，作为公募基金，我们依然要保持冷静清晰的头脑，市场的初牛格局是毫无疑问的，而且现在A股的走势和历次牛市的初期没有什么两样。无论是散户投资者还是机构投资者都不能盲目，要好好地把握机会。



历经三轮牛熊市

其实，对于本轮行情的启动，出乎了市场所有人的预料，我们公司最乐观的人也没有预料到这样的行情，而即使最乐观的卖方分析师，也没预计市场走到2014年年尾会演绎出这样一波行情。当然有超预期的东西，比如降息，比如存款保险制度的推出，其传递出的信号就是中国未来会进入降息或降准的通道。回过头看，这波行情的启动另外也有市场情绪自发恢复，尤其是金融领域资金面宽松，还有像融资融券、股指期货等金融创新工具在指数上涨中起到推波助澜的作用。

但不管怎样，市场总是有涨有跌的，尤其是经过了这么一段时间以来，很多金融蓝筹股涨幅很高。任何基本面

的因素都不足以支撑这些股票可以实现估值达到两到三倍的涨幅。短期超涨越大，市场出现调整的几率也越高，而且市场调整也在各方的预期之中，调整一下对于市场未来的发展更健康。如果一直涨，投资者很难享受到超额的受益，也会孕育比较大的风险，尤其在融资盘大量参与的情况下，一直涨下去，对市场带来的风险会难以控制。

经济处于底部逐渐转暖阶段，蓝筹股估值修复是大概率事件，关注与政府投资相关性较高行业。市场对蓝筹股的分歧，并不是关于蓝筹股是否具有价值，而是在未来中国经济增长模式中，传统蓝筹股是否能再次得到市场认同。

市场对蓝筹预期过于悲观，随着未来宏观经济的逐步企稳，蓝筹股的估值修复是大概率事件。即使现在为中国

经济发展最困难的时期，国内GDP增长也在7%以上，而且现在大蓝筹估值偏低，基本在破产清算估值边缘，现在在股市底部区域，非常具有投资价值。

利好利空VS快牛慢牛

在外界看来，金融蓝筹目前大涨，到底会持续多长时间，另外之前的降息以及存款保险制度，对于银行股又不是利好；沪港通来了，短期来看也没有给券商板块有实质性的利好。但是恰恰就是这两个领域涨的最快。这里面又是存在什么样逻辑？

现在的结构性行情，基本都是金融股，在金融股中又是以券商为代表，保险银行跟券商相比，涨幅也不大。格局显得非常极端，外界都不理解怎么把中性偏利空的政策都当做了大利好来炒作，但是在我的眼中这种情况非常合理，如果放到两到三年的时间维度里面，就很正常，现在大家看到的只是一个月的变化，之前大盘股横了很长时间，中小盘股票却已经涨了2-3倍，如果这两个结合在一起，就不难理解，按照我的判断，这种结构的分化还刚刚开始。

注册制的推行其实对于中小市值的股票是很大的利空。因为注册制一旦推行，优质的公司就可以直接IPO，但是一些劣质的公司就没有办法生存，所有A股中并购标的会消失，所以在注册制推行之前千方百计借壳重组。所以现在不是中小盘股票大涨的时机。

存款保险制度和不对称降息两大措施，对银行到底是利好还是利空。表面看存款保险制度的推行是利空，但是有专业人士做过测算，它对于银行利润增速的影响不到1%，现在的上市股份制银行对存款保险制度是受益的，未来破产可能性最大的是中小银行，而不是已经上市的股份制商业银行和大型国有银行；降息则只看到问题的一面，银行息差缩窄会直接影响到未来的盈利预期。但是大家没看到的是银行的议价能力还是很强的，它的存款成本没有下降，那么银行的综合贷款利率就不会下降。静态看是缩窄，动态看完全不是如此。一旦降息进入通道，银行的资产负债表就会有明显改善。重要一方面，降息是让经济宽松度更强，根本目的是维持经济平稳，而其中最大的担忧是银行坏账的爆发，但是经济企稳其实对于银行坏账是很大的利好。银行与基本面经济是高度挂钩的，经济好，银

行业确定受益，它是全社会的血液，现在我们的银行股价格是以破产清算价格来交易的，在行情启动之前，银行的股价是一倍的PB市净率，这就意味着即使现在银行破产，买进银行股也不会对投资者造成重大损失。

但是在牛市中，有一句名言就是当牛市来的时候，所有板块都会轮涨吗？

这句话对，但是也不完全对，有的股票只涨一两成，有的股票翻了十倍。关键还是看投资者手中握有什么股票。对于快牛和慢牛的判断，我还是认为资本市场是由群体行为决定，我只是中国一亿股民之一，作为机构投资者，我希望中国的股市行情能走的慢一点，稳一点，时间长一点。过去几轮牛市行情，没有少于两年的，但是相比于熊市，还是很短。

下一步怎么做

我们对2015年的市场比较乐观，虽然2015年经济增速会放缓。不过货币政策会呈现比较宽松的环境，在板块方面，经历了过去五年股市的调整，一些行业会出现拐点，比如钢铁等行业会出现回暖；另外2015年会有一个很重要的触发因素，十八届三中全会的改革措施得到落实，市场对改革的预期会强化，尤其是国企改革的期望更大。随着混合所有制的实施以及对国企经营管理层股权激励的实施，会带来很大的变化。

这几年有经验的投资人都不太会去预测点位了，就像现在的行情已经超出了很多人的预期，再去猜测明年的指数点位已经没有太大的意义。

实际上指数主要受蓝筹股的影响，只要蓝筹股的波动百分之二三十，那么指数的变动就是六七百点。银行股才刚刚走出一倍pb，指数就能涨这么多，可见2015年的市场会如何演绎。

我们2015年首先坚定看好蓝筹公司，尤其是保险，以及工程机械、国企改革公司；在成长性行业中，一个是环保，环保是在未来十年确定性成长的企业，这种板块中龙头企业会高速增长，另外一个高端装备制造，比如机器人行业，中国经济的增长还是在于高端装备制造竞争力的提升。 

肯尼斯·格里芬和他的金融城堡

■金宜康 / 文

肯尼斯·格里芬，Kenneth C. Griffin，1968年10月15日出生于佛罗里达的Daytona Beach，作为美国著名的对冲基金经理，他所创立的城堡投资集团（Citadel Investment Group）已经成为世界上最大和最成功的对冲基金之一。



66

“肯似乎想成为像J.P. 摩根或约翰·D·洛克菲勒那样的人”。建立一个相当于高盛或摩根士丹利的多元化大型金融机构似乎是格里芬本人的最大心愿。

99

肯尼斯·格里芬（Kenneth C. Griffin），这个身高183公分，银白短发，外表凌厉的人，经常以咄咄逼人的目光，与自己的部下进行严厉的盘问和讨论——尽管他们都是毕业于世界顶级学校的数学博士和久经华尔街沙场的投资分析师。

格里芬于1968年10月15日出生于佛罗里达的代托纳比奇（Daytona Beach）。作为美国著名的对冲基金经理，格里芬所创立的城堡投资集团（Citadel Investment Group）已经成为世界上最大和最成功的对冲基金之一。

年少时崭露头角

与许多金融大师一样，格里芬也是在年少时便显露过人的投资天赋。格里芬的父亲曾是通用电气公司（GE）的项目经理，由于工作性质，常年在外奔波。后来成立了自己的建筑供应公司，全家定居在波卡瑞顿。小时候，格里芬经常去当地的一家名为“电脑天地”的商店，一待便是几个小时，这让他很快成长为一名电脑

高手。

“格里芬不是成天在电影院游荡的那一类少年。”他在“电脑天地”认识的一位朋友这样评价他。

“他知道自己的方向。而且总有很多主意。”读高中时，格里芬开始向学校出售教育软件。他和“电脑天地”里的两个好友共同创建了一个小型软件销售公司——探索教育系统（Discovery Educational Systems），并至今还在保持经营。

1986年，刚刚年满18岁的格里芬偶然通过《福布斯》杂志对金融投资产生了浓厚兴趣。在哈佛大学就读期间，格里芬发起了2只基金，号召哈佛的学生把钱给他进行投资。他还在宿舍外面装了一个卫星接收器来接收实时股票行情，建立了自己的一个可转换债套利组合，取得了不俗收益。

华尔街攻城掠地

毕业于哈佛大学的格里芬拿到了他人生中的第一桶金：他被引荐给芝加哥格伦伍德资本投资公司

（Glenwood Capital Investments）的创立者弗兰克·C·迈耶（Frank C. Meyer）。格里芬的热情和优秀的业绩记录打动了迈耶，破例将100万美元由格里芬自主管理。而格里芬也不负众望，他通过程序交易使得这笔资金在一年之后获得70%的投资回报，这使得迈耶都禁不住鼓励他开创自己的基金。理所当然的，1990年11月1日，正值格里芬22岁生日，他用420万美元建立了自己的基金公司——Citadel，取名“城堡”，寓意基金即便在市场动荡的情况下也能保持强大实力。2006年，Citadel成为了美国历史上第一只承销债券的对冲基金。

一位曾经在Citadel供职的经理人曾这样描述：“肯尼斯似乎想成为像J.P. 摩根或约翰·D·洛克菲勒那样的人。”建立一个相当于高盛或摩根士丹利的多元化大型金融机构似乎是格里芬本人的最大心愿。为达到这个目标，格里芬带领他的金融公司接二连三地迅速的攻城掠地：这边收购一家抵押公司，那边又从一家对冲基金手里收购资产。其中收购在天然气交易中破产的对冲基金Amaranth Advisors就

66

“格里芬是一个才智超群的创新者，他重新定义了对冲基金和对冲基金公司。” 供职于 Citadel 多年的前明星交易员亚历克·李托维茨（Alec Litowitz）这样称赞道。

99

是格里芬值得称道的一个大手笔。

2006年9月18日上午，格里芬与价值 95 亿美元的Amaranth对冲基金在进行紧张的电话沟通。该对冲基金先前做了有史以来损失最为惨重的交易投注——豪赌天然气价格将会上涨。恰恰相反，天然气价格狂跌，一周之内Amaranth因此损失了 46 亿美元。在帮助谈判收购这笔一败涂地的投资证券组合时，格里芬保持了一贯特有的冷静，与他的能源小组一起分析形势和市场，评估风险。格里芬还与Amaranth首席运营官查理·温克勒（Charlie Winkler）多次进行深入交谈。这正是格里芬喜欢的那类垂死交易，他买下了Amaranth资产的一半份额。

华尔街的一些人认为这是一次愚蠢的赌博，毕竟，大家都认为天然气价格还可能会继续下跌。但是预言并未成为现实，格里芬像往常一样，最后又赚到了钱——有消息来源称可能约为15亿美元。2006年，整个对冲基金业的平均收益为13%，而来自投资者的数据却表明 Citadel 的收益高达30%。2007年底，Citadel的辉煌业绩达到了顶峰，公司资产达到200亿美元的峰值。

不拘一格筑城堡

“格里芬是一个才智超群的创新者，他重新定义了对冲基金和对冲基金公司。” 供职于Citadel 多年的前明星交易员亚历克·李托维茨（Alec Litowitz）这样称赞道。

比如，格里芬不关心股票的基本面或内在价值，只关心价格波动，通过大量信息以及各种数学模型来分析交易心态，从中寻找机会。Citadel是一个数量分析类基金，其两大明星基金——肯星顿全球策略基金（Kensington Global Strategies）和威灵顿基金（Wellington）都依靠强大的数学模型程序做着交易，

此外，格里芬还强调，风险管理的核心内容就是了解投资组合在不同的市场变化下将如何运行，如果对某种风险测试的结果不满意，那就应该提前调整投资组合。“好的风险管理是在危机发生之前做好部署，而不是等到危机发生之后才有所应对。”

尽管公司为广聚人才而采取的“挖墙脚”行为招致了不少非议，格里芬本人也曾在2008年金融风暴中有过投资失误，但这些并不会阻碍一个金融公司和对冲基金经理的成功。[图]

善待自己 关爱他人
传递爱与希望
Customized healthy food for you

生活艺术·家

——纯粹而生 温润如玉



油之秘
Secret of oil



上海本真食品有限公司
客服热线 : 400 628 3837
公司地址: 上海市徐汇区宜山路520号

SHANGHAI PUDONG DONGJIAO VILLAS



传奇，无处其右

上海东郊 · 31席奢装纯独栋

● 本广告所涉及东郊花园3期项目相关图文介绍，以政府部门最终审定文本及图为准，开发前保留最终解释权。



距内环线约1.5公里

To Inner Highway 1.5Km



东郊国宾馆旁

Dongjiao Grand Guest Hotel



共享汤臣高尔夫

Share Tomason Golf



天然水系

Natural River Landscape



国际奢装

International Luxury Decoration

Vip Line:+86-21-5533 6688

● 实景拍摄

接待中心：上海市浦东新区紫竹路88弄 ● 开发商：上海东景房地产发展有限公司 ● www.shdjvillas.com

DONGJIAO VILLAS
SHANGHAI PUDONG
东郊花园