



## 闪光的不都是金子

齐平

黄金市场真乱。4月中旬国际市场惊现30年一遇的暴跌，令市场惊呼“颠覆了经济学基本原理”；而更让人大跌眼镜的，是随后出现的抢购实物金的狂潮。同一座城市里，有人120万元多单平仓后只剩下2万元，也有人直奔柜台拍出290万元：“老板，来10公斤！”

美联储银行金库的门口刻着一句话：“黄金是难以抗拒的。”看来，比黄金更难以抗拒的，是便宜的黄金——以2011年9月高点每盎司1920美元左右论，现在的金价已下跌了20%左右，相当于打了8折。从各地鲜活的现场报道看，扫金者多有一种“过了这个村、没有这个店”的心理。

总结各方关于此次暴跌的推測，林林总总不下十几种。但除了在涨幅过大导致技术性回调上达成共识之外，其他几无相同之处。这倒给我们两点启发：第一，虽然线索纷乱，但黄金的暴跌还是有踪迹可寻；第二，这个踪迹，远在包括你我在内的市场大多数的认知之外。

承认这一点并不丢人。经济学家凯恩斯一向对黄金不屑，甚至讥之为“野蛮时代的遗俗”，但他也承认，黄金的定价机制极其复杂，“也许只有上帝才知道黄金价格的走势”。

历史上黄金价格也有过如上世纪70年代下跌2/3的大起大落。而眼下的这场暴跌之所以令人心惊，并不只在于其跌幅之大、跌速之快，让人们心目中这个温情脉脉的避险品种显露狰狞；更可怕的还在于贯穿12年黄金牛市的逻辑链条就此被生生打断：金价大跌是在美元指数、通货膨胀等相关指标没有明显征兆的情形下发生的。以“货币天生是金银”的惯性思维，抽离了货币属性，只剩下少量工业和装饰用途，黄金还是黄金吗？

不确定性是投资的天敌。在不了解一种金融产品机理的情况下，在凶险的市况中匆忙出手，不论短期获利与否，这种“捡便宜”的思维方式都已埋下了风险的种子。就在今年3月上旬，国际金价跌至每盎司1500至1600美元区间时，也曾有过一波抄底。回头看看，这些一个月前的“便宜货”现在是多么昂贵啊。

金价大跌的交易日中半个小时左右就涌出了300余吨巨量抛单——相当于上海黄金交易所和上海期货交易所一周的黄金成交量，也相当于全球黄金年产量的1/10。不难想见其背后推手的实力。我们和这样的对手在一个量级上吗？

应该说，许多中国人投资黄金，除了亚洲人的共同偏好外，也有投资渠道匮乏的因素。而在交易机制、投资理念等方面，中国投资者几乎是在防护极少的情况下裸奔：国内黄金期货等保证金客户，没有夜盘交易，被动爆仓的概率大大增加；地下炒金者直接暴露在50倍乃至百倍的高杠杆风险中；至于那些在商场里抢金饰品来保值的，更是“输在了起跑线上”。

《吕氏春秋》里有个“齐人偷金”的故事：光天化日之下，看到别人的金子伸手就抢，当然被拿下。他的解释很傻很天真：“殊不见人，徒见金耳。”意思是：金子那明晃晃的光芒啊，让我选择性失明了。

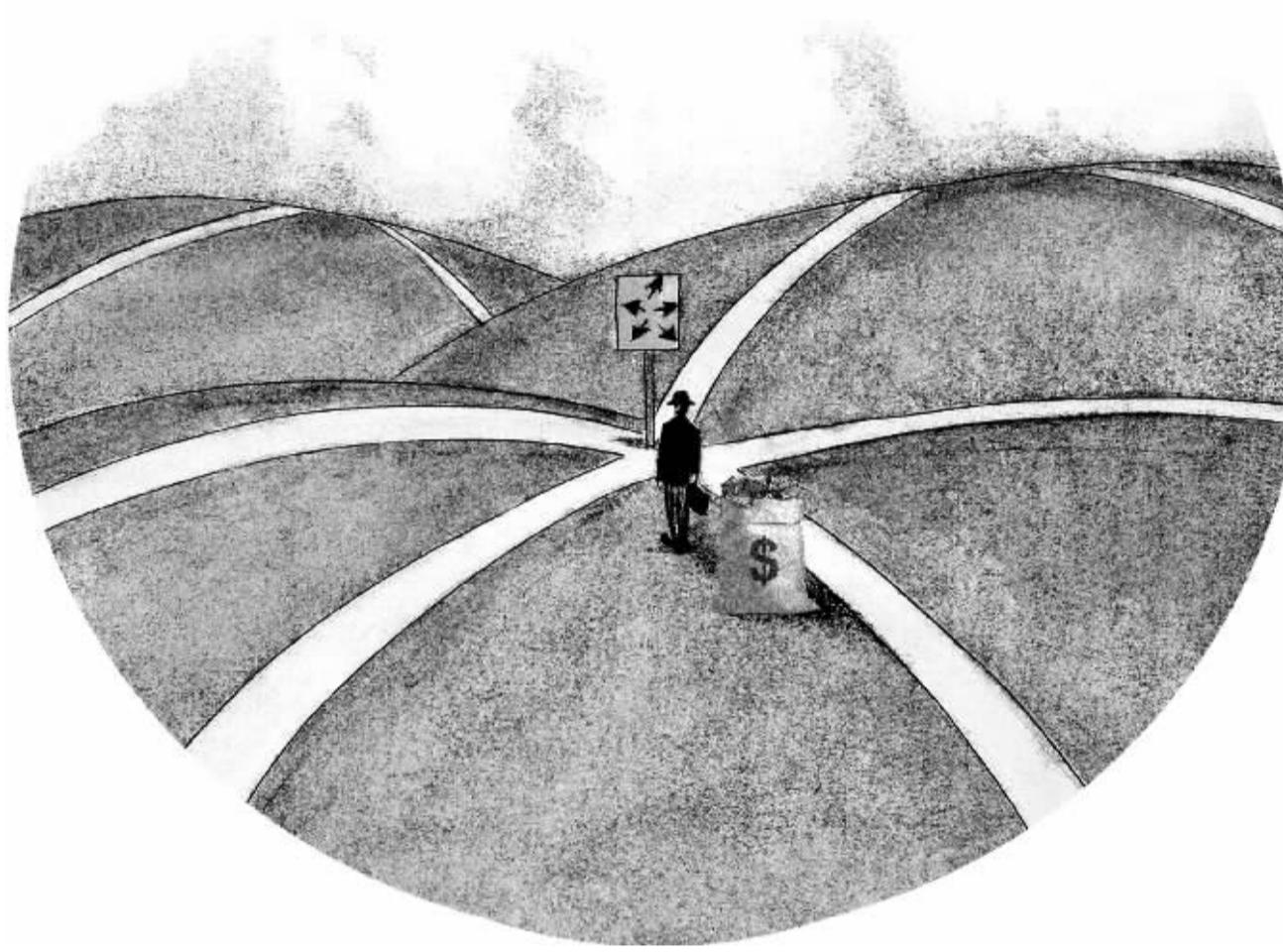
也许，此刻闪过你眼前的，不是露齿而笑的机遇，而是刀锋坠落的寒光。在拿现金换取那个价格起伏不定的筹码前还需三思：哪个才是你的真金白银？

2013年一季度，A股市场先升后跌，上证综合指数在2月18日触及2444.8高点之后震荡向下，截至一季度末，单季累计下跌了1.43%，其间沪深300指数和深证成指则分别下跌了1.1%和2.49%。分行业来看，一季度涨幅最大的三个行业分别是医药生物（22.56%）、电子（16.14%）和信息设备（14.69%）。一季度表现最优的个股包括冠豪高新（184.2%）、江山股份（106.6%）、省广股份（97.1%）、创业环保（93.8%）和哈投股份（91.5%）等，单季涨幅均超过了90%。

从2012年四季度末的数据来看，偏股型基金当时配置较高的前5大行业依次为：金融服务、机械设备、医药生物、食品饮料、房地产。一季度这五个行业的涨幅依次为-4.82%、3.47%、22.56%、-7.21%和-6.61%，除了医药生物板块表现出色之外，其他4个重仓行业均表现一般。

## 基金爱上谁

本报记者 姚进



## 一季度“弃金戒酒吃药”

截至4月22日，除个别小型基金公司外，已有67家基金公司公布了一季报。对于基金的重仓股来说，与去年四季度相比，基金“弃金戒酒吃药”的取向比较明显。

据天相投顾对基金一季报的统计显示，基金对多只重仓的白酒龙头大幅度减持，其中高端白酒龙头贵州茅台遭基金疯狂减持，重仓该股的主动偏股型基金数从去年底的146只骤降到今年一季度末的67只，基金抛售力度可见一斑。

行业预期变坏的除白酒股之外，一些地产、金融股也在基金抛售之列，像重仓保利地产、招商地产、华侨城、金地集团等地产行业龙头的基金数量分别从去年底的119只、73只、57只和50只大幅下降到一季度末的56只、32只、8只和38只，尤其在一季度出台地产调控政策之后，基金抛售态度更加坚决。

“2012年四季度偏股型基金在行业配置和个股选择上的集中度较前期略有下降，配置倾向于分散化。”招商证券研究发展中心高级基金分析师宗乐认为。

对于去年12月引领反弹的金融股，今年一季度基金大多选择获利了结。比如中国平安，去年年底共有161只基金重仓该股，到了一季度末，重仓基金还剩下107只。此外，中国太保、中国人寿、中信证券、招商银行、海通证券等也被基金大幅减持，重仓这些个股的基金数均大幅减少。

在去年四季度的基金核心重仓股中，中国平安处于重仓股首位，贵州茅台、万科A、格力电器、兴业银行紧随其后。前20大重仓股中，金融服务有8只、房地产有4只、食品饮料有3只。

在公布一季报的基金中，多数基金经理对一季度的行情把握较为到位，判断A股市场从去年12月起的反弹属于弱复苏行情，对收益的锁定较为及时，偏股型基金整体收益率明显高于同期市场收益。

同时，一些生物医药、环境保护、电子信息等新兴产业品种成为基金一季度重点布局的对象。统计数据显示，在一季度基金增持股数最多的10只个股中，就有TCL、康美药业、广汇能源、伊利股份、大秦铁路、浙江龙盛等相关个股，TCL更是以8.5亿股的增持量高居一季度基金增持股的榜首。

在公布一季报的基金中，多数基金经理一致认为，二季度难以出现大规模行情，前期涨得多的或者估值过高的行业将面临调整，而一些估值合理，行业前景明确且符合政策鼓励方向的行业个股可能会有好的表现。

## 二季度 谨慎看好电子医药

招商证券研发中心数据显示，2013年一季度，股票型基金的平均净值涨幅为5.5%，混合型基金的平均净值涨幅为4.7%，债券型基金的平均涨幅为3.2%。股票型基金中表现最优的有上投新兴动力（24.8%）、易方达医疗保健（23.3%）、汇添富医药保健（21.7%）、融通医疗保健（20.5%），单季涨幅均超过了20%。混合型基金中表现最优的基金包括宝盈核心优势（19.1%）、东吴进取策略（17.3%）和上投双核平衡（16.4%），单季涨幅超过15%。

一季度表现最好的债券型基金分别是汇添富可转债（A类：10.98%）和浦银优化收益（A类：10.31%），单季涨幅超过10%。

总的来看，宗乐认为，医药和电子板块在今年一季度走势强劲，因此以医药股和电子股为主要投资方向的基金收益颇丰。“比

如，上投新兴动力基金在去年末的第一大和第二大重仓行业分别是电子行业和医药行业，较好地把握了本轮医药、电子板块上涨带来的投资机会。”

值得重点关注的是，2013年一季度末大盘股和小盘股之间、典型的成长型行业和价值型行业之间的估值差距正到达历史性高点。以医药行业为例，主流医药个股的2013年动态PE已经达到30至35倍的水

平；而电子行业，部分主流公司的2013年动态PE也已超过30倍，对应2013年银行股5至6倍的PE，主流房地产股8倍左右的动态PE，估值差距正由2009年的2.5倍左右上升至目前超过4.5倍的高点。

由此，有市场人士认为，无论医药还是电子行业其可持续盈利增速不足以中长期有效支撑目前的估值水平。对于盈利增长预期较好、估值处于历史低点附近的银行、房地产行业，又逐步显现出明显的投资吸引力，潜在收益水平正逐步上升。

多元投资机会方面，宗乐认为，相对更加看好债券市场的投资机会。建议稳健型投资者关注那些信用债配置比例较高的纯债基金及一级债基。而风险偏好较高的投资者可通过投资分级债券基金的进取份额获取收益。同时，近期热销的债券ETF为投资者提供了低成本进入债券市场的便捷途径。另外，风险承受能力偏低的投资者可关注那些规模较大、静态收益较高、交易便捷、到现时间较快的货币市场基金。

二季度应关注  
债券和商品

诺亚财富 徐嘉俊

所谓的资产配置是指投资需求将投资资金在不同资产类别之间进行分配，通常是将资产在低风险、低收益证券与高风险、高收益证券之间进行分配。

在现代投资理论当中，资产配置逐渐演变为对于投资组合收益和风险的优化配置，其中包含对传统资产的配置，例如：股票、债券、现金等；另外，还有对另类资产的配置，例如：私募股权投资、房地产基金、对冲基金等。正如马克维茨教授在其大量的研究和发表中所提到的一样，资产配置的根本核心就在于：在不确定条件下投资者对于风险与收益的权衡。

笔者认为，在2013年第一季度之前，由于去年9月开始回暖的工业增加值和11月开始反弹的CPI指数提升了投资者对于未来经济的信心，新年一季度仍处于一个反弹缓冲的时间区域。在总的资产配置上，应当参照之前产出缺口向上、通货膨胀向上的标准，根据各类资产在扩张期的配置趋势，投资者应当以股票和商品为主要的配置策略。

根据中国整体经济增速的历史和预期来看，由于当前工业体量较大、产能过剩、效率低下等各方面因素的影响，去年9月份开始回暖的工业增加值增速并不可长期持续，工信部也明确表示预计2013年我国工业增加值增速同比约在10%左右，与2012年持平；而在通货膨胀层面，由于央行相对稳健的货币政策以及过完春节之后物价预期趋于回稳的趋势，故从2013年第二季度开始，我国总体的宏观经济环境仍将回归到经济增速下滑趋于理性、CPI震荡的区间，参考各类传统资产在不同周期下长期配比趋势的历史数据，投资者应当逐步减少对于股票类的配置，而转为以商品和债券为主的配置策略。

也许有人会提出：过去资产走势的数据如何能预测未来，未来的突发事件可能会使得当下的走势并不一定完全按照过去的历史重複进行。

对于这类质疑，在参考美国近百年的资本市场的历史之后发现，首先，各类资产都是具备周期性的；其次，传统各类资产在各个周期波动中，如果市场供给和需求并未产生剧烈变化，那么各类资产表现的大趋势方向是类似和一致的。

真正的投资大师所追求的并不是精确的错误，而是模糊的正确。历史数据既然能够将各类资产长期表现形式在大趋势上较好地体现出来，对于投资者而言已是一件非常有价值的事情；对长期动态资产配置来说，也已极大地缩小了投资的风险，从某种意义上说就已增加了投资者的相对投资收益。

当然，在掌握了资产周期性规律，以及当前经济周期下传统风险类资产的配比表现与变动的大趋势之后，剩下的内容就是投资者根据自身的经验、习惯、风险偏好对已经定下的长期资产配置的趋势和配比比例进行微调，保持各类资产适当的比例，确保尽可能小的投资风险，再加上择时和证券选择的运用，真正地体验长期资产配置而带来的收益。

