

互联网金融现在是互联网和金融领域最火爆的话题。金融是否会成为下一个被互联网颠覆的行业成为讨论焦点,这种讨论对风险投资行业而言,则是有没有投资机会?该如何投资?

# 互联网金融 投资逻辑

徐志鹏



互联网金融有广义和狭义之分,广义互联网金融泛指所有利用互联网技术开展的一切与信用货币的发行、保管、兑换、结算等相关经济活动,包括网上银行、券商基金的网络销售、第三方支付、P2P借贷等。而狭义互联网金融则从信用货币的融通角度分析,一般分为两种方式,直接融资和间接融资。

直接融资是指资金需求者直接向资金提供者借钱,典型的如股票、债券等。间接融资则是资金提供者将资金提供给金融中介(如银行),并获得利息,资金需求者则通过金融中介获得资金。谢平教授将互联网金融模式定义为第三种融资模式,具有支付便捷、市场信息不对称度非常低、资金供需双方直接交易等特点,银行等金融中介不再发挥作用,完全被取代。

## 商业形态面面观

目前广义的互联网金融主要有三种商业形态,一是传统金融机构将其金融业务互联网化,也就是所谓金融互联网,如网上银行、券商网络销售基金;二是互联网企业以自身技术、数据、渠道等优势来开展金融业务,如余额宝、阿里金融、京东供应链金融等;三是以互联网概念为基础开展金融业务,如P2P借贷、众筹等。

第一种商业形态,主体是传统金融机构,包括银行、券商、保险公司等。传统金融机构参与所谓互联网金融里,其实仅仅是其金融业务互联网化,并未改变传统资金融通的方式。从另一个角度来看,则是这种商业形态并无互联网技术对金融业务的创新和改变,只是借助一种新技术来降低金融业务交易成本。

第二和第三种商业形态,则是未来互联网金融发展的方向,但目前也存在许多问题。第二种的主体是互联网企业,或者说是拥有较强互联网技术背景,并拥有一定的平台和数据,进而以此为基础开展金融业务。典型的如阿里巴巴在淘宝平台上开展金融业务,包括针对淘宝商家的小贷业务,也包括针对淘宝用户的余额宝等业务。其优势在于阿里巴巴可以利用所积累的大数据进行风险控制,有效的风险控制才能实现所谓的金融脱媒,否则终究难以避免成为金融机构的一种渠道或者另一个金融中介。当然,目前第二种商业形态里也包含了很多仅仅是金融机构开展业务渠道的互联网企业,在发挥渠道功能的同时也提供一些金

## 具体如何看互联网金融的投资价值?我们认为有这样几点,一、技术背景;二、差异化定位;三、平台优势;四、不越雷池。

融资讯等服务,典型的如东方财富网等。

从概念上看,第三种商业形态其实是真正的互联网金融。典型的如P2P借贷,借助P2P平台实现资金供需双方的直接融资,从而实现金融脱媒。但国内的P2P借贷在相关的政策监管不完善和行业激烈竞争下,演变成了银行或担保公司,也就是不受国家对金融机构的监管却做着金融机构才可以开展的业务,满足一部分中小企业及个人融资需求的同时,也蕴含着巨大的风险,众筹模式目前大部分带有公益性性质,其投资价值还值得继续观察。

## 找准“差异化”定位

对投资机构而言,投资是为了获得收益,投资项目的标准则是盈利且能持续盈利。从目前VC/PE已投的互联网金融领域项目来看,主要集中于第三方支付、金融的互联网服务平台以及P2P借贷平台。准确地讲,里面真正涉及到互联网金融业务的是第三方支付和P2P借贷。对于金融的互联网服务平台,最大优势在于只做平台不参与金融业务,没有法律风险,能更加充分发挥互联网渠道的优势。对投资机构而言,这是典型的互联网模式,容易理解、能赚钱且风险小(特别是法律风险)。第三方支付的投资价值在于其作为资金支付过程中信用中介,在互联网交易中从促进交易完成到创造交易所体现出的巨大发展潜力,同时,第三方支付也是目前互联网金融领域参与金融业务并首先得到监管层认可。另外是P2P借贷,由于传统金融体系难以满足国内日渐庞大的中小企业及个人信贷需求,P2P借贷在一定程度上能够起到补充作用,市场前景非常好。

金融和互联网都是具有较高门槛的行业,需要较强的技术背景。金融行业的技术背景

体现在对行业有深刻理解,能够对金融体系运行规律有准确把握,特别是在构建金融风险模型等方面具有较强优势。互联网技术背景则体现在前期大量的软硬件设备投入,并在诸如云计算、大数据等技术方面具有较强背景,这在互联网金融企业进行大数据分析、构建风控模型等方面能够形成优势。

能够与传统金融体系市场定位形成差异化,满足其不能需求的需求,对于互联网金融至关重要。这也是为何在概念部分强调“金融脱媒”是互联网金融的核心所在,如果不能抓住这个核心,那非金融机构来参与金融业务面临的将非常高风险。从差异化角度分析,传统金融机构除拥有无可颠覆的制度性优势外,还有着多年积累下来的数据、技术、人才等资源,非金融机构如果从事业务完全与其对抗,短期内能够发挥其规模小所具有的灵活、反应快等优势,但长远看,基本没有竞争力。所以,差异化定位无论从短期还是长期角度看,都是互联网金融投资考察的重要方面。

阿里巴巴、京东等大型电子商务企业在互联网金融行业已做出了一个标杆,其依托的就是电商平台。在互联网金融这个新兴业务启动初期,能够以平台为基础构建一个完善的生态系统,不仅有利于开展真正意义上的互联网金融业务,还可以借助平台内多方参与所体现出的供需匹配来规避风险,并实现稳定盈利。另外,从互联网金融要实现金融脱媒角度看,提供平台也是实质所在。

金融行业与其他传统行业一个非常大的区别,在于法律监管非常严格,一旦跨越雷池,后果非常严重。近年因所谓非法集资而锒铛入狱的不在少数,暂且不讨论非法集资罪名是否有问题,从投资机构角度出发,自然要避免被投资企业这个风险。其实,目前最具代表性的P2P借贷也可以说是民间借贷网络化,P2P借贷的快速发展(目前在册的已经有一千多家企业)是在享受政策监管滞后的红利,许多P2P借贷公司的业务游走在合法和非法边界上,而在行业竞争激烈的背景下,构建资金池、利用信息优势编造项目骗取资金等违法行为也部分存在。如果在法律风险规避上不进行仔细调查,后期给投资机构造成的损失将难以估量。所以,在对互联网金融投资方面,对公司所从事业务的法律风险考察绝不可掉以轻心。

# “游于艺”的投资

吴益生



子曰:志于道,据于德,依于仁,游于艺。前三句都很寻常,无外乎夫子常说的依原则行事的道理。最后一句则不同,不仅专门提到了“艺”,还将其与“道”、“德”、“仁”等原则并列,颇值玩味。

投资当然也要首重原则,而在原则之外,“艺”也是不能忽视的因素。投资是一个需要定量的游戏,可这游戏中也有很多未知与模糊的地带,单纯依靠图标、模型、公式并不能给出可靠的答案。比如说,经济周期、行业周期的拐点并不好判断,经济数据的变化未必能与实际情况相符,而所谓的先行指标,往往会造成误导。政策的变化也经常让人始料未及,过去

几年某些产业政策的反复即是明证;政策执行的力度(例如整顿作风)也需要较长的时间才能看清,而股价则会在“事态明朗”之前就作出反应。另外,企业业绩增长的意外放缓,到底意味着什么?是上升过程中的小插曲,还是长期下行的开始,也是难以算明白的问题。凡此种种,都需要投资者把握投资的“艺术”。

“艺”之所以重要的另外一个原因是人不可能完全理性。谁都明白保持理性才能赚钱的道理。可是,市场上不理性的行为还是比比皆是。比如说,经常有人“贪小便宜、吃大亏”。股价上涨了,赚个蝇头小利就过早卖出;股价一再下跌时却不止损,导致一错再错。真

正能“截断亏损、让利润奔跑”的,永远只是少数人。诺贝尔经济学奖得主卡内曼的“前景理论”尝试对这一现象作出了解释:大多数人在面临获得时往往是小心翼翼,不愿冒险;而在面对失去时会很不甘心,容易冒险。如此看来,人们的风险偏好就像条件反射一样,在投资决策中,有时会压倒理性的判断。在关键时刻,人们还是需要点“艺术”来对抗这种来自于本能的非理性。

当然,“游于艺”的投资是件知易行难的事儿,也没有可资遵守的成规。不过,只要在具体的操作中用心体会,随着经验的积累,慢慢就能感受到投资之“艺”的魅力。

# 期货私募赚钱“心法”

朱世杰

管理期货基金是近两年对冲基金中发展较快的一类,由于所投资的标的具有杠杆性质,管理期货基金的风险和收益都能成倍地放大,业绩分化、收益迥异也成为必然。除了业绩外,各家管理期货基金的操作、策略更是大相径庭。

基本面分析是很多管理期货基金必不可少的重要决策依据,今年获得70%收益的玺鸣投资是基本面分析的坚定支持者,过去有过比较成功的案例。比如对橡胶的判断,橡胶价格在2004—2006年一直上涨,这段时间上涨导致橡胶种植面积大幅度增加,橡胶树的生长周期是6年,也就是橡胶树种植7年之后开始比较稳定地产胶,这就决定了橡胶价格的周期是7年,那么这些橡胶树大概在2011年开始产胶,导致供给增加。因此这两年都是橡胶的下行周期,公司对橡胶来说是以做空为主,不会做多,尽管这些大周期中间会有反弹,但是公司会放弃做多的机会,专心寻找做空的时机。

此外,玺鸣投资的另一个绝招是看大趋势,不做短线。以投资总监赵袭的话来说,想挣钱就靠“捂”。玺鸣投资产品收益的主要来源是隔夜收益,不挣日内的钱,玺鸣的产品换手率比较低,持仓时间比较长,主要是为了获得趋势收益。因此,玺鸣不会判断日内走势,也不会判断短期走势,只确定大趋势,同时玺鸣一般不会轻易地平仓,如果入场机会不好,因为单只品种仓位较低,所以能扛一段时间。

当然,玺鸣的这种操作也可能侵蚀盈利,如果品种亏损达到一定幅度,公司会采取锁仓的方式来降低风险,如果单品种保证金亏损达到20%会强

制平仓,因为公司之前对品种供需基本面的研究比较深入,季节性研究也比较透彻,所以强平的情况非常少。

不过,对于南京持赢投资董事长钱骏来说,其绝招则是概率统计的思想。经过多年的统计,钱骏认为期货市场总体趋势不会轻易改变且会持续相当一段时间,按照这样的规律去投资,赚钱的概率要大于亏损的概率。具体操作上,主要以K线形态来判断趋势,辅以基本面,钱骏最喜欢的形态是月线(或日线)三角形整理形态,比如近期的塑料。

对于保护盈利,钱骏也是遵循多年概率统计得出的规律,盈利是市场给的,对于盈利需要看一看,一口气吃不成大胖子,等一等,才能有更大盈利。任何决策都应该以统计为基础,期货操作当然也不例外,科学准确的统计思维,帮助持续稳定获利。

此外,国内管理期货界内还有一家比较著名的管理人白石投资,旗下产品今年以来业绩超过80%。白石投资赚钱的秘诀是内部的优胜劣汰,其一大特点是在团队建设上。白石设有4个策略团队和1个量化团队,每个团队都有其固有并擅长的研究领域,每个团队也采取各自的投资策略,包括趋势跟踪、套利等,团队可以自由选择策略。白石不同团队分别管理不同规模的资金,投资决策委员会和风控官会根据团队的投资业绩及投资经验等,来分配资金额度。业绩越好的团队,所分配到的资金越多。所以,在落实到最终的投资上时,白石的资金总会较多地分配给业绩较好的团队,内部的优胜劣汰使得白石产品的收益保持领先。

# 水泥板块—— 收缩带来收获

乔琴

从在A股上市的21家水泥企业以及在交易所市场和银行间市场公开发债的15家发债主体披露的2013年三季度财务报告来看,在较好的供需态势下,三季度全国水泥行业整体表现“淡季不淡”。

下游需求的支撑下,三季度全国共生产水泥6.52亿吨,同比增长7.58%。从供给端看,三季度水泥行业固定资产投资继续下滑,1至9月份水泥行业累计完成投资1020.01亿元,较去年同期下跌5.97%。在行业总体产能过剩情况下,新投放生产线较少。另一方面,为保障居民用电,三季度华东苏浙皖等部分地区对水泥企业进行限产,造成供给端有所收缩。

随着四季度传统旺季来临,10月份全国水泥价格继续上扬,全国P.O42.5水泥平均价格上涨18.67元/吨,涨幅明显高于去年同期。进入11月份,华东、中南等地区需求表现较好,部分地区水泥库存比已降至50%以下的相对低位,水泥价格仍存上涨动力,涨幅受下游需求恢复程度影响。受寒冷天气影响,11月中旬东北地区施工期将基本结束,目前地区价格总体平稳,下旬熟料生产线将陆续停产并公布冬储价格。总体来看,10月份全国水泥价格已涨至相对高位,下游需求恢复使得四季度全国水泥平均价格高出三季度为大概率事件。

在行业良好的基本面支撑下,前三季度中债资信跟踪的21家样本企业中有19家收入呈现不同程度的增长,实现营业收入共计1758.58亿元,同比增长17.35%,延续了上半年反弹态势。加之煤炭价格下跌使得成本端有所改善,三季度样本企业实现利润总额共计183.24亿元,同比增长10.68%,实现了自2012年连续6个

季度以来的首次正增长,其中位于西北地区的祁连山以及位于华东和中南地区的江西水泥、华新水泥等表现突出,利润总额同比实现超过100%的大幅增长。预计四季度样本企业的利润总额随着价格的环比改善将继续增长,全年利润水平较2012年有望改善,但考虑到当前行业盈利水平仍处于2011年以来历史较低位置,全国固定资产投资增速放缓使得下游需求恢复存在不确定性,短期内行业盈利大幅改善较难。

前三季度样本企业整体经营状况良好,经营活动现金流净额累计值共计242.89亿元,同比增长13.73%,样本企业现金收入占比平均值为99.09%。不过,在行业整体新投产产能放缓情况下,样本企业前三季度投资活动现金净流出额同比有所下降。另一方面,虽然行业新建生产线速度有所放缓,但企业兼并重组扩张产能仍较为频繁,使其实际投资活动现金净流出量仍保持较大规模。

对外投资方面,三季度样本企业总体保持较大规模,其盈余积累不能完全覆盖投资支出,使得企业全部债务规模持续增长。9月末样本企业全部债务总额增至2079.87亿元,同比增长32.68%。此外,从债务规模增速来看,随着企业对外投资节奏放缓,企业全部债务规模增速从2011年以来总体呈下降趋势。

整体来看,三季度末样本企业平均资产负债率为58.20%,平均全部债务资本化比率为48.71%,较二季度末均略有下降,但总体债务负担仍较重。2013年行业投资总体呈下降态势,盈利水平的改善有利于降低企业的债务需求,未来样本企业债务负担有望进一步下降,但考虑到企业盈利水平短期难有大幅改善,偏重的债务负担或将缓慢趋降。

## 财富漫画

远志/文 段涛涛/绘

