找寻海外投资的突破之路

平安信托 麦肯锡

在中国市场，针对高净值客户的私人财富管理业务还处于初级发展阶段，市场仍然以产品驱动为主，客户的投资范围和渠道仍然有限。事实上，中国财富管理市场的需求空前旺盛，这已经体现在居民金融资产结构从以存款为主向投资理财产品的转化中。近年来，中国居民存款占比持续下降，从2005年的73%下降到2012年的60%。未来，“去存款化”趋势仍将继续，麦肯锡保守估计，到2020年，个人存款占比将下降到45%至50%。

尤其是高净值人群，近年来已经开始重视资产配置的多元化。2012年，中国高净值人士的存款在其金融资产中的占比仅为17%，显著低于平均水平，体现了高净值人士较普通民众有着更复杂的理财需求。麦肯锡对中国高净值人士的问卷调查显示，高净值人士未来还将进一步去存款而增持其他类型的投资产品。由于近年来资本市场令人不满的表现以及投资产品和渠道的长期匮乏，中国的高净值人士把信托产品视为重要的投资品种。

除了传统的在岸金融服务，针对高净值人士的海外资产配置和离岸私人银行服务蕴含巨大发展机遇。随着高净值人士向海外拓展业务，移民、子女求学等活动的日渐频繁，对海外资产配置和离岸金融服务的需求日益加大。目前，主要的离岸业务需求包括三大类：一是便捷的国际交易平台，方便客户在海外进行转账等现金管理交易和支付功能；二是投资建议及交易实施支持，主要是在海外股票市场和房产等领域；三是非金融咨询服务，如专业移民规划、子女海外教育咨询等高净值人群关注的热点领域。

麦肯锡2012年高净值人士调研显示，60%的高净值人士拥有海外投资；拥有海外资产的人士中，境外资产占比约10%，大多数受访人士表示有计划配置更多的海外资产。分散风险和追求更丰富的产品是高净值人士投资海外的主要目的。

但大部分高净值人士表示，投资海外的渠道仍然较为有限。目前QDII和外资私人银行是主要的渠道。对于尚未使用离岸银行业务的人士来说，他们的顾虑包括：不熟悉境外银行概念，不知道如何操作或找谁询问；听闻亲友不良体验，认为境外银行声誉不佳；由于距离、时差问题，难以管理账户。

海外投资需求和供给的不平衡给私人财富管理带来潜在机遇。为抓住海外金融服务这一细分市场机遇，银行及其他财富管理机构开始在海外设立财富管理中心及机构。不过，这将面临来自实力强劲、市场经验丰富的外资私人银行的直接竞争，中国私人财富管理机构要想在新的市场环境中立足，必须从无到有，建立新的业务能力，未来还有很长的路要走。

私募名次还看风控

国金证券

传统策略私募基金上季度平均收益8.98%，其中管理型8.99%，分级型8.83%。其他策略产品上季度平均收益4.34%，表现逊于传统策略私募产品，主要为低风险策略产品所拖累。

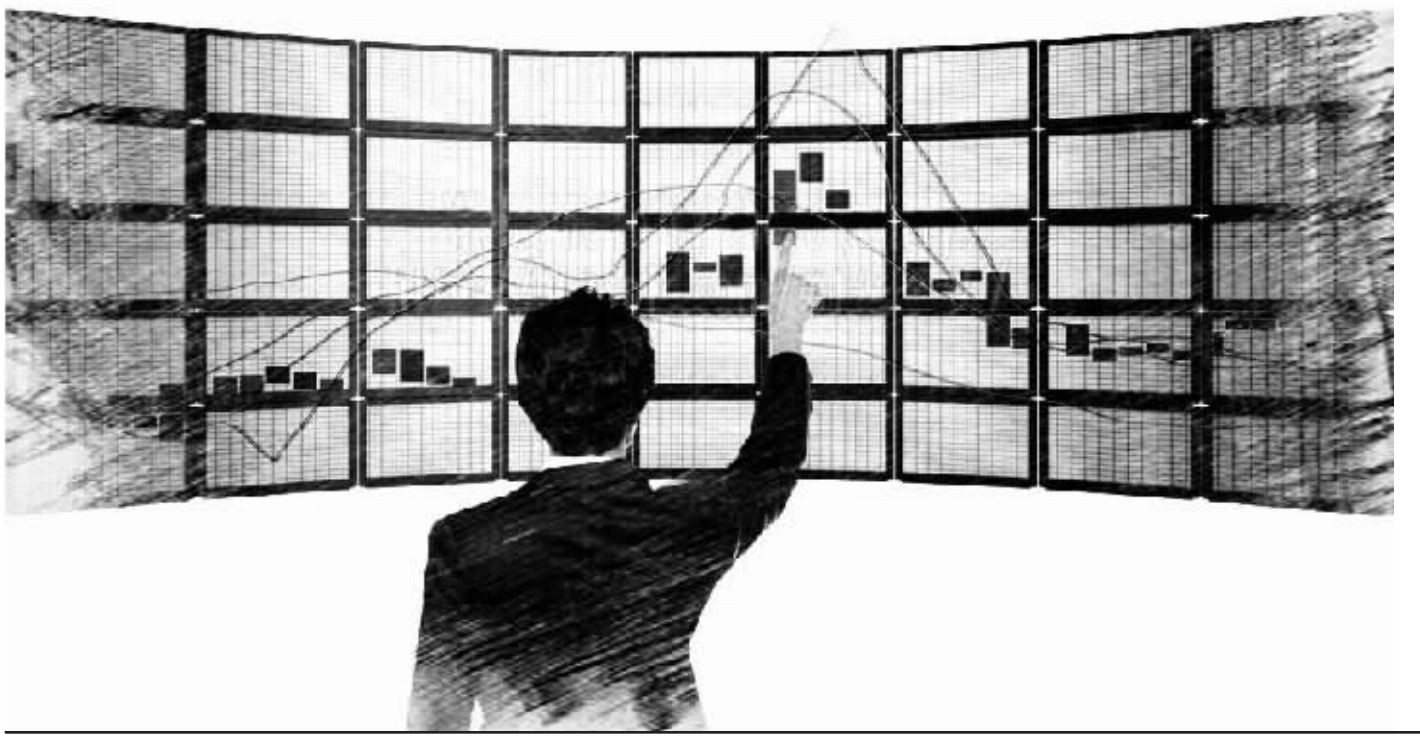
1004只具备上季度业绩的私募产品中，有20只产品的收益率超过30%，112只产品的收益率为负。上季度，上海智德有3只产品入选业绩前20名，上海睿信、深圳同威各有2只产品入选，其他公司仅1只产品入选。

过去几年，市场都是在四季度出现重大变化，或者是投资者资金行为的变化，或者是重大经济政策的变化。国金策略认为股市在今年四季度或将冲高回落，需要警惕主题利好兑现后的回调。鉴于四季度变盘的可能性较大，建议投资者可配置一些投资风格稳健，风险控制较好的品种，比如星石旗下的产品。

星石以追求绝对回报为投资目标，同时极其重视对风险的控制，一方面，在人员考核中引入了风险控制，即基金经理被设置“下行风险线”，一旦突破红线就可能被降级；另一方面，设定了具体的风险目标，即产品任意连续6个月的下行风险均控制在10%以内。经国金统计，星石旗下27只产品，自2007年8月陆续成立至今，无论牛市、熊市、震荡市，均达到了星石的风险控制目标。截至前三季度，国金对星石整体风险评价为中低风险。

星石的风险控制严格，收益也比较稳健，但却不太适合对投资回报要求较高的投资者，建议这类投资者可以关注长期绝对回报领先，选股能力突出的品种，比如朱雀旗下的产品。朱雀坚持价值投资，并有所取舍，截至前三季度，国金对朱雀整体的风险评价为中风险。

根据价值投资理论奠基人本杰明·格雷厄姆的有关论述，在此列举两种主要的投机分析方法，目的是提醒投资者不要偏离投资分析的轨道，误入投机分析之歧途。



格雷厄姆指出，投资分析致力于分析证券的内在价值，判断其与市场价格对比后显示出的安全边际情况，旨在“择股”；投机分析致力于预测市场价格走向，旨在“择时”（交易）。投资分析使用证券分析法（即基本分析法），投机分析使用市场分析法。“有两种不同的市场分析方法：一种是纯粹从股票市场的历史表现中挖掘材料进行预测；另一种则是考虑各种经济因素，如总体和特定的商业环境、货币利率、政治前景等。”

那些分析方法不靠谱

张振乾

技术分析法

从股票市场的历史表现中挖掘材料进行预测的方法是技术分析法，图表分析是其主要形式。

格雷厄姆指出，图表分析不是一门科学，因为它的理论建立在不完善的逻辑或纯粹武断的基础之上：“图表分析的理论基础主要有如下几点：a.市场或个股的表现反映了那些对其感兴趣的人们的行为与态度。b.通过研究市场的历史表现，我们能断定市场接下来将会发生什么。前提极可能是正确的，但不一定就得出这样的结论。通过研究股票图表，你可能对该股的技术形态知之甚多，但并不足以使你在该股的实际操作中获益。赛马的‘历史战绩’就是类似的例子，赛马的博彩者对它进行孜孜不倦的研究。毫无疑问，这些图表提供了关于参赛者相对优势的大量信息，经常能使人们从中选出比赛的优胜者。但问题在于，这些图表并不能经常提供这类有价值的信息，从而使赛马博彩成为一项有利可图的娱乐项目。”这说明，股票图表与赛马图表、彩票图表具有相同的“科学性”。通过对股市过去价格波动的研究来预测未来的波动，是一种伪科学的方法。

在格雷厄姆看来，技术分析法“因为股市上涨而买进，同时因为股市下跌而卖出”的主要原则违背正常的商业理性，因而十分荒谬，难以取得长期的成功。“根据我们自己长达50余年的市场经验和观察，我们从来没有发现过一个依据这种‘追随市场’的方法而长期获利的投资者。”显然，他对技术分析是彻底否定的。他的学生、著名投资家沃伦·巴菲特也认为，图表分析不过是一种无用的数字游戏：“很多人都在以图表的方式研究价格和交易量的行为，对此我总是感到不可思议……而只是由于有那么多数据存在，因此学者总是想掌握那种可以摆弄这些数据的数学技巧……尽管这种运用并无实际效用，甚至有某种副作用。”对技术分析的这种认识，必然产生一个明确的结论——如温莎基金前掌舵人约翰·涅夫所言：“在我看来，玩技术性游戏或者趋势性游戏都会让投资者误入歧途。”

在我国投资界，技术分析十分流行。书店里，五花八门的技术分析类书籍占据了“投资”类书籍的绝对多数地位；投资类报刊、网站上，技术分析内容琳琅满目；电视财经节目中，常见技术分析专家侃侃而谈，“从技术面看”已成为许多人的日常用语。我国许多证券投资学教材，把技术分析当成投资分析的基本方法之一进行介绍，给人们带来很大的误导与困扰。

经济前景预测法

根据各种经济因素预测股票市场走向的方法，可以称之为经济前景预测法。这种方法通常是建立一个代表不同经济因素的指标体系，如资金利率、货运量、钢铁产量等，通过观察这些指标近阶段的变化来预测市场即将发生的变化。格雷厄姆指出，这种方法也并不科学：“所有这些方法的固有缺陷在于时间因素。比方说，我们很容易并且放心地预言：一段时期的高利率将会导致市场急剧的下跌。但问题是‘多快’？现在并没有回答这个问题的科学方式。因此许多预测方法成为某种伪科学，它们想当然地认为，过去偶然发生过几次（或者煞费苦心地通过一系列试错而找出）的时滞或者巧合，肯定会在将来同样地发生。”

格雷厄姆认为，经济前景预测法与技术分析法一样，不能有效地预测市场：“我们怀疑，分析家们能否相当成功地预测不远的将来个股的市场表现，不论他的预测是以市场的技术点位为基础，还是以总体商业前景抑或是以个股的具体前景为基础。”预测经济前景并不是投资分析的一部分。约翰·涅夫告诉人们，投资中要关注价值，而不要猜测、担忧宏观经济走向：“我们继续在股市中寻找具有真实价值的股票，与此同时，我们也不必和许多同行一样对通货膨胀和利率升降过度神经紧张。”巴菲特表明了投资者对经济前景预测的明确态度，并毫不客气地指出这种活动不过是一种昂贵的无聊游戏：“我们将继续对政治预言和经济预言置之不理，这些东西对许多投资者和商人来说是代价高昂的消遣。”

投资者大都非常关心经济前景，高度关注经济前景预测。许多人对利率升降、经济周期、政治事件等牵肠挂肚，总希望听听专家的“高见”，以此指导自己的买卖时机选择。旺盛的需求下，“产品”自然不会短缺，大批经济学家、宏观经济分析师竞相制造各种经济“预言”，指点市场走向。这是一场热闹的经济前景预测游戏。

相比技术分析法，经济前景预测法显得更专业、更高深，因而更有迷惑性。部分基金经理对技术分析法还有些不屑一顾，但对经济前景预测法则是郑重其事、热情投入，他们热衷于通过经济前景预测来推测“板块轮动”、“热点转换”等市场变化，以求“踏准市场节奏”。管理者也存在一定的思想混乱，例如，在基金年度报告（文本）中有一项“管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望”内容，这不是引导、鼓励基金管理人预测经济与市场前景吗？一些证券投资学教材，强调通过宏观经济分析把握证券投资的“市场时机”，错误地为经济前景预测法提供了理论依据。

对于这些投机分析法，投资者最好抱有传奇基金经理彼得·林奇那种嘲讽态度：“有无数的专家在研究超买指数、卖空指数、头肩型模式、看涨—看跌比、联邦储备银行的货币供给政策、国外投资的情况、天上星座的运动，以及橡树上的苔藓，但是他们并不能始终如一地进行市场预测，他们比那些告诉罗马君王什么时候匈奴人来突袭的人也好不到哪儿去。”更重要的，我们要牢记巴菲特以下教诲，以把握投资分析的本义，摆脱投机分析的干扰：“在投资的时候，我们把自己看成是企业分析师——而不是市场分析师，也不是宏观经济分析师。”

配基金 借力生财

普益财富 叶林峰

近十来年，证券投资基金已成为国内普通投资者最熟悉的投资工具之一。基金具备集合投资、专业理财、分散风险、组合投资等特点，基金投资可以通过直接和间接两种方式实现，都可以对资产组合发挥其积极作用。

投资者可以通过直接购买货币型基金、债券型基金、混合型基金或股票基金当中的一种或几种达到分散风险的目的。

货币型和债券型基金具有收益稳定、波动性较小、风险适中等防御性特点。对于在个人资产中配置了以股票、商品等高风险资产为投资标的投资工具的投资者来说，配置这两类防御型的基金可以有效分散整个资产组合的风险，平滑平均收益率的波动性。另外，由于部分收益率较高的货币和债券市场工具存在市场准入的门槛，因此投资货币或债券市场基金可以越过制度障碍进而享受到更好的投资回报。

投资于基金，特别是海外基金，还可以通过间接方式来完成，比如，购买以基金为挂钩标的结构性理财产品。对于国内投资者来说，投资于海外市场有种种限制，同时，由于对海外市场的熟悉程度较低，直接购买海外基金可能风险较大。通过购买挂钩海外基金的理财产品，可以在控制本金风险的同时，参与海外市场。这类挂钩境外基金的结构性产品通常选择香港或海外市场的股票型基金，设定了明确的收益与本金保障条款，并且产品结构多样，可以帮助投资者在不同的市况中把握市场机会，获取潜在回报。

整体来看，以资产配置、资产管理为核心的未来理财业务，需要运用各种金融工具、金融手段为客户谋求资产收益的最大化，而基金具有分散风险的先天优势，和投资其他单一标的相比，合理运用基金投资，能够借助机构专业理财优势，规避单一投资的集中性风险，或者个股风险，投资者可根据自身不同的风险偏好，合理选择投资组合，分散风险，获得长期资产保值增值。

优先股砸盘债券市场？

张骏超

近期，监管层已决定开展优先股试点，市场对这种具有一定债券属性的产品是否会冲击债市产生担忧。但总体来看，优先股对债市供需影响有限，即便对于有一定竞争关系的永续债券来说，也不存在较大负面冲击。

由于优先股流动性较差且永续存在或者到期时间较长，投资者很难从股价变化中获益，持有收益主要来源于每年的固定分红，因而适合财务战略投资者和长期投资者。此外，从美国经验来看，优先股股息相对稳定，股息率中枢约为7%，高于债券收益率，对于长线资金有较强吸引力。优先股推出后，长线资金可能从普通股和债券转向优先股，对于国债和高等级信用类债券形成一定利空。

不过，由于优先股发行规模较小，因而对于体量较大的国债市场和信用债市场难以形成明显冲击。我国自2004年推出用于补充商业银行附属资本的次级债，期限较长、偿还顺序次于普通债券，与优先股有一定相似性，从历次发行情况来看对市场冲击较小。因而，未来优先股是否对债券市场供需产生冲击，主要取决于发行规模的大小。

作为十分相似的两类产品，优先股与永续债券为不同风险偏好的投资者开拓了投资渠道，完善了资本市场产品结构，对构建多层次资本市场具有重要意义。尽管两者在产品特征上十分相近，具有一定竞争关系，但总体来看，优先股的推出对永续债券并不构成明显冲击。

从国外经验来看，发行优先股的行业通常具有现金流稳定、发展成熟的特点，其上市公司一般具有稳定较高的分红。在美国，优先股的发行人集中在金融、工商业以及一些SPV等领域，如美洲银行、AIG、高盛、房地美、房利美以及美林资本信托等SPV，金融类公司的优先股占比达到八成以上。

根据现有信息，我国优先股有望由亟须补充一级资本的银行率先发行，未来可能扩展到钢铁、工程机械、大型建筑企业、煤炭企业、大型发电企业等资产负债率较高、期望优化现有股权结构的大型蓝筹上市公司。尽管证监会曾表示符合条件的企业都可以申请发行优先股，不存在行业限制，但从国际经验来看，优先股的发行人仍将以银行类金融机构为主。而永续债（票据）发行主体则主要是非金融企业，可与优先股形成行业领域上的互补。

优先股在交易所市场发行，而永续票据在银行间市场发行，两者的投资者群体有明显差别。银行间市场以机构投资者为主，对创新产品的接受能力较强，且交易具有大宗性，发行难度相对以个人投资者为主的交易所市场较小。此外，银行间债券市场主承销商以银行为主，银行主承销售能力较强，能够承受余额包销压力，长远来看，永续债（票据）等债务融资工具发行有一定优势。因此，从发行角度来看，优先股难以对永续票据形成明显冲击。

目前，优先股与永续票据共同面临会计处理的难题，即是否可以将其计入权益类资产。优先股的推出，将推动各监管部门共同解决兼具股性与债性的产品的会计处理问题，将为永续票据的推出扫清障碍。

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负

社址：北京市西城区白纸坊东街2号 读者服务窗：dzzs@ced.com.cn 010-58393509 查号台：58392088 邮编：100054 传真：58392840 定价：每月24.75元 每份：0.82元 广告许可证：京宣广0044号 广告部：58392178 发行部：58393121 昨日（北京）开印时间：3:00 印完时间：4:10 本报印刷厂印刷