

全球经济的缓慢复苏、去年美股的惊艳……海外市场正在被更多地关注着。看惯了国内股市的起起伏伏，您想不想看看海外的“风景”？



### 牛市不是吹的

齐平

如果有家商场的开业宣传是这样说的：“这里的東西似乎比别的商场卖得贵”，你可以断定它不是智商出了问题，就是谋略极其高明。

上交所显然属于后者。证监会刚刚宣布首发股票企业可以自主选择上市地、不再与公开发行股票数量挂钩，上交所就起草发布了一份《关于发布市盈率问题解释口径的通知》。《通知》的附文比较了2012年在主板、中小板和创业板上市的家数企业，有理有据地得出结论：“在主板上市的股票，发行市盈率似乎还略高于境内其他板块。”

在普通投资者看来，这标榜自家交易所股票估值高的腔调，很像那个说自己东西卖得贵的商场；但对于《通知》的主要诉求对象——“拟上市企业、地方政府、PE和投行等主体”来说，“发行市盈率略高”的谦逊表述，翻译过来其实是一句豪气干云的承诺：“圈钱，我更行。”

资本市场是典型的名利场。在发行市盈率这个问题上，利益链条上几乎所有“卖家”的利益都达成高度一致：只要IPO的锣声响起，皆大欢喜，盆满钵满，融资自是多多益善。因此，以发行市盈率作为“招商”的卖点，指向明确、重点突出，可谓抓住了新股发行的“牛鼻子”。

其实要消除主板股票“卖不出价”的误会很简单。随意抓取几个例子就能证伪：看看华锐风电，算是前两年的战略性新兴产业翘楚吧，48.83倍的发行市盈率、高达90元的发行价，堪为主板的标杆，原始股东稳获百倍收益引发的财富效应一时无两；再看看中国石油，在当时H股只有10倍左右的情况下，给沪市主板端来了40亿股的巨无霸盘子，也得到了22.44倍发行市盈率，卖的那方还一个劲儿喊“卖亏了”。

多看一些案例看法会更坚定：几乎没有哪家公司是输在IPO的起跑线上的。目前上证综指动态市盈率不足14倍，对比上交所抽样测得的主板26.4倍发行市盈率，即使排除权重股拖累等因素，多数个股的市值也缩水不少。华锐风电上市首日即遭破发，如今在3元至4元的价格区间“徘徊复徘徊”；中国石油的股民更是为“问君能有几多愁”增添了一番别样滋味。

不要问“市值都去哪儿了”。可以肯定的是，不管在沪市还是在深市，发行市场的“三高”，一向是由二级市场来埋单的。可是从来没人给同为市场主体的投资者一个“解释口径”。

资本市场本来是投资和融资的统一，但A股市场就像一架出了故障的钟表，钟摆永远偏向融资方。即使是作为非营利机构，似乎被利益站位锁定，交易所也更乐于为发行人的融资最大化提供周到服务。

中国股市20多年的牛熊轮回，有条投资和融资博弈的主线一直贯穿其中，此消彼长。很多时候，二级市场的“熊样”，源自一级市场的“牛气”，有趣的是，二级市场的“熊”最终又反制了一级市场的“牛”。

用直白的方式快速吸引“卖家”，固然对增加收入、增添人气有吹糠见米的功效；但一个市场的长远发展，终究还要靠“买家”作出取舍。一个被投资者抛弃的市场，注定会被融资者遗忘。

如果没有给投资者的真实回报，再大的牛气也吹不出一个牛市来。那些只看重短期揽客的广告词儿似乎该换个说法了。

本刊执行主编 刘溟  
编辑 陈果静  
联系邮箱 jrbmlm@live.cn

## 借谁的船出海

本报记者 常艳军

### ★ QDII的潜力

“目前商业银行提供的QDII类型理财产品主要有两类，一类是银行自主发行的理财计划，另一类是银行代理销售基金公司的QDII型开放式基金。”光大银行北京分行理财经理吴伟说，从门槛来说，银行自主发行的QDII类理财产品起点较高，一般为10万元以上，并且银行在客户办理之前，还要对客户进行风险承受能力评估，要求客户具有一定的承受能力和投资经验。而银行代销的QDII类型基金产品一般起点较低，1000元左右就可以申购。

据了解，市场上现存的QDII类产品多数是在2007年、2008年期间集中推出的。QDII类产品主要的投资标的是海外发行的债券、股票、ETF基金、黄金ETF，以及海外市场上的其他金融衍生工具。

也许正是因为目前市场上的QDII类产品多数是在2007年、2008年期间推出的，经历了国际金融危机之后，截至目前的累计收益并不理想。

“由于前期净值大幅下滑，当时投资的客户，如果持有到现在，多数仍处于亏损状态。”吴伟说，大多数投资者都有着不愉快的投资经历，因此QDII型产品国内客户的接受程度并不算高。

银行QDII类理财产品一直没有爆发性的增长。“原因不仅是投资者对海外市场不熟悉，对国际金融危机后的

海外资本市场有所畏惧，许多银行的销售人员也不太清楚产品背后的投资标的到底是什么，客户很难接受到完整、客观、有价值的产品信息和理财建议。”方溪源说。

但是，“随着美欧主要经济体的复苏，QDII类产品的净值成长较快”。吴伟说，国内民众全球化配置资产的需求在加强，海外市场也逐渐好转，都将进一步催生对QDII产品的需求。因此，可以判断未来2至5年QDII类型产品将有较大程度的发展。

不管是投资国内市场还是海外市场，不可回避的问题就是风险。QDII类产品因为投资方向和标的的不同，可能涉及当地整体市场风险、信用风险和波动风险等。与投资国内市场相比，投资于海外市场的客户还额外地承担着汇率风险。

“QDII类产品的净值与其所投资的区域和标的资产高度相关，因此投资者需要对不同区域、不同标的市场作出自己的判断。”普益财富研究员吴泞江说，QDII类产品涉及欧美、香港、亚太（不含香港）、拉美、东欧等市场，对投资者的专业知识要求较高。

QDII类产品是开放式的，其本质是为投资者提供了一个投资海外市场的渠道。吴泞江认为，投资的关键在于寻找不同区域、不同标的市场的投资机会，然后以对应的QDII类产品进行投资，而当投资机会消失时，则通过赎回的方式退出市场，准确把握产品申购和赎回时机决定着最终能够获取多大的收益。

目前来看，基金公司的QDII类基金依然是国内投资者进行海外投资的主要产品。银行自主发行的QDII型产品数量较少，市场占比还较低。

“对于客户来说，QDII的主要好处在于便利性，在身边就可以买得到与国际市场挂钩的产品。”方溪源认为，中资银行的QDII类产品创新也有限，更多是“代销”职能。外资银行则是把产品创新作为重点，设计了很多结构性产品，当然也因为其有海外的机构或投行作支持。

### ★ 海外的机会

目前来看，居民海外投资仍以QDII产品为主。如果不考虑“门槛”，高净值客户还有私人银行这个选项。

普益财富的数据显示，截至今年3月28日，正在运行的206款银行QDII理财产品中，近一年累计收益率为正的理财产品有98款（占比47.57%），所有产品近一年的平均净值增长率为0.06%。

从产品结构来分析，206款QDII理财产品中，中资银行的有16款，9款产品近一年累计收益率为正，最高的为10.86%。其余的190款外资银行QDII理财产品中，有46.84%的产品近一年累计收益率为正，最高的达到41.63%。可以看出，在QDII理财产品中，外资银行“本土作战”的优势明显。

业内人士认为，未来银行资管有三个主题可供选择，海外投资就是其中之一。

“不过，也要认识到中资银行对海外市场并不熟悉，在海外投资的能力还需要比较长的时间来培养。”麦肯锡全球副董事方溪源表示。

2012年，麦肯锡对个人可投资资产在600万元以上的高净值客户做过调查，调查结果显示，有约60%的高净值人士在海外已有资产配置；但海外配置的资金仅占资产总量的约10%，占比还比较低。

方溪源认为，投资者到海外配置资产的理由有二：“70%左右受访客户的理由是分散风险。目前投资海外资产的纯收益并不见得比国内投资高，但国内经济下行压力仍在，投资存在较高的不确定性。海外的投资产品选择更为丰富，对比国内市场有更加多元化的投资标的。当然，投资海外在分散风险、丰富选择的同时，也能满足子女求学或移民等其他需求。”

主流投资机构认为，去年美股的表现吸引着投资者的目光。今年全球经济仍有望维持中低速的水平，美国经济增长将提速的预测增多，欧洲经济有望走出衰退。虽然美国经济背后仍有隐忧，但美股依然被机构看好，欧洲市场或有动荡，预计风险和收益高于美股，在QE退出的冲击下，新兴市场虽然将保持强劲增长但表现或将分化，主要商品市场投资机会仍缺。



### 温故

## 揣而锐之 不可长保

张忱

搭上了顺风车，人容易心醉。有些人心醉了就喜欢显摆，显摆得过分了，纸漏就容易显出来了。当然了，这里说的是一般情况，并不特指天天“秀恩爱”、一朝露马脚的明星。所以老子说，揣而锐之，不可长保。意思是说，时常捶击，故意使它尖锐、使它锋芒毕露，是长不了的。

抓住一波大行情，是件好事，值得高兴。可要是高兴到以为找到了“有效市场”中的破绽，练成了可以“战胜市场”的“绝活儿”，还经常有意无意地把这“绝活儿”秀出来，塑造个“投资

达人”的形象啥的，离摔跟头可能就不远了。

能“战胜市场”的“绝活儿”必能兵来将挡、水来土掩，只在特定情况下才能用出的“六脉神剑”不在此列。比如说，理论上说，股市会反映经济走向。但这只是一个长期的概念。在一个特定的时段，市场与经济的同步性可能非常模糊，强周期行业和弱周期行业的表现也会判若云泥。即使在同一行业，不同质地的股票也难以步调一致。所以说，个中情况纷繁复杂，实难一概而论。抓住一波大行情的幸运儿，可能只是抓住

了其中的一个非常细分的机会，未必真是弄懂了市场的千般变化。

抓住一波大行情，有时不是因为手中的股票变好了，而是因为市场的风险偏好发生了变化。比如创业板的大波上涨和高估值，就有特定时段里，市场对高风险股票过分偏爱的因素。关于风险偏好，有个形象的故事，说一个老人和一个小伙子在屋里吃饭，突然门外轰的一声炸响：老人的第一反应是躲起来，而小伙子则跑到外面看热闹去了。老人就是风险厌恶的代表，小伙子则属于偏爱高风险的类型。若是真有能战胜市场的

绝活儿，必然能分清何时何地老人开始扎堆儿，小伙子逐渐散去；何时何地，情况又会发生逆转。不过，人心难测，推测市场风险偏好的变化，往往比把握细分机会的难度要大得多。

有了成功的经验，举一反三是好事，比如要时时保持谨慎、清醒，这种经过时间淘洗的做法不会过时，不管在哪里用起来，也不会有“方枘圆凿”之感。可要是只会“半路杀出”才能用的“三板斧”，就非要机械地推此及彼，揣而锐之，结果弄成一叶障目，不但难以复制成功，胜利果实也难以“长保”。