医药牛股的质地

摩根士丹利华鑫基金
缪东航

谈到医药行业的选股，投资者关注的焦点是药企的研发能力。在售品种的好坏决定了药企目前的经营状况，而储备了多少优质的在研品种决定了药企的长期成长潜力。近期笔者研究了国际医药巨头辉瑞的成长历程，发现对于药企而言，销售能力的重要性或许高于研发能力。

事实上，研发队伍的管理难度远远高于销售队伍，研发队伍越庞大，其管理难度将呈现几何级数增长。这就像对于基金公司而言，研究员的管理难度必然高于销售人员，很难有定量化的指标可以精确考核研究员的工作质量，但对于销售人员，只要约定了合适的销售提成，就能实现很好的激励。国际医药巨头辉瑞的研发队伍很庞大，但研发效率并不高，1997年到2011年辉瑞在研发上共投入了1082亿美元，但获批的新药只有14个，粗略计算平均每个新药的研发费用高达77亿美元，远远高于医药行业公认的平均每个新药10亿美元的研发费用。不仅辉瑞如此，赛诺菲和罗氏等其他国际医药巨头的研发效率同样不高。因此，大药企可以控制一支强大的销售队伍，却难以有效管理庞大的研发队伍。

此外，还有一个数据也充分说明了销售对于药企的重要性，2000年至2011年全球累积销售额最大的化学药分别是立普妥、波利维、舒利迭、再普乐和伊那西普等，这些药分别属于辉瑞、赛诺菲、葛兰素史克、礼来等公司，超级重磅药的厂家都是国际著名的医药巨头，而这些医药巨头无一例外都有一支强大的全球销售队伍。

值得注意的是，创新药的销售模式一般是直销。由于创新药是一种全新的药品，而医生出于安全考虑，一般采取保守的治疗策略，更倾向于使用相对成熟的药品而不是创新药，这就需要药企雇佣一支专业的直销队伍做学术推广，在医院不断说服医生开新药，并且，新药的学术推广类似于经济学中的公共产品，代理商没动力做学术推广，这项服务只能由药企提供。

综上，笔者认为对于一个大型的医药企业而言，研发可以平庸，但销售却不可不强。此外，医药股的投资还有以下几点需要注意：首先，医药股投资最重要的是耐心，新药的研发周期长达10多年，而且耗资巨大，因此，一个具备长期成长潜力的医药企业，必然是在不断烧钱，而且短期还看不到回报；其次，新药的研发周期长，也导致了医药企业的基本面变化很慢，因此投资医药股时，关注估值的波动可能收益更高；最后是不用过分关注药企的产能，那是投资化工股的思路，时刻铭记医药股是消费股，消费股最重要的永远是产品和营销。

值班基金经理
信札

传统金融理念是羊毛出在羊身上，投资者通过银行申赎基金，基金公司、代销银行分别收取管理费、代销费从中渔利。而余额宝利用网络渠道将千千万万“小散”直接绑在一起，积沙成滩，积水成渊，不用代销费和支付门槛，而采取“羊毛出在猪身上”的互联网经营模式，让投资基金真正飞入寻常百姓家。完成这一切，需要一群具备互联网思维的“大管家”。

谁在管理余额宝

本报记者 周 琳

7月23日，农历大暑，北京正步入一年中最热的阶段。位于阜成门外的月坛大厦笼罩在耀眼的阳光中，没有珠光宝气的琉璃瓦，没有粉黛十足的装饰物，从外部看天弘基金所在的20层，只是一层普通的写字楼。然而，就是在这栋楼内，一群身着polo衫的基金人联合互联网人打造的余额宝，颠覆了整个传统金融的“江湖”。

诞生1年零50天，这只基金的规模已跻身世界前十位。近6000亿元规模、1亿基民、运行一周年累计创收118亿元，相当于请全国人民每人一份炸鸡和啤酒——如果你有机会和这群“基金高手”讨教，那可千万别错过。

“管理货基是比较操心的事”

在外行看来，技术含量最低的基金经理往往来自货币基金：一是因为管理不操心，与银行谈好协议存款，相当于启动了被动管理模式，二是收益波动小，风险控制容易，把大类资产配置好了，其他的就是服务和营销的事。对于余额宝来说，有了支付宝的客源、阿里的大数据和云计算，天弘增利宝基金经理王登峰应该算最轻松的了。

你错了！2013年6月20日，“钱荒”凶猛来袭，市场上各类机构都叫嚣着缺钱，拼命借钱之余，王登峰管理的另一只货币基金——天弘现金管家货币基金却一直不动声色。现金充裕的他甚至给客户打起了温暖电话：“您要是资金周转不过来，可以把货基赎回去。”

那时，只要是有流动性潜在风险的机构，都会捏把汗，王登峰当然也不例外。他管理的这只货币基金曾被赎回将近80%的份额，但即便是在那种情况下，也没有出现任何流动性和资产管理上的风险问题，更没有提前支取过一分钱存款，甚至还在不停地“出钱”。

这究竟是怎么回事？原来，早在去年3月份，王登峰和他的团队认为2013年6月可能是个“坎”。按照历史规律看，年中历来是资金最紧张的时候，加上宏观经济、基本面等因素，王登峰最终决定把资产配置的久期压得很短。然而，伴随着其收益率出现下降，一些质疑的声音开始增加。有人看到别的货币基金都在加风险，拉杠杆，增强久期，提高货基收益率，“哼哧哼哧往前冲”，开始责怪王登峰管理的这只基金收益排名很靠后，实在没有魄力。

事实证明，王登峰的选择是经过深思熟虑的。他旗下的天弘现金管家货币基金通过严格控制久期，不买长期债券，不做长期存款，顺利度过了“钱荒期”。

“到2013年6月初的时候，我们的组合剩余期限只有21天。21天是什么概念，几乎可以判定为全市场最低的久期。正因为手中有粮心中不慌，到了6月20日风险临近时，天弘货币基金的资产依然比较安全，流动性一直很充裕。那段时间，市场上的人都在借钱，我们却因为大量资产陆续到期，再加上债券久期短，调整灵活，几乎每天都在出钱。”王登峰说。

那时的余额宝刚刚成立，在之后的管理过程中，这样成功应对“黑天鹅”的案例在王登峰脑海中还有很多。每天从早晨8点半到下午5点系统关闭之前，他整个人的神经都是紧绷着的。“货基的风险不仅仅是投资风险，也可能是结算风险、操作风险，甚至是处理系统上的风险。”在王登峰看来，除了考虑投资、运营上的问题，还要考虑消费运营的策略。比如，淘宝商城大促因素、信用卡还款因素，甚至许多非投资层面的因素都需要考虑。

“从我自己的角度来讲，管理货基真的是比较操心的事。”王登峰说。

更“在乎规避了多少风险”

“我认为不同的基金品种，由于客户需求不同，投资组合的配置方式也有差异，基金之间只有分工的不同，没有高低贵贱的分别。”在王登峰眼中，货币基金反而是一种需要考虑很多方面因素的产品，永远要把风险控制放在首位。

“资本市场的风险是永恒的。客户承担的风险较小，那么基金公司承担的风险就相应增大。比如，非货币型基金涨了跌了，单位净值2元也好、8毛也罢，客户自己来承担，对于基金公司来讲，不管基金净值涨跌，都一分钱不少地去收取管理费。”王登峰说。

历史上，货基实际上基本不能亏钱。按照现在的操作惯例，作为一种类存款的产品，货基一旦出现亏钱问题，基金公司就要用自己的风险准备金来补偿基金持有人。换言之，货币基金的持有人风险很低，是因为把风险部分转嫁给了基金公司。“对于余额宝来说，流动性管理的要求更高，比较而言，收益率的相对排名反而可以退而次之。”王登峰认为。

在余额宝成立的短短一年里，这样的“风险大考”并不鲜见。2013年“双十一”大促就证明了王登峰和他的团队成功应对大考的实力。

当时，阿里大数据和云计算提前半年多，每隔一个月，就对“双十一”的预测结果进行更新。随着时间临近，预测值越来越准确。最终，大数据预测了好几个值，王登峰取最大值的几倍去配置资产到期。“我知道，最大值已经是保守再保守了，但在这个基础上需要更加保守，我的意图是坚决保证流动性安全。”王登峰说。

当时余额宝的总规模仅为几百亿元，“双十一”当天的净赎回高达60亿元，这一数据较为接近最后的预测数据，但远低于王登峰配置到期的资产数额，余额宝安然度过首次“大考”。

大数据的分析加上保守的投资策略，使得这次流动性风险比较顺利地度过去。然而在王登峰看来，从某种程度上讲，货币基金是全杠杆的，理论上可以在一夜之间全部赎回。

“我时时刻刻都在担心这一点。做货基的基金经理，不在乎捕捉了多少市场机会，而在乎规避了多少风险。”王登峰说。

基金业巨擘范勇宏在《基金长青》一书中有这样一段论述：如何应对“万一发生”的“黑天鹅”事件，是基金投资风险管理的永恒课题，在日常投资中再怎么强调风险都不为过，任何投资都要做最坏的打算，要经得起“压力测试”。在突发性重大事件来袭之际，基金经理要学会在“黑天鹅”形成的黑色旋风中逃生，保全自己；更重要的是学会如何提前布局，“绕开”“黑天鹅”，这是每一位基金经理的必修课。

“大师语录”不可迷信

中国黄金集团首席经济学家 万 喆

过去，投资是项技术活，但随着财富积累和讯息越发通畅，投资已不再神秘。其中，对“大师语录”朗朗上口，并将之当做投资准则是投资者的一大偏好。然而，很少有人考虑大师所说是否是事实？如若是事实，是否是事实的全部？如若是事实的全部，是否有可比性？从而来判断，追随到底是不是真有可操作性。

比如，许多人把沃伦·巴菲特说的“即使是跌到每盎司800美元，我也不会买黄金”当做黄金不值得投资的确凿佐证。巴菲特不投资黄金是因为“如果投资者一直持有一盎司黄金，不管你持有多少年，最终的结果还是只有一盎司黄金”。按照大师的逻辑，所有贵金属都不值得投资。然而，白银作为“廉价”的贵金属，一向是黄金的影子。20世纪90年代末全世界都在热炒互联网概念股，巴菲特却开始持续买入大量白银。1999年至2006年，最多时其头寸相当于差不多世界一年的白银总产量。八年白银战，巴菲特最终一举清空，获利甚丰，完美收官。由此可见，巴菲特对于“黄金无用”的理论依据不但在理论上站不住脚，而且他自己也并不如是奉行。

那么，巴菲特投资白银的逻辑是什么？事实上，白银的价格波动远比黄金更为剧烈，因此存在着更多的逐利空间，投资白银能够获得比黄金更高的回报；白银的可操纵性更强，这也是巴菲特投资白银的原因。巴菲特之所以“不爱”黄金，是因为黄金因其历史上所具有的货币属性，价格所受国际政经影响甚大，被操纵的空间相对较小，其价值稳定性更为难以撼动。

大师于你，只活在传奇中。大师或大鳄都只是逐利者，你也是，但投资策略必须要和自身的投资实力结合。巴菲特在白银投资上赚得盆满钵满，如此持有并且如此之久地持有白银，沉着应战的前提是他有庞大的资本。或许不应当问，是否要学某某？而是先弄清我是谁；或许不应当问，能盈利多少？而是先问，自己是否具备相应的实力。

投资不仅是一场博弈，也是一场选择，可以崇拜“大师”，却不能一味效仿。

陶教授来了

★银行卡关联微信，安全吗？

能提这个问题的朋友，是对自己财务状况上心的人。总体而言，手机支付很安全，但保持警惕也绝对正确。现在微信上的业务很多，理财通、抢红包、滴滴打车……几乎每一项都和银行卡有关联，那么，绑定银行卡后，要如何保护自己的账户信息和交易安全呢？

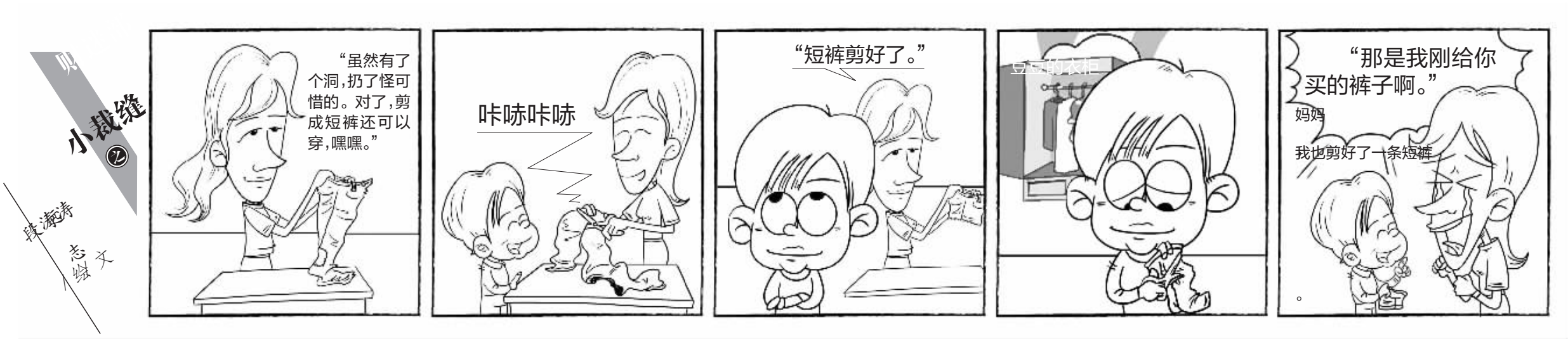
一是了解银行卡快捷支付限额，可与银行联系降低微信支付中的日限制、单笔交易限额，从源头控制住风险。同时，确保银行卡已开通短信提醒，如果可能，使用两个手机号码，将开通短信提醒的号和微信使用的号分开。二是在绑定银行卡时，设置一个较为复杂的支付密码，并且不要把支付密码保存在手机里。三是如果手机丢失，可进入微信冻结官方网站将微信号暂时冻结，冻结后他人将无法对账号进行操作。但如果手机与银行卡都丢失了，建议立即联系银行，挂失银行卡。最后，陶教授还是提醒你，好好保管手机，减少麻烦，更何况手机也是用钱买的，丢了多不划算。

★单位给上了社保还需要另买养老保险吗？

调查显示，与去年相比，居民对与退休保障有关的金融产品有了更多的兴趣和选择，总体上更偏好将来无法照顾自己时能够承担长期护理费用的产品、保障退休收入不受通货膨胀影响的产品以及承诺提供有保证的退休收益或退休后可以获得终身收入的产品等。这和当代人对退休后的生活有了更高的憧憬和要求不无关系，多数人开始更关注旅游、培养新爱好等物质要求之外的精神层面的需求。

一方面是对今后退休生活较高的预期和美好的愿景，另一方面则是预期寿命持续增长、应急支出如医疗费用加剧的社会发展大趋势。还在靠单位给上社保而自己没有养老规划的70后、80后们，是该做养老准备的时候了。当然，光靠个人的努力是不够的，还需要政府积极出台更完善的保障措施和政策，以及提高对居民的理财教育；还需要雇主为员工提供更完善的退休服务和信息，以及诸如再培训、全职转兼职等灵活的退休计划；还需要商业金融机构设计出更人性化的养老保障产品等。

★民营银行来了，靠谱吗？

如果“腾讯”、“阿里”或“万向”集团办的银行开业了，你敢往里存钱吗？敢通过他们买理财产品、保险产品之类的吗？其实不用怕，资金的安全性可以保证，即便这样的民营银行将来出现风险，保险公司也会出来兜底。民营银行要进入市场，必然有存款保险制度、存款利率市场化这些配套作基础。储户在民营银行所做的每一项业务，都能在相应的制度安排上享有配套保障。

经过一轮激烈PK，众多申报者当中，首批5家民营银行试点获批，并已紧锣密鼓地筹备。这些民营银行的资本实力、流动性等指标都是受到严格监管的。作为市场的“后来者”，要抢客户，必然绞尽脑汁地提供更好的服务，最终受益的是老百姓。竞争出效率，这样的愿景很快来临：企业的贷款利率将降低，居民的存款利率有望提高，并有更多可选择的金融机构。另外，银行的服务水平，包括人性化程度、便捷性将大大提升，投融资需求和理财需求将得到更大满足。