

针对股票型基金现金流的分析表明,年度看,现金流状况总体良好;分季看,现金流状况逐渐变差,目前已经接近零点。从基金持有成本角度看,当前市场已经运行到了一个非常敏感的区域,短期内市场进一步的运行方向将决定众多基金持有人的行为。



Chinese Fund Market
Faces The Test Of Cash
liquidity Constraints

中国基金市场 现金流面临“断流”考验

文/付强

基金市场现金流是基金规模变化的主要因素之一,它与股票市场的状况具有非常高的关联度;同时,在基金实际持股占A股流通市值比例高达近30%的情况下,基金现金流的规模和方向又会在很大程度上影响股票市场的运行趋势。鉴于当前中国基金市场上股票和混合型基金占比高达95%,并且与股票市场的表现直接相关,所以应该重点研究这两类基金现金流的变化情况。

基金现金流年度数据良好,季度数据堪忧。

自2004年我国开放式基金大发展以来,从年度数据看,股票型基金的申购、赎回和净申购的绝对规模与相对比率基本呈现不断上升的趋势。2004年,股票型基金的申购和赎回规模分别为391亿份和484亿份,2007年分别增长到16331亿份和8910亿份,增长率分别为41倍和17倍;申购率和赎回率则相应地从48%和60%增长到236%和129%。而净申购率却因2006年牛熊市的转换而发生了转折性的变化,

2004年—2006年,股票型基金每年都遭遇净赎回,净赎回的规模在100亿—200亿份左右,净赎回率为10%—20%左右。2007年情况发生逆转,当年股票型基金终于一扫历史阴霾,从净赎回变为净申购,而且是7421亿份的巨额净申购,净申购率高达107%。

与年度数据的上行趋势几乎相反,近一年内的季度数据基本呈下行趋势,该趋势一直延续到2007年四季度,该季股票型基金虽然获得1022亿份的净申购,但净申购率异常迅速地降至个位数8%,这是一年以来的新低,过去三个季度分别为63%、44%和26%。其中,申购率和赎回率分别降至27%和18%,均是一年来的新低,但申购率下降的幅度远远大于赎回率。这些情况表明,在四季度股票市场的动荡中,基金持有人对股票型基金的热衷程度发生了比较明显的降温。2007年四季度混合型基金现金流的变化趋势和格局与股票型基金如出一辙,净申购率降至不到1% (见图1)。2007年四季度低风险基金

相对更得到基金投资人的青睐。当季债券型基金的净申购量为120亿份,净申购率则提高到24%,基本恢复到2007年上半年的水平。2007年四季度货币型基金也一举扭转了过去两年净赎回的惨境,当季净申购量达到523亿份,净申购率高达62%,基本恢复到2005年以来的历史性高水平。

2007年新发基金的总规模达到了5790亿元,为历史最高水平,但它对基金市场整体以及基金现金流的贡献度,却历史性地退居到老基金的净申购之后,虽然这种变化的背后有监管机关调控新基金发行节奏的痕迹,但这种行政性因素并不足以左右基金市场现金流内部发生的深刻的结构性变化,这种变化就是:随着基金市场总规模的日益庞大,新基金发行对行业规模的贡献度将自然下降,而老基金的现金流和市值变化对行业规模贡献度将自然上升,这是基金市场自身发展的必然。从这个意义上说,即使监管机关对新基金发行有序放行,为考察行业规模和现金流,笔者以为依然要将更多的目光投向老基金。

从季度数据考察,新发基金同样出现了老基金现金流类似的下滑格局。剔除与国内股票市场不发生直接关系的QDII和债券基金,那么新基金发行从2007年三季度开始就出现了比较明显的下滑。2007年三季度基金发行总份额为1700亿,但剔除QDII和债券基金后则是1098亿,大大低于二季度1614亿的水平。2007年四季度基金发行总份额为1187亿,剔除QDII和债券基金后仅为552亿,又大大低于三季度1098亿的水平。

股票市场波动加剧,基金持有人行为谨慎。

2007年中国股票市场在整体大牛市的背景下依然发生了三次非常显著的市场调整,它们分别起始于2007年2月27日、5月30日和11月17日。这三次市场调整,调整幅度逐次加深,调整时间逐次延长。在这三次调整的相应季度内,基金持有人每次的赎回量基本稳定在2000亿份略多的水平,而申购量上却出现了比较明显的变化。在“2·27”调整中,市场经过短短5天的调整随即上行,基金持有人的信心很快得以恢复,当季出现近3000亿的申购,净申购达到855亿,净申购率为26%;在“5·30”调整中,市场调整的幅度加深、时间拉长,但持有人也许受到上次调整快速上升经验的启示,申购量达到近4400亿,净申购超过2000亿,净申购率为39%;在“10·17”调整中,市场调整的幅度进一步加深、时间进一步拉长,调整的幅度一度超过了牛熊市的分水岭20%,当季基金申购量较二季度下降了近1200亿,而由于基金总规模的上升,这导致净申购率快速下降到8%。

上述状况说明,基金持有人对市场短期波动的情况比较敏感,从申购和赎回的具体情况看,似乎申购行为对短期市场波动更为敏感。虽然在这三次市场动荡中,基金持有人历次均保持了对股票型基金

的净申购,但随着市场逐渐进入高位,市场调整愈演愈烈,基金持有人的行为明显更为谨慎。

一亿基金持有人未来何去何从? 既决定基金命运,也影响市场方向。

根据上述针对股票型基金现金流的分析,年度看,现金流状况总体良好;分季看,现金流状况逐渐变差,基金持有人的投资态度日益谨慎。就未来而言,基金现金流的最主要变数是当前一亿基金持有人如何处理其手中持有的三亿基金资产的问题,尤其是,如果股票市场发生趋势性逆转,他们会对已持基金采取什么行为。为此,需要做进一步的分析。

从历史数据看,我国基金持有人对存量偏股型基金的基本态度是:熊市下净卖出。2004年开放式基金阶段性大发展后的两年熊市中,偏股型基金的年度份额变化率分别是-5%和-18%。这两年,几乎所

有的基金持有人都处在亏损被套的境地。在熊转牛的第一年2006年,偏股型基金的年度份额变化率也是负值-16%,这部分赎回主要发生在2006年一季度基金净值从水下浮出水面,基金持有人面临长期被套后保本出局之时。

从上述历史情况推断,假设未来股票市场发生趋势性逆转,那么,几乎可以肯定的是:基金持有人将会采取净赎回的态度。就此简略的结论,笔者以为还需要从以下几个方面进行更精细的考察,一是当前的持有人结构;二是当前持有人的行为理念与行为模式;三是当前持有人的持有成本。

首先,当前基金持有人结构与两年前大相径庭。2006年年初,股票型基金大约半数为机构所持有;到2006年年中,个人持有人占比上升到四分之一;2006年下半年以来,个人占比快速大幅上升到90%。

图1 2007年股票型基金季度现金流

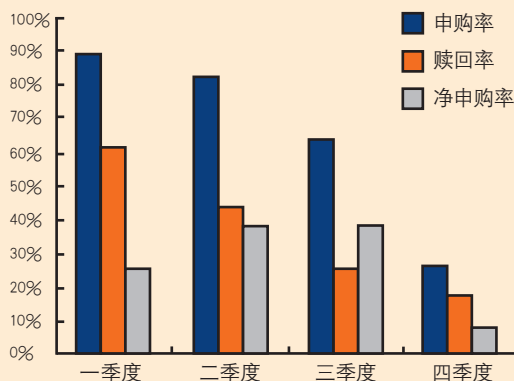
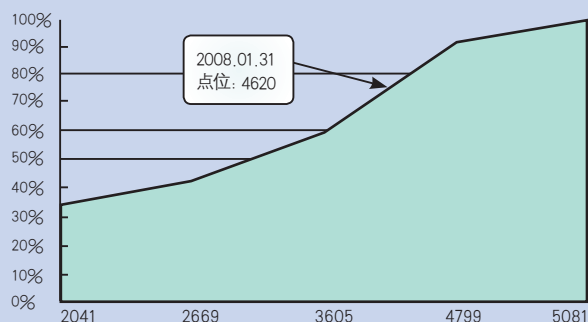


图2 中国股票型基金持有人的持有成本结构(对应沪深300)



● 百家争鸣话基金

近期股市的不稳,让投资者心中充满疑惑:股市将会如何运行?基金又该如何操作?还是看看各大机构是如何谈论基金的吧。

● 申银万国:基金机会明显

目前,封基18%的折价率已经处于基本合理区间,所以,封基的整体机会不多,主要是个别品种的差异。建议重点关注基金裕隆、汉盛、汉鼎、同盛、安顺。

另外,短期投资者可以投资重仓中小板块的基金,如华夏中小板ETF;而长期投资者仍可逢低买入重仓持有银行等权重股的基金,因为目前来看,这些权重股的业绩仍比较良好,现在的大跌更多带有恐慌性质,后期应该会迎来反弹。

而投资于新发行、“封转开”、拆分及大比例分红的基金仍是较好的选择。

● 天相投资:关注债券基金

随着市场调整深化,估值水平逐渐趋于合理,投资者可以寻找股票型基金的投资机会。

此外,在债券市场预期向好的背景下,中低风险的投资可以对近期多只新发债券基金重点关注,尤其是一些在固定收益品种上管理经验丰富、实力比较强的公司旗下的产品。

短期来看,封闭式基金年度分红即将启动,有部分大盘封闭式基金在折价率和分红数量上较具吸引力,投资者可以关注这部分基金,例如基金同益、普丰、汉盛、通乾等。在市场估值水平逐渐趋于合理的背景下,封闭式基金长期投资价值也逐渐显现,投资者可以关注投资管理能力较强、净值走势持续稳健的品种。

● 长城证券:暂不宜介入股票基金

新基金获批给市场吹来暖风,但仍难以很快扭转市场的弱势格局,预计短期市场仍将以震荡调整为主。对于偏股型基金,建议投资者以短期观望为主。

在股市债市双双调整的影响下,债券型基金整体表现平平,复权平均微涨0.04%;保本型基金复权平均跌0.15%。债券市场将在高位震荡,持有债券比重较高、参与新股申购的债券型基金可继续持有。

● 招商证券:适当减持基金

A股长期牛市趋势未变,作为长期投资的开放式基金应继续持有,但由于近期市场波动剧烈,投资者可以采用更为保守的投资策略。

前期已经长期持有的开放式基金组合仍可继续持有,投资者亦可在反弹中适当减持偏股型开放式基金,以锁定前期的投资收益,并等待将来更好的投资机会重新介入。

据中国证券业协会2007年四季度的调查统计,在当前一亿左右的基金个人户中,月均固定收入在2000元以下的投

资者所占比例为25.4%,月均固定收入在2000元至5000元之间的投资者所占比例为50.6%。可见,这是一个中低收入者的群体,他们抵抗市场风险的能力普遍较弱,这部分持有人未来如何行为将成为决定全局状况的关键。

其次,虽然当前基金持有人结构发生根本性变化,但基金持有人的基本投资理念与历史相比并未发生预期的良性变化,甚至更为恶化。还是根据中国证券业协会的上述调查:在持有动机方面,51%的基金持有人选择长期持有、稳定增值或给自己养老,29%的持有人觉得最近股市行情好,自己不会股票投资或委托专家理财,这是一种捕获短期市场机会的心理;在行为模式方面,2004年—2006年个人基金投资者每户每年基金赎回笔数在0.4左右,机构投资者平均每户每年赎回笔数为0.6左右。从这个角度看,机构与个人的行为模式并没有根本的差异,均是短期投资。2004年—2007年股票基金平均持有周期逐年下降,分别为20个月、18个月、14个月和9个月。

最后,基金持有人的持有成本对他们的行为选择也具有非常重要的影响。从行为金融学的角度看,通常投资人易于在市场价格跌至自己的成本线前保持沉默;当市场价格跌至其成本线(或回升至成本线)时,不少投资人会选择保本出局,这是典型的保本情节;而当市场价格进一步下降时,会有投资人害怕亏损加大而出局。2004年—2006年上半年,中国基金持有人

随着基金市场总规模日益庞大,新基金发行对行业规模的贡献度将自然下降,而老基金的现金流和市值变化对行业规模贡献度将自然上升,这是基金市场自身发展的必然。因此,笔者以为依然要将更多的目光投向老基金。

的行为在很大程度上体现了上述规律。为分析当前基金持有人的持有成本,笔者建立了该成本与沪深300指数的

对应关系(因为与沪综指相比,基金净值与沪深300指数的关联度更大),数据显示,当前有20%—30%的基金持有人已经亏损或处在成本线附近(见图2),市场当前的位置对于众多基金持有人来说已构成了重大的心理考验,而假设考验后的结果是出局,那么毫无疑问,市场也将难以支撑,因为基金实际持股已占自由流通市值的30%左右,而且所持股票多为占市场指数高权重的蓝筹股。

综合上述三方面针对基金持有人的具体分析,笔者以为市场已经运行到一个非常敏感的区域,短期内市场进一步的运行方向将决定众多基金持有人的行为。而假设市场出现的是长期趋势的逆转,那么基金市场现金流将注定出现长期外流的情况。即使是在基金市场高度发达、基金持有人理念比较成熟的美国,面对长期下跌的市场,基金持有人也是选择净赎回。从1970年直到1980年初,在市场长期萧条的背景下,美国股票型基金的现金流不论是在市场短期上升期或下降期均是净流出。相对而言,美国基金投资人对短期市场波动的抗干扰能力较强。例如1994年墨西哥比索危机引发美国道琼斯工业指数于3月23日至4月4日间下跌了7.1%,而股票型基金的净赎回仅为0.4%。即使在1997年东南亚金融危机中,美国基金持有人面对更为激烈的市场波动表现却依然镇定。1997年10月27日,道·琼斯工业指数一天下跌了554点,而持有人的净赎回率仅为0.1%。 (责任编辑 顾晓欢)

《集结号》和《大腕》展示了财富生活的两种路径,前者强调的是恪守,有些像但斌先生说的,耐心地等待“羞答答的玫瑰静悄悄地开”;后者则展示了另一种路径——荒诞,但这种荒诞有其独到的作用,就像风险投资本身是“荒诞”的,可募集资金后的创新却是积极而充满活力的人类探索。



从《大腕》 到《集结号》： 徘徊在从俗与恪守之间

文/张晓晖

From <Big Shot's Funeral>
To <Assembly>:
Wandering Between
Scrupulousness
And Vulgarian

看了《集结号》，很感动。1948年初，华东腹地，某连47名官兵奉命阻击敌军主力，掩护大部队转移，约定听到集结号后方能撤退，结果却始终未听到，全连46名官兵阵亡，惟一的幸存者连长谷子地后来参加抗美援朝。复员后，他辗转回到原战场，历尽艰辛，寻找46名牺牲者的遗体，并为46名牺牲者争取到烈士的荣誉，最后在烈士碑前吹响集结的军号，告慰逝者。

故事很简单，让人激动的是谷子地的执著，孤独地在矿山上挖掘，试图找到战友的遗体，千方百计地寻找任何一个可能存在的证据，就是为了证明46名战友是“牺牲”不是“失踪”。有点像堂吉珂德，孤独地与风车作战，在人们怀疑、猜测的目光中坚持着，还好老天有眼、人间有情，在好心人的帮助下他终于实现了自己的夙愿。

回头看看，谷子地很简单，他就是还要还战友们一个真实，在世俗的漠视中他恪守、坚持、寻找，最终在战友墓前吹响集结

号的时候，那是一种怎样的快慰呢？

说到这里，想起了《大腕》，同样是冯小刚导演的，讲一个外国大导演突然去世，去世前拜托优优（葛优饰）为其主办葬礼，由于缺乏资金，优优找到朋友王小帅（英达饰）一边筹资一边筹办葬礼，结果葬礼变成了广告发布会，遗体上满是广告，悲剧成了闹剧。最终，大导演“死而复生”，闹剧无疾而终，王小帅却精神分裂住进了精神病院。

《大腕》很好看，也很荒诞，而荒诞中让我们感受到生活的真实，遗体上缀满广告固然不可思议，但我们可以看到城市的身体的的确确缀满了广告，让人深切地感受到了商品经济的空气对现代生活的充斥与弥漫。

《大腕》很荒诞，却是真实里的荒诞；《大腕》又很真实，荒诞里的真实。最脍炙人口的应是李成儒的那一大段“贯口”，他把这段独白念得如同“报菜名”一



生活在《集结号》和《大腕》所展示的现实与荒诞之间,或许我们应该对恪守有更深刻的认识,对荒诞有些更平和的接纳。还有一句话是,永远不能失去心灵的平衡,给自己一份平和,一份从容,一份豁达。



殷朗朗上口,干脆利落:

“砸进去多少钱加一零直接就卖给下家,给你股票都免谈”,让我们想起纳斯达克创造的奇迹,想起了前不久的阿里巴巴的财富效应。

“这样的房子每平方米怎么也得两千美金吧,两千?那是成本!四千美金起!你还别嫌贵,你得弄清买主的心理,能花两千美金的主儿根本就不在乎再多花两千,所以,成功人士的标准是不求最好,但求最贵”。

荒诞么?现在几千甚至几万人民币一平方米的房子不是出来了?十一万人民币拍出来的天价荔枝不是也有过么?

王小帅疯了,悠悠却没有,或许前者看到的是商机,是幻想中的钞票;后者则

是为了完成死者的遗愿。当死者“死而复生”时,对王小帅来说,就意味着违约,意味着财富梦想的破灭,精神病院里那么荒诞的事儿都能变成现实,可偏偏这个葬礼打了水漂儿,多好的创意呀!

《集结号》和《大腕》为我们展示了财富生活的两种路径,只是两种路径指示的方向有些不同。《集结号》强调的是恪守,有些像但斌先生说的,耐心地等待“羞答答的玫瑰静悄悄地开”,持有万科的刘先生,二十年的恪守变成了十几亿的身家,当然,恪守的代价也是很大的:

要忍受孤独,不被人理解,像谷子地,在众人眼里,他的行为不可理喻,就这样在孤独中坚持,不管世俗怎么变,他的恪守不变!

要承受可能的失败,而谁能保证自己的恪守真能有一个结果呢?遑论一个好的结果了。如果谷子地的努力什么结果也没有得到,那么将是一种怎样的悲哀呢?

当然,还是要坚持,因为不坚持就什么也得不到,坚持了,或许会与众不同。

《大腕》则展示了另一种路径,像李成儒的那一大段贯口,无论怎样荒诞,但这些荒诞都在现实生活中实现了,现实生活是有些荒诞的,但这种荒诞有其独到的作用,就像风险投资本身是“荒诞”的,目的不过是“后面加个零直接卖给下家”,但募集资金后的创新却是积极而充满活力的人类探索。

葬礼的广告效应虽然泡了汤,但想当初“超女”的广告效应,伊利的那一出“借东风”还是唱得蛮漂亮的。

这个市场上什么荒诞的事儿都会发生,打开K线图常常会惊叹,这个倒霉股曾经那么贵呀?那个好企业曾经这样便宜呀?当初我干什么去了?非理性的市场上每天都有“荒诞”的一幕在上演,只不过有人因此而实现自己的梦想,有人则因为梦想的破灭进了医院。

如果说《集结号》演绎的是真实,《大腕》则展示的是荒诞;《集结号》张扬的是恪守,《大腕》宣泄的是变化;《集结号》是现实中的理想主义,《大腕》则是荒诞中的现实主义。而值得佩服的是,《集结号》和《大腕》都出自冯小刚一人之手,真是太有才了!

同样,我们也生活在《集结号》和《大腕》所展示的现实与荒诞之间,或许我们应该对恪守有更深刻的认识,对荒诞有些更平和的接纳。还有一句话是,永远不能失去心灵的平衡,给自己一份平和,一份从容,一份豁达,细胞分裂或许是好事,但精神分裂绝对是坏事。BT

(责任编辑 顾晓欢)

“鼠”眼看股市

文/赵国权

从大处着眼，从小处着手，是鼠年股市应市之道。老鼠虽小，在十二生肖中却占据老大的位置，值得玩味。如果从鼠眼来看世界，不知会有什么结果；若是用“鼠”眼看股市呢，大概会赚很多吧。



Stock Market In The Year Of The Rat

在“鼠年话鼠”之际，想起“羊年话羊”时，曾有朋友撰文“羊大为美”，从汉字“美”的构成到股市应该重视大盘股，重视大盘蓝筹股，而之后的股市表现也证明其言之有理。当然，这个分析是有其依据的，只不过用一个形象的比喻让人们的印象深刻些。如果我们试着从小处着手或者用“鼠”眼看股市呢？

第一，看我国的经济形势，就目前而言，有两点值得重点观察。2008年，国家的经济重心是实行从紧的货币政策，同时采取稳健的财政政策，即经济工作中要做好“两防”，防止经济转向过热，防止出现通胀。这是2008年宏观调控的首要任务，是第一个“点”，也是“鼠性中的谨慎原则”。另一“点”是政府将投入更多财力来改善人民的生活，促进社会和谐，实现科学发展，这需要花工夫钻研和探究。

第二，房地产“拐点论”争议再起，关注银行和地产板块也应是题中之意，或者说这两个占股市市值大头的板块会在

2008年里动荡不止，像猪年那样轻松赚钱会有点难。

第三，实行从紧的货币政策的同时采取稳健的财政政策，这意味着国家将以结构调整为主，注重社会整体的协调发展，加大在科技创新、环保、教育、医疗、三农等方面的投资。

第四，新税法将对高科技、环保、三农等实施税收优惠。从策略角度看，在新一轮调控的背景下，投资者应重点挖掘受政策倾斜的行业。


第五，在股指期货尚未推出、黄金期货业已开出的背景下，市场上的热钱流向会发生变化，这是人们必须考虑的。2008年的估值水平面临挑战，市场的波动幅度会加大，大资金腾挪的难度也会随之增加。

第六，从价值投资理念方面看，小盘股具有较高成长性，这是其独特魅力所在。根据企业生命周期理论，企业组织的成长大致可分为创业期、成长期、稳定

期、衰退期等四个阶段，而中小企业大都处在成长期，他们大都具备较大的扩张潜力，往往会在较短的时期内出现爆发性的业绩增长，高成长预期无疑使得投资小盘股完全可能获得超额回报。

第七，谈一下投资者值得关注的投资板块，即央企整体上市。央企整体上市方针已基本确定，不必讳言。目前股市估值水平不低，如果央企整体上市能在2008年得以实施，则有助于股市的健康发展。

第八，2008年3月份国家的两会将会出台一些有利于国计民生的政策，希望大家能从总理做的政府工作报告中体会出所含之意。

总之，从大处着眼，从小处着手，是鼠年股市的应市之道。虽然“某年说某”是一个俗得不能再俗的话题，但是老鼠虽小，在十二生肖中却占据老大的位置，值得玩味。如果从“鼠”眼来看世界，不知会有什么结果；若用“鼠”眼看股市呢，大概会赚很多吧。  (责任编辑 顾晓欢)