

简单归类面临的危险

投资者们都喜欢将事物整齐地划分为不同类别，此举有助于他们了解这个异常繁复的世界。人们发明了类似“新兴市场”、“金砖四国”和“脆弱五国”等浅显易懂的类别，将相似的国家归类在一起。然而，我们必须对这种归类持谨慎态度，因为当你进行大量研究后，就会发现，这些类别之间的差异通常会多于相似点。

以“金砖四国”为例。巴西、俄罗斯、印度和中国这四个大国除了都拥有发达的市场地位外，你很难再找到比它们差异更大的国家。这四个国家在语言、文化、历史、政治和经济领域都存在着巨大的差异。

下面，我们仔细来探究一下印度和中国。印度和中国非但没有相似点，反而差异巨大。通常，它们在世人面前的形象刚好相反。印度拥有嘈杂吵闹的民主政体；中国则是一党制。印度的经济发展重消费，轻基建；中国则一贯重基建，轻消费。中国的经常账户顺差约为 GDP 总量的 2%，而印度的经常账户逆差同样约为 GDP 总量的 2%。中国的通胀率不到 3%，而印度则超过了 9%。在基本面差异如此巨大的情况下，很难想象如何能将这两个国家归入一个人们自己创造的投资类别。

两国股市的表现同样天差地别。在过去 12 个月中，MSCI 中国指数的回报率为 -0.41%，而印度股市的回报率则为 12%。因此，如果你简单归类“金砖四国”或“新兴市场”并将它们作为整体买入或卖出，那么很有可能会忽略它们在业绩表现方面的巨大差异。为了找到投资获利渠道，不要仅仅根据简单归类而做出粗略的投资决策，而是应该开展必要的研究，这始终是非常值得的。

中国和印度在股市表现方面的差异是了解市场的一个最重要因素的典型例证，即二阶导数决定投资表现。具体阐释如下。如果仔细研究经济基本面，你会得出这样一个结论，即投资中国好于投资印度。中国拥有更高的 GDP 增长率、更稳健的货币、经常账户顺差和更强有力的财政状况，同时通胀水平和利率都较低。然而，市场表现却比印度差。原因何在？因为二阶导数至关重要，即真正发挥重要作用的不是事物的绝对水平，而是边际利润是向好还是向坏发展。

我们来研究一下这个例证。中国的 GDP 增长率高达 7.5%，该数字远高于印度和发达国家的 GDP 增长率。然而，近年来中国的 GDP 增长率一直呈现稳步下降趋势。GDP 二阶导数的变化——即增长率的增长率——是造成中国股市在该时期内表现欠佳的主要原因之一。另一方面，印度拥有庞大的经常账户逆差。但印度近期不断提升边际利润，将经常账户逆差占 GDP 总量的比例从约 5% 降到了约 2.5%。这种边际利润的提升是印度股市表现良好的重要原因。

近期印尼股票市场同样表现良好，原因同印度类似。从表面来看，印尼与印度非常相似：结构性高通胀和高利率；巨额经常账户逆差；货币疲软。然而，该国股市在过去 3 个月上涨 11%，一直在该地区独占鳌头，不仅击败了其他亚洲市场，而且还超越了包括日本、德国、英国和美国在内的所有发达市场。这是因为印尼一直在提升边际利润，经济疲软问题也有所改善。具体而言，印

尼在将庞大的经常账户逆差削减到更为可控的水平方面取得了重大进展，这一点再次与印度如出一辙。印尼政府主要通过允许货币贬值和接受较低经济增长率实现了上述目标。

正如对国家或市场进行简单归类可能面临危险一样，对单一市场进行简单归类同样危机四伏。目前，中国就是这种做法的反面教材。总之，中国股市表现不佳，因为市场对 GDP 增速放缓以及与信贷扩张过快有关的风险有所顾虑。如果你预见到了这一点并将中国排除在你的投资组合之外，那么你可以自豪地说自己成功避开了一个在过去 12 个月中“跌跌不休”的市场。或许你可能投资了美国、德国和日本等发达市场，这些国家的股市同期均上涨约 25%。

但从实际情况来看，你是否应该对此感到骄傲呢？实际上，在过去的 12 个月里，中国的医疗板块上涨了 115%；软件和服务板块上涨了 111%；IT 硬件板块上涨了 53%；香港消费者服务板块（包括澳门博彩板块）上涨了 73%。那些喜欢归类的投资者通常会将这些板块归类为“新经济”或“私营”板块。如果你的投资重点位于该领域，那么你一定获得巨大收益，而且远超投资上述发达市场获得的收益。

因此在国家层面进行简单归类同样是一个错误，因为它掩盖了国家不同行业板块之间的表现差异。中国股市总体表现低迷的原因是受到了大型行业板块走低的拖累，例如银行股（在 12 个月中下跌 18%）、能源股（下跌 21%）、材料股（下跌 20%）和电信股（下跌 16%）。这些板块通常会被喜欢简单归类的投资者统一归为“旧经济”板块或“国有企业”(SOE) 板块。这些板块规模庞大而且在股指中占有较大比重，因此完全掩盖了小型“新经济”板块的出色表现。

造成中国“新经济”板块和“旧经济”板块表现各异的原因在于，中国在近期召开的十八届三中全会闭幕后公布的改革计划旨在将经济重心从大型国有旧经济行业转向私营新经济行业。中国亟需调整拉动 GDP 增长的方向，从依赖信贷的基建投资模式转向促进消费模式，从而避免未来某一时刻出现严峻的信贷问题。投资者一直在规避会受到这种调整所带来不利影响的行业板块，并转而投资那些能够获利的行业板块。

然而，这种趋势无法永远存在，因为估值非常重要。如果“新经济”板块继续直线飙升，那么这些股票的价格将越来越贵，最终必将面临修正。同样，“旧经济”板块的股价必然也会在某个时间节点低廉到比未来更加困难时期的股价还要低。MSCI 中国总体市盈率为 9 倍，但“新经济”板块在交易中的市盈率却远高于此。例如，医疗板块的市盈率高达 26 倍，消费品板块的市盈率高达 27 倍，消费者服务（澳门博彩）板块的市盈率高达 30 倍，软件和服务板块的市盈率则达到了惊人的 53 倍。相反，在“旧经济”板块中，银行股、地产股、能源股和电信股的市盈率分别只有 5 倍、7 倍、8 倍和 9 倍。因此，今年中国投资者面临的困境在于是继续追涨——即继续投资表现优异的板块——还是逢低买入部分去年不被看好的板块。

或许，我们的老朋友二阶导数能够给出答案。从边际利润来看，如果某些旧经济板块“没有那么糟糕”，而且股价已经足够低廉，那么这些板块足以成为 2014 年优秀的投资标的。其中一个例证便是水泥板块，由政府去产能需求推动的行业整合可能会使该行业幸存下来的企业获益，或者部分基本面看似尚可且估值值得投资的精选银行股。同样，如果某些“新经济”板块边际利润表现不佳

且股价过高，那么将加速投资者获利了结。其中一个例证便是政府日益加大对互联网金融的监管力度，它是互联网行业一个新兴且增长迅速的模式。

因此，今年的最佳投资建议是不要简单归类；潜心研究或将资金托付给具备研究能力的人士；以更为均衡的眼光看待各个板块，有选择性地将部分资金从“新经济”板块转回“旧经济”板块；时刻谨记——推动市场发展的是二阶导数。

重要声明：

本文件仅供参阅用途。

富达仅就其产品和服务提供信息。投资涉及风险。有意投资的人士应就个别投资项目的适合程度或其它因素寻求独立的意见。富达并未获授权在中国大陆募集、分销或管理公募基金或其相关产品，或为当地居民提供证券投资管理或证券投资咨询服务。

富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 是指 FIL Limited 及其附属公司。Fidelity 富达, Fidelity Worldwide Investment, 与 Fidelity Worldwide Investment 加上其 F 标志为 FIL Limited 之商标。

CM20140521A