

# 光大保德信董事长：股市上升幅度并不直接对应泡沫

证券时报 记者 张哲 2007-05-09

根据晨星 2007 年 4 月 13 日的数据，今年以来，光大保德信基金管理公司管理的光大保德信量化核心基金、光大保德信红利基金和光大保德信新增长基金三只基金回报率分别为 42.26%、56.51%、40.61%，在所有股票型基金中全部排在前三分之一以内，平均回报率高达 46.46%。取得这样令人瞩目的投资业绩，日前，记者采访了该公司董事长林昌先生。

记者：光大保德信 2004 年成立的时候非常引人注目，原因之一是你们所推出的首个产品是量化基金，许多人都在关注量化投资模型是否适用于中国市场。能总结一下这几年的经验吗？

林昌：光大保德信的第一个产品量化核心基金成立于 2004 年 8 月 27 日，当时正面临熊市的最后阶段，特别是到 2005 年中期推出股改措施的前后，大盘下跌到谷底，量化核心基金的投资业绩也较差，净值最低到 0.76 元。但是，如果放在一个更长的周期来考察量化核心基金，从成立到现在 2 年 7 个月的时间，以 4 月 13 日累计净值 2.6813 元计，总回报为 178.06%。最近 1 年回报为 162.12%，稳居同业中上水平，获晨星 4 星评级。

虽然目前对量化基金的疑问已大大减少，但理论上仍然要回答两个问题。第一，是固定仓位的设计，量化核心基金的股票仓位平均达 90%，最高不超过 95%，最低不少于 85%，在熊市中这是我们面临的重大质疑。我认为，股票基金管理人如果对大市看好，就应该全力持有；如果对大市看空，就应该降低仓位。量化核心基金从成立至今一直坚持按基金合同的约定固定仓位操作，虽然在熊市中吃了点亏，但长期看来反而更有优势。近几年国际资本竞相涌进中国市场，QFII 一票难求，并不完全像有些人所推测的那样短炒一把就走。怀短期目的的人肯定有，但看好中国经济长远前景的更是大有人在。

第二个问题是，量化投资方法是否适用于中国市场。有人以为光大保德信量化核心基金就是从美国搬了一个模型到中国选股，其实不然。我们只是借鉴了这种理念和方法，模型是根据中国市场再造的。模型也是动态的，还要结合大量的人工定性分析、信息筛选整理、公司调研，才能转化为投资。光大保德信量化核心基金之所以以“量化”为名，只不过是投资过程中更强调定量的比重和地位，并不意味着对定性的忽略。

记者：从去年中期开始就有关于股市泡沫的争论。那时指数只有 1600 多点，现在已到了 4000 点左右，是否确实存在大的泡沫？

林昌：股市整体上我认为还在正常的范围。上一轮牛市顶峰和熊市谷底分别是 2001 年 6 月 13 日的 2245 点和 2005 年 6 月 3 日的 998 点，表面上看现在指数已上升 60% 和 260%。但实际上，市盈率比 2001 年 6 月大幅降低，比 2005 年 6 月也仅有不到一倍的增加。现在根据 2006 年业绩计算的 A 股市盈率为 44 倍，而根据 2007 年业绩预测计算的市盈率仅有 28

倍，成分股市盈率更低一些。所以，股市上升幅度并不直接对应着泡沫，指数上升的首要原因是上市公司业绩的快速提升，其次是一批质量优良的蓝筹公司上市推高了指数，第三是因为流动性过剩引起的。以上因素只有第三个因素即流动性问题才构成了一定程度的泡沫。所谓“泡沫”只有在一枝独秀时才构成真正的泡沫，因为投资价值的衡量永远是相对的，要有参照系。更准确地说，我们应称之为资产价值重估。

记者：海外股市的市盈率大多只有 15 倍左右，中国是否还是偏高？

林昌：多个研究机构的研究结果均证明，自 1998 年以来中国企业的资本回报率持续提高，赢利能力并不低，已超过一些发达经济体。单纯从上市公司的数据看，2005 年和 2006 年的快速增长已证实了这点，2007 年基本上也没有疑问。如果不出意外，2008 年以后还将快速增长。假设到那时，股市维持在目前水平，市盈率将进一步降低。当然，我并不认为目前的股市就一定没有风险。假如 2007 年的业绩预测与实际情况相差较大，股市的下移就会发生。泡沫在那时就产生了。从这个意义上说，现在泡沫的大小，并不由现在、而是由未来决定