

勇于逆向投资 穿越周期寻找金股

“逆向投资”是巴菲特最推崇的投资策略。在熊市中买入被低估的股票，在牛市中卖出被高估的股票。逆向投资的核心是寻找那些被市场遗忘的“金股”。



程俊琳，现任汇丰晋信科技先锋基金基金经理。他毕业于武汉大学，拥有CPA证书。在证券行业从业多年，对逆向投资有着深刻的理解和实践经验。

证券时报记者 程俊琳

有着19年的证券市场从业资历，汇丰晋信科技先锋基金拟任基金经理邵骥咏在年轻的中国证券市场之中已不算“年轻”，他却一再强调自己没有过多谈资。从“老八股”时代的个股研究入手，邵骥咏如今已站在国家产业政策高度寻找投资脉络，他的投资理念经过多年的历练，已相当坚定。

市场永远都有魅力

我的过去并没有太多谈资，是偶然也是兴趣。”邵骥咏告诉记者，虽然学会会计出身，他并未像当时其他同学一样进入银行系统，却“误打误撞”进入了刚刚起步的证券行业，成为第一代“红马甲”。

在基金经理日渐年轻化的今天，有着10年以上从业经历的投资人不知不觉成为这个市场的“老人”。他经历了证券市场初期的“老八股”时代、大户时代，再进入机构市场。20年间，当初的“第一代”渐渐在证券市场成熟化的过程中离去，邵骥咏依旧活跃在一线。喜欢钻研逻辑的他对股价变化以及影响股价的因素有强烈探究兴趣，一步步深入市场。

价与公司基本面的契合度也日渐紧密，这也更考验投资者的全方位投资管理能力。

邵骥咏在这个行业不曾也不愿离去，甚至在券商做过投资管理实践后，又“回炉”公募基金，从交易开始。他告诉记者：“每一种历练都是财富，初入公募基金的交易锻炼，是为了更理解市场，理解市场定价权。”

他坚信证券市场经历了20年发展已经越来越理性，上市公司的股价将始终围绕其价值波动，市场的长期走势与全国甚至全球经济密切相关，这是市场不断成熟的表现。他觉得自己虽然在当前的市场中算是老人，但面对更成熟与国际化的市场，每一位参与者又将是一名小学生，不断学习与探索，契合了他对新鲜事物的探索之心。

下半年机会大于风险

习惯了从更广义角度分析经济形势，邵骥咏对信息的解读有其独到之处。邵骥咏明确表示，当前经济形势与之前的经济硬着陆有着太多不同，比如2005年的经济硬着陆来源于2004年上半年固定资产投资急速下滑，投资急速刹车带来社会流动性大幅收紧，才会产生企业利润大幅跳水的情况，造成2005年经济硬着陆。现在的情况是，从2009年四季度宏观已经开始收紧，今年以来季度GDP增速逐渐回落，但回落幅度缓慢有限，GDP组合数据中涉及投资增速、出口消费等数据的各项细分指标处于正常范围，企业盈利出现负增长的情况不会出现，硬着陆的可能性不大。

邵骥咏认为，过去中国经济犹如一个少年，一直以超过10%的GDP增速快速奔跑，当经济体容量不断增加以后，已经不能单纯按照过去的增速向前，当市场面临从GDP增长10%下滑至8%左右时，整个市场会产生不适应感，投资情绪变化就来源于此。目前

前我们已经从少年到青壮年，未来追求的是可持续增长而不是急速增长。”他坚信，如果市场参与者慢慢适应了这一变化，就会理智地从不贵的市场中找到新的赚钱机会。

邵骥咏表示，市场经过一年半单边调整后，估值水平已经到了历史低位，当前沪深300动态市盈率仅比2008年市场最低点时高4%左右，因此市场估值调整空间不大，加上企业盈利调整空间有限，盈利与估值对市场运行下半年是中性偏正面因素。另一个偏乐观信号是，去年底市场存在估值“堰塞湖”现象，市场总体估值偏低，但中小板以及创业板估值高企，经过一轮股价下跌估值回落，下半年中小市值的板块中，个股会出现明显分化。在过去半年的泥沙俱下下跌中，有一些企业在坚持按照公司发展规划一步步前行，因此对2012年需求稳定的龙头公司，投资机会将慢慢显现。”

寻找未来新的经济增长动力

每一位投资者都会津津乐道苏宁电器这样的牛股，每一位参与者又竭尽全力寻求市场中有可能成为苏宁的新代表，邵骥咏也如此。只是，他的寻求思路更为清晰，从国家产业政策调整的高度分析苏宁的成功之后，他已经开始着手布局下一个经济增长的动力源泉。

苏宁为什么会成功？是因为在城市化大潮中，人们对家电需求的提升期，一种新业态开始出现。这是经济发展中社会改变迸发出的新产业，这种力量就是我们在经济转型中应着重寻找的方向。”他明确告诉记者。邵骥咏分析，中国下一阶段的新方向已经在政府工作报告中明确阐述，那就是紧贴内需消费主线，即什么最有利于内需消费，就是未来改革中会受益的行业。这其中包含传统产业经过反复产能过剩淘汰后留下来的龙头

企业，包括机械、家电、汽车制造业，还包括大飞机、航母制造等，这些企业能够分享经济转型中持续增长的政策红利。另一种新动力则是从无到有，如基于现代化信息技术之上的智能交通、城市安防等新的产业集群。邵骥咏说：“每次经济转型的不同阶段，都会涌现不同产业集群，因此需要重点去关注。对资本市场来说，最具有吸引力的永远是新生增量部分。”

按照经济发展的脉络，邵骥咏认为中期行业投资机会存在于两方面：第一是传统产业中经过洗牌过滤后剩下的龙头公司，技术、营销实力均强，上下游整合能力突出，虽然这些企业增速会下降，但它估值也相对更为便宜。第二，未来人力、资金、土地、资源四大成本很难重复过去低廉状态，企业需要控制成本增长幅度，在这种大背景下，新兴产业、服务性行业、与生态环保相应的行业未来增长空间更大。

企业成长魅力与风险就如一个硬币的正反面，有人认为高科技行业同时意味着高风险，但其实需要先端正投资态度——不存在没有投资风险的公司，不管是高市盈率，或者是低市盈率。我们要做的，首先选好行业，其次看公司。关注公司管理层、治理架构，能不能完成阶段性的目标等等。通过持续的了解、沟通观察，选出受益于整个国家政策发展大脉络的优质公司。”邵骥咏分析道。

每次潮水退潮时都是选择的好时机，现在就比去年有投资机会。”他表示，有一些企业在努力经营，虽然短期出现企业财务报不乐观情况，但真正跟踪企业的投资人会分析其中的阶段性因素，重新审视这些企业，因此可以在当前环境下捡到散落在市场各处的“便宜货”。

寻找到新动力下的便宜筹码，等待成熟，已成为邵骥咏最为享受的投资方式。

选股如选美 我每天都在和市场先生对话

“选股如选美”是陈锋投资的核心原则。他认为，选股就像选美一样，需要具备良好的基本面和成长性。每天与市场先生对话，寻找那些被低估的“美少女”。

证券时报记者 付建利

7月初的一个上午，窗外是瓢泼大雨，此刻的深圳氤氲在夏季的雨气中，在福田区安联大厦33楼，深圳展博投资总经理陈锋时有惊人语，在这个各种观点如洪水般泛滥的资讯时代，追求独立的思考、独立的观点，独立的判断，成为陈锋投资的核心原则。

这位一直以来“专注于做一件事情”的私募基金经理告诉证券时报记者，他想要的、能做的，就是每天和市场先生对话，听懂市场先生在说什么，做一个市场先生的知心人。

选股如选美

与很多专业投资人强调自下而上精选个股有所不同的是，陈锋更侧重于趋势投资，从宏观到大盘、最后落实到个股。在陈锋眼里，投资是门科学，也是一门艺术，说投资是科学，主要是指要建立研究框架体系、学会财务分析，学会估值。但在股票投资领域有时候我们更需要模糊地去看一件事情，模糊的准确往往比精确的错误更有价值！”本科毕业于武汉大学建筑系的陈锋，始终觉得建筑学的学习与他今天在投资上的“选美理论”也有些共通的关系。建筑某种程度上也是一种审美的学问，很多时候，它是基于对一个事物常识性的、基于人性基本需要的一种理解，比如空间是否舒适漂亮？立体的感觉如何？学习建筑的人，需要有很好的立体空间思维，做投资人的人，似乎也需要些立体式思考，看一只股票长期的趋势图，就可以感受到这是一家怎样的公司，是一家出色的公司还是一家平庸的公司，而这种感觉有时候又无

法用言语准确地表示出来，某种程度上，它和得意忘言的传统美学感受有着异曲同工之妙。

选股也可以像审美和选美一样！当你认为一个人美时，其实到底美在哪里，你只是一种整体上的感觉，很多时候用语言根本无法描述。”陈锋平时习惯于看股票长期以来的K线图走势，从中领略一些东西。比如2004年、2005年，A股市场迭创新低，但天威保变的K线图长期横盘，并且在2006年的那轮牛市启动前领先上涨，陈锋当时就觉得，这很可能日后就是一只超级大牛股！事后天威保变的走势证明，陈锋彼时的感觉是相当正确的。他告诉记者：“这种长期性的牛股，在K线图上会提前表现出一些牛股的特征，这不是根据技术指标得来，完全是一种长期的经验积累和实战之中形成的盘面感觉。”至于这种感觉会不会导致误判，陈锋反问：“难道算出来的上市公司业绩就一定准确吗？”这种股票“选美”的过程，陈锋注重的是从大的方向性上去把握，重点关注创新高的股票。

陈锋认为，除了重组股以外，股票的走势实际上反映了上市公司的基本面，投资者可以从股价的走势去判断上市公司的基本面，然后从基本面加以印证。以银行股为例，从去年到现在，银行股虽然业绩增长稳定、估值整体低至8倍以下，但股价走势并不好。陈锋认为，实际上银行股目前的走势已经反映出这一行业三五年后的业绩情况。随着中国经济的结构性转型，银行股未来的业绩增长不大可能继续保持这么高的水平，而且新的风险性因素也会逐渐显露出来。但如果我们纯粹只是从银行股目前的基本面来理解股价，则解释不了为什么银行股如此便宜却始终走势低迷的原因。用现在的股价来理解未来的基

本面在事后通常证明是对的，但用现在的基本面来理解现在的股价，通常会不得其解。”陈锋表示。

再以2008年上半年为例，彼时上证综指从2007年最高峰的6124点跌至4000多点，尤其是从5500点左右的位置跌到4000点只用了差不多半个月的时间，很多声音都认为当时的A股市场是非理性下跌，但实际上股指是对未来半年出现的危机做出了提前反应，市场中总会有一些“聪明的钱”已经提前预见到了全球经济会出现比较糟糕的现象。如果从当时的宏观经济运行情况来看，就无法分析，也无法理解市场为什么出现那样惨烈的暴跌。

遵循“选美理论”，陈锋主张大盘上涨时就应当选好的行业中好的个股，“必须选择那些进攻性的资产，以便市场上涨时能够获取收益最大化。”

学会听市场先生讲话

在股票投资上面，人类的理性也许永远都是有限的。因此，陈锋认为学会与“市场先生”对话，市场永远都是客观的，一个优秀的投资人，应当学会听“市场先生”讲话，让市场告诉我们该怎么做。“我从2002年第一次接触股票开始，几乎每天都在跟市场对话，学习如何理解市场和解读市场，听懂市场到底在讲什么。”陈锋认为，当股市风险来临的时候，市场总会发出一些声音，只不过这些声音比较微弱，需要我们细心倾听。大部分投资家终其一生，就是在试图去理解市场，只不过有些人不得法罢了。很多人平时非常关注短期政策利好或利空对股市的影响，但并不能改变股市长期的走势。在陈锋看来，股市是彻彻底底的经济晴雨表。

虽然大部分投资人都认为上一轮牛市的起点是2005年底2006年初，但陈锋却认为是在2002年启动。“尽管大部分股票在2002年至2005年是下跌的，人们也习惯于将这一时期称为超级大熊市，但如果将当时

的银行、汽车、煤炭、地产、钢铁等板块分别单独做成一个指数的话，这些指数的底部在2002年，这些板块反映了未来一段时期中国经济的主导力量，即以周期性股票为代表的蓝筹股，事实上，一些代表未来中国经济产业发展方向的股票，其股价低点大多出现在2002年。”

做股票确实不能从众，必须要善于独立思考，独立思考和判断能力对于一个投资者来说至关重要！”陈锋表示，很多人认为中国股市带有很强烈的政策色彩，其实他不太赞同这种说法。任何政策都只能顺应经济的大趋势，一些政策利好或利空也许短期之内能影响到股市的运行，但长期来看，决定股市走向的仍然是经济基本面。比如2008年下半年的降低印花税政策，短期内促进了股市的强烈反弹，但随后股指仍然掉头向下，因为经济基本面那个时候并没有好转。因此，我们应该学会用市场化的方式去理解市场，摒弃主观、武断和经验主义。

陈锋认为，当大盘跌到大家不敢买股票甚至绝望的时候，往往就是做左侧交易的最好时机，投资者不妨重仓介入。此外，当市场短期之内暴跌20%至25%的时候，也是执行左侧交易抢反弹的良机。而当趋势相对确定的时候，投资者完全可以通过提高仓位执行右侧交易的策略。

投资其实也是一种管理胜负概率的活动，胜率高的时候就下重仓抢反弹！”陈锋极为重视心理因素对抢反弹时机的选择：当你第一次决定抢反弹的时候，忍住！第二次的时候，继续忍住！当你第三次决定抢反弹的时候，你要告诫自己，再等等吧！直至最后，当很多人买股票的冲动被市场的持续下跌彻底摧毁，你出手的时候就来了！”

如何在纷繁复杂、波诡云谲的各种因素中判定股市未来的趋势，陈锋认为首先是依靠前瞻性判断。其次是纠错，如果没有前瞻性的判断，就跟随市场“且走且看”，一旦发现自己错了，就立马纠错。比如去年四季度，陈锋认为A股市场会攀升至3500点以上，后来发觉这一判断是错误的，他果断地降低了组合的仓位，有效地控制了下行风险。



陈锋，现任展博投资总经理。他毕业于武汉大学建筑系，拥有EMBA证书。在投资领域有着丰富的经验和独到的见解，强调选股如选美，注重基本面和成长性。

目前是牛市孕育期

站在10年前的时点，如果投资者买了银行、地产、煤炭、有色等周期性股票，一定会获得超额回报，而如今，如果你购买了这些股票并且等着再次获得超额收益，陈锋会毫不犹豫地对你说一声“NO”！在陈锋看来，2007年10月份之后的蓝筹股泡沫破灭，实际上是A股市场的一个分水岭：蓝筹股整体性的系统性机会可能就此结束了！2008年股市整体性下跌，2009年整体性上涨，而2010年恰恰又是一个分水岭：中小板、创业板以及消费类股票走强，因为这些股票代表着中国经济未来的发展方向，A股市场领涨的龙头，将从周期性行业转向医药、消费、科技等行业的股票。去年中小板和创业板的行情实际上是第一次泡沫化预演，之后会逐渐经过“泡沫破灭——股票分化——孕育新的牛市——真正的牛市来临”这几个阶段。今年正是中小板和创业板股票的去泡沫化阶段，从目前来看，创业板和中小板股票的估值仍然过高，后续可能还会继续去泡沫化的过程。

2002年和2003年蓝筹股走势不错，2004年就迎来了泡沫破灭。

陈锋认为目前A股市场类似于2004年、2005年的情况，正处于牛市孕育期，今年和明年都不大可能出现大牛市。对于下半年的市场，陈锋认为投资机会在于资金和政策的博弈，如果经济情况不好，紧缩政策退出的预期就会逐渐增强，同时通胀也会见顶回落，四季度左右可能会有一波大级别的反弹行情。那时周期性股票短期内会展现出比非周期性股票更强的爆发力。不过，从更长远来看，消费、医药以及与战略性新兴产业相关的行业会是下一轮牛市的领导者，陈锋深信，这些行业中一定会出现创造奇迹的公司，这其中蕴藏了极大的投资机会，需要投资人去认真甄选，去芜存菁。

平日里，陈锋非常注重情景假设，也就是分析市场中乐观派在想什么，悲观派又在想什么，以了解市场中不同投资者的想法，为自己做出正确的判断提供不同的参照系。这么多年一路走来，陈锋遇到过各种各样的困惑、焦虑、痛苦、迷茫、欣喜、满足，但支撑他的始终是对投资的热爱，专注、执着、坚韧。“我们现在就专注于做好投资这一件事情。我相信只要我们坚持这么做下去，时间会证明我们的价值。”