

金鹰基金投资管理部总监杨绍基:

灵活策略应对市场变化



杨绍基，经济学博士，8年证券从业经验。曾任职于广东发展银行资产管理部，2007年8月加入金鹰基金公司，先后担任行业研究员、基金经理助理、基金经理、研究发展部副总监等职，现任公司投资管理部总监、金鹰中小盘和金鹰稳健成长基金经理、金鹰策略配置股票基金拟任基金经理。

证券时报记者 杨磊

近几年来股市震荡加剧，投资人超越市场的难度在加大。金鹰基金公司投资管理部总监、金鹰中小盘基金经理杨绍基相信天道酬勤，在过去几年的投资取得了不错的业绩，正在发行的金鹰策略配置也将由杨绍基掌舵。他认为，投资要不急不躁，不骄不馁，善于控制和平衡自己的情绪，灵活运用各种投资策略。

市场没有恒定主题

据悉，在金鹰策略配置基金产品设计时，金鹰基金投研团队就曾经对过去6年来每一轮牛市中领涨品种分布进行过细致研究。

从2005年的上证指数998点到2007年的6124点，这是近几年来最大的一轮牛市，有色金属和券商两大行业是领涨者，在涨幅前30名的股票中占了一半，但在2009年之后的牛市领涨者中却很少

少看到他们的身影。”

杨绍基分析，从2008年四季度上证指数1664点到2009年3月478点的高点，和从2010年7月初最低的2319点到今年4月的高点，都有一批股票取得了100%以上的上涨，但领涨股票从行业布局、轮动主题上都迥异于2006年、2007年的牛市。

市场没有恒定的主题，不变的只有以应变的投资策略。由于经济周期不同、政策和市场环境不同，使每轮行情中，表现好的行业和个股在下一轮行情中未必能继续辉煌。但作为投资者必须把握到上市公司最灿烂的一刻，也就是它业绩趋向成长最明显的区间。”杨绍基这样告诉记者。

杨绍基表示，为了把握住市场的变化，灵活地采用一些投资策略，基金经理就要尊重市场，尊重事实，每天不断地学习和总结，努力降低犯错的可能性。即将发行的金鹰策略配置基金

在产品设计上也就是强调运用灵活策略进行投资。在经济转型、宏观政策不确定性加大的中国市场，单一的投资理论不能长期有效，而结合了各种投资理念的动态投资策略则可以做到“有备而来，因势而变”。

杨绍基进一步表示，灵活的投资策略要建立在研究的深度和广度之上，需要多一些扎实的调研考察；对市场的分析和看法要更加深入。未来几年市场对投资的回报，将更加体现“天道酬勤”这四个字，只有辛勤的劳作才有可能获取超额收益。

举例来说，对于一些技术型股票，谁也说不清楚到底哪个是技术最领先、是能最先抢占市场的，并且被市场投资者认同的。在这种情况下，你要是看好这一大类技术，第一阶段只能通过分散投资，然后不断跟踪这类股票和公司，逐步将仓位加到最有可能成为领导者的公司上。

还有一些交易策略方面的技巧，杨绍基表示，当基金经理要培育重仓股时，要在相对的价格低位多买，大幅上涨过程中少买，这样能够控制住股票投资的平均成本，在市场震荡“洗盘”阶段因为成本优势而能稳定持仓，这样不容易被“洗”出去。

投资不能乱了节奏

对于投资节奏的理解，杨绍基认为他不属于能在仓位上做到大开大合的人。过高和过低的仓位，一旦判断错误，会很影响投资心态，乱了投资节奏，而投资节奏乱了之后往往不能马上调整过来，对后续投资的负面影响比较大。

现在股市投资参与越来越聪明了，复杂的股市中想通过短期大幅持仓或减仓获取超额收益越来越难了。”杨绍基表示。

在选股方面，杨绍基强调，首先要有足够宽度的“护城河”，再加

上足够广度的市场空间和有企业家精神的管理团队，三者同时满足的企业是最容易诞生大牛股的地方。

对公司基本面的研究其实也包含一些择时因素，比如盈利增长对应目前的估值情况，行业或公司股价催化因素何时会到来，证券市场和公司同类型股票所处的基本状态等因素，都是决定选择交易时点的重要参考内容。

杨绍基表示，股票的投资深入研究是基础和前提，交易也非常重要。很多股票只有买了才知道其特性是什么，流动性如何，研究和投资交易能否产生共振。

对基金持有的前十大重仓股一定要像自己的孩子一样熟悉，对公司的了解和陈述如数家珍，还要经常假设一旦出现问题的时候该如何处理。”杨绍基透露，金鹰基金公司核心重仓股都要进行集体讨论，让其他基金经理或研究员提出一些不一致甚至相反的观点，这样有利于基金经理正确认识所投资的核心重仓股。

他所管理的金鹰中小盘基金是公司的标杆产品，据银河数据统计，截至今年7月22日，金鹰中小盘基金过去两年、三年的净值增长率分别为19.27%、81.88%，在同类基金中分别排第二和第一。

下半年震荡市概率偏大

近期股市因动车追尾事故等方面影响有所下跌，杨绍基表示，大的格局上，国内宏观经济没有发生大的改变，没有看到上市公司盈利增长被大幅逆转的趋势。在此背景下，动车追尾事件触发的短期震荡不会影响长期的趋势。

他指出，市场在一定区间波动的状态在未来一段时间内仍将是主旋律。目前政策处于观察期，经济到了一个相对稳定期，市场也相对到了稳定期，很难看到宏观经济趋动的大行情。由于股市已经对经济

●市场没有恒定的主题，不变的只有以应变的投资策略。由于经济周期不同、政策和市场环境不同，每轮行情表现好的行业和个股在下一轮行情中未必能继续辉煌，投资者必须把握到上市公司最灿烂的一刻。

●下半年在经济风险和政策的夹击下，很难出现大的行情，但结构性的投资机会将可能比上半年要多，特别是在今年上半年下跌明显的中小盘股中，一些真正高成长的股票将脱颖而出。

增长放缓有了一定的预期，股票市场上半年整体走势也不会特别差。

杨绍基认为，下半年在经济风险和政策的夹击下，很难出现大的行情，但个股投资中结构性的投资机会将可能比上半年要多，特别是一些今年上半年下跌明显的中小盘股票，他们中真正高成长的将脱颖而出。

对于银行等股票低估值但仍然出现阶段下跌，杨绍基表示，银行等周期性板块可能在很长时期内都是低估值，当然，期间可能还有脉冲式短期上涨行情。

杨绍基进一步表示，投资低估值股票还是投资成长型股票，这是近两年一直比较纠结的问题，能够在低估值股票和成长型股票之间做到自如切换的基金经理很少。市场很大，机会很多，每个人都只能根据基金产品的特点、自身的特点选择特定投资标的交易获利，在震荡市中基金净值的损耗往往不是因为踏中地雷或在系统性下跌中遭受毁灭性打击，而是在低估值股票和成长型股票两种风格之间频繁切换追逐热点的过程中中折损的。

努力做到抵住市场诱惑，专注所擅长的投资方向，静待适合基金风格的投资机会的到来或许更为重要。”杨绍基表示。



国富投资陈海峰：A股将迎来反转

证券时报记者 秦泰

上海国富投资管理公司投资总监陈海峰接受证券时报记者采访时表示，A股市场将迎来一轮以年为周期的趋势性上涨行情，行业轮动中的机会层出不穷，目前正是参与其中的黄金时期。

国富投资公司2007年4月成立于上海，先后成立了国富永泽、国富永泓等8只有限合伙制创新型基金和3只证券投资集合资金信托计划。其中国富永泓自2010年1月运作以来，截至今年7月15日，单位净值已达2.2981元。陈海峰曾任华宝兴业基金管理公司机构理财、专户业务部总经理，拥有德国柏林经济学院工商管理学硕士和四川大学世界经济学硕士学位，在证券市场从业超过17年。

宏观微观观极泰来

针对目前的A股市场，陈海峰的看法与市场普遍的观点有所不同，他认为，自6月份以来，市场即将步入的是一轮整体震荡向上、底部逐渐抬高的趋势性反转行情。

虽然近期海外市场出现了一些波动，美国债务上限、欧洲主权债务等问题增加了外围宏观经济环境的不确定性，国内通胀水平处于高位、地方债务问题等诸多因素，也使得投资者对国内股市的前景忧虑“才下眉头又上心头”。但陈海峰认为，最黑暗的时期已然过去，尽管现在投资者情绪受到了一定打击，各方资金都惴惴不安，稍有风吹草动即会引发恐慌性抛售，然而风险逐步释放的阶段正是投资机遇孕育的时期。

当谈到对宏观经济形势的看法时，陈海峰判断，国内通胀第三季度见顶是大概率事件，7月的通胀水平可能成为全年的高点，而国内生产总值(GDP)短期下滑的情况可能在第三季度后期出现较为显著的改观，在此情况下，宏观面向好的趋势已是不言自明。

回到微观层面，陈海峰认为，短期国内企业业绩的确面临一定的下滑风险，原因主要在于，原材料、人工等成本的上升以及企业自今年二季度开始的去库存行为，可能导致部分上市公司在销售收入和毛利率两方面都承受压力，因此，第三季度或将成为企业微观面上最黑暗的时期。但是，并没有必要因为短期内的业绩下滑而过分悲观，随着海内外宏观面整体出现改善，企业的业绩也会再度回升。

消费周期均衡配置

随着宏观面、微观面走向的逐步明晰，陈海峰对未来一年A股的投资前景持乐观态度，认为早则8、9月间，晚则在第四季度，一轮全新的反转行情将会展开。这将是新一轮以年为周期的大行情，很多板块都会有所表现。”对于即将到来的反转行情，陈海峰信心十足。

那么，在现在的时点上，该如何进行配置呢？陈海峰认为，从大类资产上，消费股和周期股相对均衡配置，将会带来较显著的超额收益。到目前为止，周期类股票调整幅度非常大，整体估值已处于洼地，而消费类尽管从估值上看不算低，但增长较为平稳。GDP增速将在第四季度重新恢复至较快水平，对周期股的推动作用将是可期待的，而同时传统的消费旺季也在第四季度，业绩确定性较高。因此，在这个时点上采取均衡的配置是合理的。”

而对于回调幅度同样很大的中小盘股，陈海峰认为，相应的上市公司质量良莠不齐，可以预见未来的分化还将持续。那些真正具有成长性的优质公司将成为新一轮上涨中的明星。”另一方面，在宏观面好转的信号更明确时，金融、地产等大盘股也会重新抬头，将有不俗的表现。

在消费板块中，陈海峰较为看好食品饮料中的白酒、医药股由于医改等原因同样面临分化，应当着力挖掘其中潜力较大的个股，而传统的商贸、汽车、家电等行业未来也有机会。周期类中有色板块也被陈海峰所看好。他表示，除了经济自身的需求外，大宗商品的货币属性也将随着欧债危机的进一步深入得以体现，从而使得欧洲央行可能模仿美国量化宽松政策。

陈海峰认为，军工、水利等政府将重点投资的行业也不乏投资机会。市场这个时候处于震荡筑底过程，没有形成一个趋势性机会。但我们认为未来12个月随着趋势性明确，行业轮动将展现出来，市场空间会比较大。”

对于近期市场的波动，陈海峰表示：最近市场下跌并不奇怪，由于市场反映的是一个综合了所有参与者观点的平均水平，通常较为短视，容易受到短期内的扰动因素以及其他参与者的负面情绪影响，因此无法前瞻性地看到未来的趋势。”

融通基金研究策划部总监康晓云:

大机会在消费和新兴产业

证券时报记者 方丽

股市更多是反映经济的增量与变化，未来增量来自于消费的增长和新兴产业的成长，而变化则来自于传统行业的产业结构变迁和改变，这两个方面都有机会。”融通基金研究策划部总监康晓云认为，A股下半年市场好于上半年，未来的大机会蕴含在大消费和新兴产业中。

今年下半年好于上半年

A股市场在7月份迎来短暂反弹，上周又经历一波下跌，不少市场参与者开始对下半年行情忐忑。康晓云认为下半年整体环境要好于上半年，市场存有结构性机会。

对于下半年宏观经济形势，康晓云认为，宏观经济将在三季度企稳回升，因为7月、8月是企业压力最大的时候，而在9月、10月后有所好转。9月、10月宏观思路有可能发生微调；而保障房和水利建设投资逐步启动，拉动作用也将逐步显现，这些都给三季度带来亮点。”他还认为，目前在房价调控政策压制、而通货膨胀走高的背景下，压制房价能以时间换空间消化资产泡沫和压力，利于经济发展。

据此，康晓云认为，下半年市场应该存在结构性机会，但不排除8月份宏观经济数据低于预期，A股市场出现回调的可能。同时，上市公司盈利的风险也制约三季度行情，股市波动相对复杂。目前这样的平衡市要精选个股，寻找行业性机会的难度要高于挑个股。

通胀引发的流动性问题一直困扰市场。康晓云则表示，若无新增涨价因素出现，居民消费价格指数(CPI)在七八月见顶的可能性较高，但很快下来不现实，三季度CPI可能仍处于“高原地带”。不

过，他还认为，通胀水平在中国是一个同比概念，今年基数较高，明年CPI下降是大概率事件。

康晓云表示，只要通胀有回落趋势，没有新增涨价因素，经济增长就会成为决策层重要考虑的因素。不过，保增长不意味着放松宏观调控力度。他认为，一方面，今年下半年货币政策调整余地不大，使用提高存款准备金率的方式将会慎用，也不排除有加息的可能性。不过，再次加息对股市影响有限，而且加息的空间预计不大。另外一方面，下半年政策面仍将在投资上发力，只是投资的主体从地方换成了中央，中央财政可能通过补贴等转移支付的方式支持投资，尤其对中西部的支持力度会较大。

康晓云认为，目前工资、土地等成本要素价格都起来了，未来政策取向将是“适度通胀、适度增长”。2008年、2009年给市场注入太多流动性，而今年、明年都将是“回收”流动性的过程。”

看好大消费和新兴产业

真正能代表中国经济转型方向的，仍定格在大消费和新兴产业上，这也将成为资本市场两大长期投资主题。这正是康晓云最关注的两个方向。

康晓云表示，股市更多反映的是增量和变化，中国经济主体未来增量方向体现在消费增长和新兴产业成长，变化就来自于传统行业的产业结构变迁和改变，这两个方面都有机会。

新兴产业的魅力很大，在上半年中小市值股票泥沙俱下的背景下，仍有不少具有核心竞争力、业绩稳定的上市公司的股价已回到历史高位，甚至创出历史新高。在康晓云看来，在中小市值股票于

2009年、2010年集体出现大牛市行情后，2011年是开始分化的第一年，而明年这一分化还将继续。

真正能从中脱颖而出的有两类，一类是产业经济已有一定的规模，产品和技术已具备一定市场基础的新兴产业；另一类是政策面积积极推动、补贴到位的上市公司比较好。”康晓云更偏爱看得清楚、有业绩支撑的新兴产业上市公司，认为北斗产业链、新材料、智能交通等是不错的投资标的。

康晓云解读消费时更为乐观，认为在居民收入增加、经济结构朝着提升国家和社会竞争力方向转型的背景下，消费改善和增强是一个水到渠成的过程。

目前新的消费类上市公司不断涌现，消费板块的深度和广度都在不断增加，走向多元化道路。”康晓云表示，目前白酒行业占据消费品市值的六成，占比较高，而消费类上市公司的丰富是未来这个板块的重要方向，从中选择优秀标的是他目前的关注重点。

康晓云表示，居民收入、人口数量、市场广度和深度等都是支持消费长期增长的重要因素，而目前中国已具备这一切条件，中国高端和低端消费都有市场。数据显示，美国“衣食住行”等消费品上市公司市值占整个市场比例已经过半，相比之下，中国未来空间很大。而且，从香港上市的内地消费品公司的走势看，能稳定兑现增长的消费类上市公司的估值，一直在25倍至50倍之间。从这个角度看，目前A股消费板块估值相对合理，对于

“收益可预期，增长可合理”的优秀消费类上市公司，可以给予一定溢价。消费类上市公司，衣食住行都不错，明年大宗消费品可能表现更好，因为最困难的时候过去了。”

●下半年整体环境要好于上半年，市场存在结构性机会。真正能代表中国经济转型方向的，仍定格在大消费和新兴产业上，这也将成为资本市场两大长期投资主题。



银行地产最好的时代已过去

证券时报记者：您对银行、地产板块怎么看？

康晓云：我目前对银行、地产持中性态度。目前地产估值很低，如果市场稳定，可能会有估值修复的交易性机会，但没有趋势性机会。地产最好时代已经过去了，以前依靠高周转、高杠杆的经验模式结束。

而对银行股，目前担心的还是资产质量问题，对地方融资平台产生的问题如何分摊困扰着市场。在这个分摊方式没出来之前，银行股上涨受动力，而分摊方式决定了银行股受到的冲击力度。

而且市场流动性较差，银行、地产又都受到政策面压制，只是下跌空间有限，但暂时没有刺激上涨因素。

证券时报记者：如何看待保障房和水利相关股票，是一时的炒作还是长期机会？

康晓云：保障房和水利建设都是中央推动投资的方向。目前看，

水利建设的空间及持续时间要比保障房可靠。水利建设是对过去公用设施、农业欠账的补课，不仅对公益、国家安全有重要意义，也间接利于农业，更是中央、地方转移支付的重要手段，因此水利持续性更强。

保障房建设是阶段性任务，对经济的拉动也是阶段性的，水利更看长一些。不过，如果分配得当，实现多方共赢的话，保障房对中国影响深远，能为中国经济转型腾挪空间，将社会资产从房地产转向其他领域，促进科技进步和技术更新，而房价稳定，也有利于消费，这也是社会配套改革一部分。现在市场关注保障房建设情况，其实保障房的分配更重要，这决定保障房后续速度、规模、深度。在多方共赢的局面下，这一政策具备可持续性，否则可能将是阶段性的产物，对资本市场也是一两年的阶段性机会。

保障房和水利建设都有利于工程机械、水泥等行业，间接也有利于消费。

(方丽)