

庆祝博时基金成立第十三周年

2011上半年股票投资管理能力位居61家基金公司第3

(银河证券基金研究中心,截至2011年6月30日) 基金投资需谨慎



市场重心下移 精选个股防守反击

编者按: 8月5日, 上证指数跳空低开, 盘中一度跌破前期低点。欧洲央行有关欧洲主权债务危机的表态, 让投资者原本紧张的神经更加紧张, 而市场认为美国债务上限提高的代价是经济复苏减缓, 这一预期使国际原油期货价格大跌, 美国道琼斯工业指数也出现暴跌。

目前A股市场的整体估值具有比较优势, 但在外围经济环境不给力, 国内市场资金面比较紧张的情况下, A股能否独善其身? 在未来众多不确定性影响下, A股重心逐级下行或将成为可能? 证券时报记者采访了交银施罗德基金公司投资总监项廷锋、东吴基金公司投资总监王炯、北京远策投资公司投资总监李健, 他们就相关问题进行了精彩解读。



证券时报记者 杨波 张哲

对A持中性看法 短期难有趋势性行情

证券时报记者: 上周五, 受道琼斯指数暴跌影响, A股大跌57.62点, 跌幅2.15%, 盘中一度跌破前期低点, 在外围经济环境不给力, 国内资金面紧张的情况下, A股能否独善其身? A股重心会否逐级下移?

项廷锋: 随着中国经济日益全球化, 中国资本市场将越来越多地反映外部因素的变化, 美国经济复苏需假以时日、欧债问题长期化等, 将不时扰动A股市场。周五A股市场的下跌, 与前日道琼斯指数暴跌不无关系。不过, 真正主导A股市场走势的还是中国经济这个最大的基本面, 至少上半年中国经济增长还是比较强劲的, 而市场经过近两年的调整, 总体估值水平也基本与国际接轨 (虽然在结构性上部分板块可能存在高估), 因此, 笔者认为, 不能得出A股重心将逐级下移的结论。

对于未来的市场趋势, 我们持比较中性的看法, 既不悲观, 也不乐观。从影响股价走势的估值与盈利两方面来看, 估值方面, 资金偏紧态势还会延续, 但大概率不会进一步趋紧, 也即股市估值进一步下降空间有限; 盈利方面, 中国经济的走势实质上强于早期的预期, 比如, 6月份的工业增加值无论是同比还是环比增速甚至出现了加速, 用电量的数据也显示了这一点, 这意味着上市公司作为一个整体, 盈利下滑要好于预期 (市场按低于20%在预期, 实际仍在20%以上)。因此, 我们总体上认为下半年股市涨跌空间均比较有限。

王炯: 中国经济的希望所在是经济转型的成功。转型必须改变过去投入型的经济模式, 如果没有技术创新所带来的全要素生产率贡献, 投入型的经济将会步入减速运行轨迹, 这是客观规律。目前市场对经济转型的路径忧心忡忡, 短时间内难以产生明确趋势性行情。如果未来有现实的经济调控路径, 将会给投资者一个经济软着陆的良性预期, 相信市场就会有乐观向上的积极反应。

李健: 在目前的点位, 从3~6个月的周期看, 我乐观。有三个方面的原因: 一是经济硬着陆的概率很小, 二是通胀7、8月份可能见顶, 三是股价已经完全反映了几乎最悲观的预期。

交银施罗德基金公司投资总监项廷锋: 估值方面, 资金偏紧态势还会延续, 但大概率不会进一步趋紧, 股市估值进一步下降空间有限; 盈利方面, 中国经济的走势实质上强于早期的预期, 上市公司作为一个整体, 盈利下滑要远好于预期。因此, 未来股市涨跌空间均比较有限。

以国企为主, 且坐拥资本市场融资便利的上市公司, 资金面远没有总体表征那么紧张, 事实上, 相对偏紧的资金面, 反而为拥有更多金融资源的上市公司提供了良好的发展机遇。目前市场对上市公司的业绩下滑已有所预期, 公司盈利下滑的负面影响已基本消化。

经济前景尚待进一步观察

证券时报记者: 有知名分析师看空近两三年的中国, 您怎么看?

项廷锋: 目前国际国内经济形势比较复杂, 充满不确定性, 看淡近两三年的中国经济, 是将这些不确定性向不好的方向发展进行推论的结果。事实上, 既然是不确定性, 其向好、向坏的方面演绎的可能性均是存在的; 同时, 中、美两国都将在2012年换届或重选, 经济的不确定性叠加了政治的不确定性, 目前要预测经济不确定性一定向不好的方向演绎, 至少为时尚早。

李健: 不应该太悲观。从资金的角度讲, 整个社会的流动性充裕, 奢侈品、进口车、名表热销, 但银行企业股市都比较缺钱, 因为银行法定存款基准利率太低, 在通胀不断走高的情况下, 钱都流出去了。如果利率加上去, 或者通胀降下来, 大家的预期收益率下降, 钱就会回到银行体系。

中国经济的增长速度肯定会有放缓的一天, 中国经济改革30年, 近10年来保持了快速增长的势头, 按照经济规律, 应该有一个调整的过程。至于经济调整的时间与空间, 则取决于政府的智慧, 如果政府在转型期采取的政策灵活性大一些, 负面冲击就会小, 反之, 负面冲击可能会大一些。宏观经济相对看得比较长, 应该是3~5年的周期, 而股市的投资, 时间周期要短一些, 一般半年左右, 不需要看得太长。

不要对政策有太多期待

证券时报记者: 大家普遍预期

东吴基金公司投资总监王炯: 目前市场对经济转型的路径忧心忡忡, 短时间内难以产生明确趋势性行情。如果未来有现实的经济调控路径, 将会给投资者一个经济软着陆的良性预期, 相信市场就会有乐观向上的积极反应。

对于中国这样一个拥有百万亿规模资产的政府经济体来说, 消化地方平台债应该是没有问题的, 关键是通胀压力需要实质性的缓解。如果为了保增长, 放松货币政策, 引发的通胀和资产泡沫将无法收拾, 在目前的情况下, 抗通胀的重要性应该更大一些。

CPI在7月份有可能见顶, 您怎么看? 而汇丰公布的7月PMI创出新低, 在抗通胀与保增长之间, 政策会怎么抉择?

项廷锋: 我们倾向于CPI在7月见顶是大概率事件, 但CPI即使7月见顶, 也不意味着中国经济体中的通胀压力就消退了, 更多只是意味着日益严重的通胀势头被遏制住了。中国经济已步入适度通胀、适度增长的运行期, 防通胀存在长期化趋势。

关于抗增长与保增长的政策抉择, 涉及到一个认识问题, 即对通胀与增长的界定或认识, 即什么样的通胀与增长, 是不需要抗、不需要保的; 中长期而言, 通胀中枢将上移, 需要提高通胀容忍度, 而通胀容忍度提高后, 抗通胀政策出台的起点将随之提高; 经济潜在增长率会下行, 保增长的起点也将因此下移。否则我们会陷入天天抗通胀、日日保增长的怪圈。

王炯: 通胀要下来, 政府投资需减速。如果中国的投资减速, 政府融资平台会出现一些问题, 银行对这些行业和企业的贷款会随之出现问题。对于中国这样一个拥有百万亿规模资产的政府经济体来说, 消化地方平台债应该是没有问题的, 关键是通胀压力需要实质性的缓解。如果为了保增长, 放松货币政策, 引发的通胀和资产泡沫将无法收拾, 在目前的情况下, 抗通胀的重要性应该更大一些, 至于什么时候会回到保增长的路上, 政府

北京远策投资公司投资总监李健: 从3~6个月的周期看, 我乐观: 一是经济硬着陆的概率很小, 二是通胀7、8月份可能见顶, 三是股价已完全反映了几乎最悲观的预期。企业盈利会有一定下降, 但降幅不会太大, 而且股票已经很便宜, 企业盈利下降预期已经深刻甚至过度反映在股价中。

在目前的市况下, 银行、地产、汽车保持8~9倍市盈率, 消费品、新兴产业保持20~30倍市盈率, 应该比较合理。股价更多取决于公司盈利的增长, 不是沾上消费股就高成长, 消费股如果没有增长也会被抛弃, 地产企业如果今年收入100亿明年收入150亿后年收入200亿, 也会涨。

应该会相机抉择。

李健: 我们不应该对政策有太多的期待, 目前经济中存在的矛盾较多, 短期内通胀问题、房价问题都很棘手, 政策可能维持目前的力度, 不会再大幅收紧, 但也不会轻易放松。我年初到现在, 一直都是这个观点, 就是对政策的期望最好少一点, 这样可以少一点失望。

盈利下滑预期已深刻反映在股价中

证券时报记者: 在一系列紧缩政策之后, 企业资金成本已相当高, 上市公司的盈利下滑风险是否有待释放? 这是否会成为影响股市走向的负面因素?

项廷锋: 总体而言, 实体经济资金面是趋紧的, 受此影响, 企业的财务成本有所抬高, 盈利有所下滑。但在投资实践中, 我们发现基于实体经济资金很紧而得出“上市公司盈利就必然大幅下滑”的结论, 至少是存在偏差。首先, 实体经济资金面总体趋紧, 但存在明显的结构性差异; 其次, 以国企为主, 且坐拥资本市场融资便利的上市公司, 资金面远没有总体表征那么紧张。事实上, 相对偏紧的资金面, 反而为拥有更多金融资源的上市公司提供了良好的发展机遇。目前市场对上市公司的业绩下滑已有所预期, 市场对此也有所反应, 公司盈利下滑的负面影响已基本消化。

李健: 企业盈利会有一定下降, 但降幅不会太大, 而且现在股票已经很便宜了, 像银行股6、7倍市盈率, 盈利下降10%也就7、8倍。企业盈利下降预期已经深刻甚至过度反映在股价中, 不必太担心。

不确定中蕴含反击的机会

证券时报记者: 在目前震荡的市场上, 您倾向于采取什么策略? 下半年看好哪些行业或投资主题?

项廷锋: 我们现在的策略是防守反击。一方面, 美国经济的复苏态势、欧债问题、新兴市场国家的通胀等问题, 从目前看均存在较大的不确定性, 在策略上需要防守; 另一方面, 中国也象世界其它国家一样在积极寻求新的经济增长点, 摆脱困局, 其中蕴含着反击的机会; 同时, 在目前存在较大不确定性的诸多因素, 8月以后可能逐步明晰, 也可能提供一些反击的机会, 因此, 策略上还需反击。就具体的板块而言, 消费、医药等防御性的传统板块值得关注, 水利建设、保障房建设、非公36条、新兴产业、国防军工等主题, 也可适当挖掘。

李健: 我们的策略是, 精选个股, 找到能够超越行业增长速度的公司, 在行业方面, 我本人没有特别偏好。

中小盘股票未来将两极分化

证券时报记者: 经过大半年的下跌后, 近期中小盘股票的走势开始活跃, 中小股票是否已经调整到位? 如果小股票见底, 是否意味着市场机会即将来临?

项廷锋: 经过大半年的下跌, 确有相当部分小股票已具有投资价值。但作为一个板块, 很难说就已见底, 我们更倾向于这些股票未来会两极分化, 应该精选个股, 弱化板块, 寻找投资机会。

李健: 今年的市场主题应该是分化, 无论传统股票还是新兴产业的股票都会分化, 市场重新进入精选个股

的年代。总体上, 银行、地产、汽车会保持8~9倍市盈率, 消费品、新兴产业保持20~30倍市盈率, 两类股票的估值差距在这个位置既不会扩大也不会减少, 会长期保持。而股价更多取决于公司盈利的增长, 不是沾上消费股就高成长, 消费股如果没有增长也会被抛弃, 地产企业如果今年收入100亿明年收入150亿后年收入200亿, 也会涨。

消费股价格已部分反映高成长预期

证券时报记者: 大消费概念股的走势也开始转强, 您是否看好消费股? 看好其中哪些子行业?

项廷锋: 我们一直比较看好大消费概念股, 一方面符合中国经济转型的大趋势, 另一方面, 随着内需的实质启动, 大消费概念股的弹性也会提升。就子行业而言, 像医疗保健、消费升级与奢侈品、文化传媒、老年经济与儿童经济、城市服务业、现代物流业, 等就很值得深度挖掘。

王炯: 任何投资行为, 都有其历史阶段的重要特点。在现有的中国经济结构特点下, 消费股是成长股中的典型代表。世界上有两种产品, 一种是商品, 另一种是品牌。商品是其他企业可以仿制的产品, 因为别人同样可以把价格比竞争对手定得更低, 这也是过去多年劳动力成本优势带给中国低端制造业的全球竞争优势。但长远来看, 卖商品的优势都是暂时的优势, 很快就会失去, 进入卖品牌的阶段。中国巨大的消费市场和中国企业家的学习和创业精神, 让我对中国消费行业的成长充满信心。

李健: 长期来看, 消费股肯定是不错的, 但今年消费股的估值不会给得比去年那么高。6月初消费股跌得较多时, 我很看好, 不过, 到今天为止, 消费股的上涨已经反映了一部分高成长预期, 因此, 传统行业与消费股应该说都有机会, 没有谁优谁劣的问题。总体上, 周期性行业、消费、新兴产业都有机会。

保障房概念需作深度研究

证券时报记者: 保障房概念股是一时的炒作还是长期机会?

项廷锋: 保障房彰显的政策是管理层发展房地产行业的新思路, 因此, 就行业层面而言, 其揭示的机会是长期的, 不是一时炒作。但就保障房概念股而言, 很难这么说, 还是要回到企业的基本面与股票的估值上来, 作深度的比较研究。

王炯: 这是因政策引起的市场短期机会。总是想利用保障房建设等投资行为来平滑实体经济疲弱, 会使经济陷入一种不太良性循环的状态, 这样会使投资者的预期变得很矛盾很纠结, 对股票市场长期发展很不利。

银行中性 地产中性偏乐观

证券时报记者: 对银行、地产怎么看? 是否看好周期性低估值大盘蓝筹?

项廷锋: 我们对银行的看法比较中性。目前中国的银行业可以说是中国传统经济的缩影, 经济的好坏都会在银行业打上深深的烙印。就市场机会而言, 较低的估值和较确定的盈利增长是利多的一面, 但流动性的制约、盈利增速的下降、再融资的预期、或有坏账的拨备又对板块表现构成实质利空。可谓利多利空并存, 板块表现将因此取决于两者的博弈, 因此, 我们对银行板块总体的、静态的看法较为中性。

至于地产, 我们认为其未来仍具有良好的发展前景。目前感受到的问题, 主要是结构性的。限于商品房的高房价, 保障房的刚起步, 我们的看法是短期中性偏乐观, 中长期仍相对看好。

低估值的大盘蓝筹经过上半年近两个季度的估值修复, 作为一个整体其对投资者的吸引力已有所下降。至于未来的表现, 将主要取决于对中国的经济, 特别是投资可持续高增长的判断。

王炯: 地产银行代表了中国原有的经济主体特点。现在大家对中国经济长期转型的预期较悲观, 这种悲观预期如果不能消除, 股市将难以趋势上涨, 金融等大盘蓝筹公司的估值同样会持续被压制。

李健: 银行股在现在已经很便宜。当然, 银行股短期要涨很多也难, 但只要经济不崩溃, 银行股是值得长线投资的。地产也不错, 值得看好。