

农银汇理基金管理公司投资副总监、农银策略精选股票基金拟任基金经理张惟：

A股进入估值底部 精选策略穿越震荡市

●短期 A 股市场对外围环境反应过度，这是市场不理性的结果，中期来看股市仍将震荡向上。年内货币政策有望从中性转向微松，并延续积极的财政政策，这将有利于市场流动性。

●目前沪深 300 指数的整体市盈率为 13.29 倍，从历史来看，沪深 300 指数市盈率低于 15 倍时往往是较好的中长期买点。A 股第三季度还是筑底过程，第四季度开始到明年都可以期待较好的回报。

●下半年一旦 A 股出现攀升，最看好房地产股票。9、10 月份如果房屋销量上升，则相关房地产股票面临较好的投资机遇，看好房地产行业的龙头企业、资金流良好的大公司。

●随着四季度传统消费旺季的到来，名牌白酒、纺织服装等行业相关公司都将有所表现，消费股可作为长期的配置品种持续看好。中小盘股长期收益超越大盘股，但是未来小盘股分化将更大，可采用买入一揽子小盘股的策略。

证券时报记者 海秦

美债危机冲击波，使全球股市在上周遭受重创，中国 A 股也未能幸免。发达国家没完没了的坏消息，让身处东半球的 A 股投资者也不知所措。来势汹汹的海外金融风暴中，中国 A 股该何去何从？农银汇理基金管理公司投资副总监、农银策略精选股票基金拟任基金经理张惟日前接受证券时报记者采访时表示，尽管外围股市负面影响仍在，但中期来看，中国经济内生性增长依然强劲，中国股市目前进入了长期价值投资区间，中期来看股市将震荡向上。

中国经济仍平稳增长

最近美债危机导致全球股市暴跌，国际市场接连不断的坏消息，一度让不少投资者联想到 2008 年的金融危机。张惟认为，从短期数据上看，日本地震造成的汽车产业链中断已经恢复，原油价格下降背景下居民消费也会回升，美国三季度经济相比二季度会出现好转。最坏的情形下，目前美国核心通胀 1.6%，低于 2% 的目标，这样的背景下，美国至少还可以通过出台第三轮量化宽松政策 (QE3) 来进一步刺激经济，有了这个保障，半年内不用担心美国经济会

有二次探底的风险。

短期 A 股市场对外围环境反应较为过度，这是市场不理性的结果，中期来看股市仍将震荡向上。”张惟认为原因有两点：首先，外围经济增速放缓，将降低中国的通胀水平，利于控制居民消费价格指数 (CPI) 水平。

其次，外围市场负面消息也会使政府坚定调控的态度发生一定改变，在控通胀的同时，保增长的经济目标将进一步得以巩固。年内货币政策有望从中性过度为微松，并延续积极的财政政策，这将有利于市场流动性。整体而言，外围市场负面消息对于国内股市短期偏负面，但中期偏正面。

7 月份公布的 CPI 达 6.5% 创出新高，略高于市场预期，9、10 月份 CPI 预期可能仍在 5% 之上，通胀下降缓慢。张惟对此认为：投资本身可以接受高通胀的常态存在。也就是说，通胀不在于它的数字是 3% 还是 6%，而是是否保持稳定的趋势。如果一直保持上升趋势对投资是非常负面的；如果能够稳定持续一个水平，即使是维持在一个较高的水平，投资人因为有预期，所有的产业链价格都已经提前反映，因此也不会有影响。”他表示，7 月份是此轮通胀的阶

段性高峰，而经济也将在三季度末触底回升，不过市场仍需要等待随后的经济数据来验证这个判断。预计在 9 月份通胀缓降、经济缓升”的形势明朗之后，第四季度股市机会将会比较明显。A 股短期还有一段动荡期，但在基本面上并没有明显恶化的情况下，A 股还是处于底部区域。中国经济增速仍然是全世界最快的，尽管存在诸多问题需要调整结构让速度降下来，但从基本面上看尤其是上市公司，盈利水平在持续增长，没有理由对中国经济过度悲观。A 股第三季度还是筑底过程，第四季度开始到明年都可以期待有较好的回报。”

A股进入估值底部

有关数据显示，目前沪深 300 指数的整体市盈率为 13.29 倍。从历史数据来看，沪深 300 指数市盈率低于 15 倍时往往是较好的中长期买点。比如从 2005 年 2 月到 2007 年 10 月，累计涨幅高达 496%；再比如从 2008 年 9 月到 2009 年 7 月，累计涨幅为 99%。在张惟看来，目前 A 股市场也正是处于这样的位置，从估值水平看，向下空间非常有限，向上的空间却有一定的想象力。

从动态估值看，以沪深 300 成分股为代表的动态估值已经处于 2005 年以来历次底部的最低水平，与 2008 年的

最低点相当，这也给后市提供了较为有力的支撑。

现在 A 股整体估值已经相当便宜，接近 2003 年以来的低位。根据历史估值水平，这种估值水平下买入股票，通常两三年都有不错的回报。盘整的时间越长，未来积聚起来的力量越大，上涨就更有力度。”事实上，投资是对未来的预期，而预期的最直接反映就是看市场对企业的估值水平。市场极度乐观时，估值可能高达 70 倍、80 倍，而市场极度悲观时，又仅有 10 多倍。尽管估值一直在大幅度波动，但企业的盈利水平是稳定的，可以看见的。

Wind 数据显示，2011 年中期，共有 1068 家上市公司公布业绩预告，其中有 811 家上市公司预告净利润变动为正。张惟分析，现在沪深 300 平均估值仅有 10 多倍，有些银行股只有 1 倍市净率 (PB)，种种迹象表明，目前 A 股进入了长期估值底部。

精选策略穿越震荡市

作为农银策略精选基金的拟任经理，张惟介绍，农银策略精选基金的主要投资策略，就是采用多个相关性较低的定性和定量投资策略，在投资策略充分分散化的基础上，为投资者获取超额收益回报。

实际投资中，我们会有不同的选股策略，比如基本面选股、量化模型选股、事件驱动选股等，只要是能够提供长期超额收益的策略，都会进入我们的选择范围。因此这只基金不会在个别行业和板块上有较多的权重。在当前国际经济形势动荡，国内投资机会方向不明朗的大环境下，策略精选的投资模式能够更好地穿越市场波动，市场风格变化或者某些行业板块的突发事件不会对我们的基金造成太大的影响。”

尽管不会在行业上有所倾向，但张惟依然表示，下半年一旦 A 股有机会，最看好房地产股。9、10 月份观察房地产的销售数量和价格走势，如果销量上升，则相关房地产股票面临较好的投资机遇，能够带来较大的超额收益空间。



张惟，CFA、FRM、金融学硕士、管理学硕士，具有 9 年基金从业经历。现任农银汇理基金管理有限公司投资副总监；农银沪深 300 指数基金经理。历任法国里昂信贷银行资产管理公司金融工程师、东方汇理资产管理公司基金经理、雷曼兄弟基金管理公司基金经理。

看好房地产行业的龙头企业、资金流良好的大公司，小公司本身资金链状况则相对令人担心。”他补充，保障房建设对房地产上市公司的盈利也有贡献。

看好房地产，张惟认为，估值便宜是一个主因，另外有业绩支撑。但对同样估值便宜的银行股，张惟认为，银行股尽管估值很便宜，但是目前并非介入好时机。银行股作为基金的长期配置可以有一点，但是要获取超额收益就比较难，因此现在哪怕是做配置，也会比

指数的权重少很多。”

另外，随着第四季度传统消费旺季的到来，相关白酒、纺织服装等行业相关公司都将有所表现，而张惟表示，消费股可作为长期的配置品种持续看好。

对于中小盘股，张惟认为，从历史数据来看，中小盘股长期收益超越大盘股，但是未来小盘股分化将更大，重仓某一个个股风险较大，可采用买入一揽子小盘股的策略，只要大部分小盘股表现较好，仍会取得超额收益。

聚焦 FOCUS 行业基金

挂行业之名行主题之实 国内行业基金缺乏专注度

代宏坤 李颖

目前，国内以“行业”冠名的基金很多，但研究发现这些基金大部分实际行业配置较为分散，并非真正意义上的行业基金，难以满足投资者对行业配置的细化需求。

同时，我国行业基金普遍以全市场指数为基准，较少以相关行业指数为比较基准，不能很好反映该基金在特定行业的投资管理能力。现有市场需要更多的真正行业基金，覆盖更广泛的行业领域，在不同的经济时期各有亮点闪现，以实现投资者的配置需求和基金公司业绩的长期支持。

行业基金满足投资者行业配置细化需求

相比于分散投资的基金，行业基金将资产集中于特定行业。不同的行业在不同经济时期有不同的风险

和收益表现，行业基金可以满足投资者在不同经济时期对行业配置更加细化的需求。

典型的行业基金具有高风险高收益特性，某些行业表现更为显著。行业基金将资金分散投资于单个行业不同公司，分散了一定的企业个股风险，但由于投资对象集中在单一行业，风险相对全市场分散投资要高得多，具体体现为业绩波动很大。例如我国金融行业指数最高在 2006 年取得 207.53% 的增长，在 2008 年熊市跌幅最深，为 66.66%，随即 2009 年大幅增长 101.67%，接下来 2010 年大跌 27.26%。将其与沪深 300 比较，其表现明显放大了全市场的涨跌幅度。同样的情况，还可以在我国的自然资源、通讯等行业基金中得到体现。

各行业的变动与国民经济总体的周期变动有关系，但关系的密切程度又不一样，投资者可以利用这个规律

使用行业基金来增加投资组合的防御性或使组合更加激进。处于高增长长期的行业是投资者财富增值的较好手段，例如美国科技行业基金在 20 世纪 90 年代获得持续高涨的 10 年。

周期型行业的运行状态与经济周期紧密相关，行业收益变化幅度往往一定程度上夸大经济的变化，集中投资于此类行业的基金是增强组合激进性的良好工具，例如金融、能源、材料等行业。消费、医疗保健、公用事业等防守型行业的产品需求相对稳定，相应的行业收益在经济周期上升和下降阶段都很稳定，因而集中投资于该类行业的基金表现更为稳定，投资者可以予以配置加强组合的防御性。

国内行业基金不专注 实际配置较宽泛

我国以冠以“行业”之名的基金很多，2010 年以来即有十几只此类行业

基金面世发行。研究发现，这些冠以行业名称的基金，大部分是以“行业”之名，行“主题”之实，并非真正意义上的行业基金，其风险收益亦不能以对行业基金的预期来看待。这些“类行业基金”主要有以下典型表现。

第一类为投资于特定行业为行业概念“驱动、带动、受益”的多个行业板块，实际上投资的行业非常分散和广泛。例如银河消费驱动，契约规定基金将不低于 80% 的股票投资于受消费驱动的上市公司，具体涵盖了中证行业中的可选消费、主要消费、医疗卫生、金融地产、电信技术及信息技术。在包括金融地产、电信技术、信息技术等的情况下，该基金的消费行业特征可能不甚显著。

第二类为契约中对特定行业的定义较为宽泛，与投资者所期望配置的行业不一定相同。例如，长城消费增值在其招募说明书中定义的消费产品及消费服务相关行业，基本上涉及了证监会划分的 22 个行业中的 19 个，与投资者一般所认为的“消费”行业有所差异。

第三类为名为行业基金，在实际配置中偏离主业。例如一般认为是我国第一个行业基金的华宝兴业宝康消费品基金，其季度披露的数据显示，重仓行业配置中除了食品饮料等消费品外，历史上多次重仓机械设备、房地产、交通运输、采掘业等行业。再例如大摩基础行业基金，早期主要重仓交通运输、采掘业和电力煤气等行业，与标的行业契合度较高，但 2008 年资产遭受 66.42% 惨重损失之后，采掘业和机械设备的重仓程度有所下降，并增加了信息技术、医药生物等热点行业的配置。

这样的类行业基金实际配置较为宽泛，行业投资并不专注。投资者配置这样的类行业基金难以实现规避风险或加强组合激进性，或者是博取特定行业收益等目的。2011 年二季报显示，大部

分行业基金的行业配置不鲜明，只有少数新成立的行业基金行业配置比较专注。相当数量的消费类基金配置了机械设备、金属非金属、金融保险等周期性行业的前三大重仓行业。

国内大部分行业基金基准难以体现行业投资管理能力

我国行业基金普遍以全市场指数为基准，较少以行业指数为比较基准。以全市场指数作为比较基准，可以较明显地反映该基金相对全市场的收益表现，但是与行业指数比较能更好地反映该基金在特定行业投资的管理能力。某种程度上讲，以特定行业指标为比较基准的行业基金，更容易督促管理人形成较为鲜明行业投资风格。目前，在近 30 只行业冠名的基金中，不到一半的基金以行业相关指标为比较基准，其中还包括相当部分是被动投资方式的基金。在 10 多只已成立的主动管理型消费行业基金中，只有易方达消费行业基金和富国全球顶级消费品是以相关消费行业指数为比较基准，其他的均以沪深 300 指数等为比较基准。医疗保健行业、贵金属行业等新设立的行业基金，在基准上均明确以相关行业指数为比较基准。

行业基金数量和覆盖行业亟待丰富

考察全球金融市场上的行业基金，现代大型基金管理公司一般都力求短时间内发行多个行业基金，以使得不同时期均有热点行业可以表现，对公司的业绩和投资者需求有长期的支持作用。目前全球行业基金有 3000 多只，行业基金数量最多的 Fidelity 基金公司，旗下拥有 5 个一级行业基金外，还拥有 46 只以上 3 级行业标准设置的行业基金。全球行业基金按照行业的分布，保健生物、房地产、能源、金融、互联网通讯和高科技等均是重点。反观我国目前的

行业基金数量和覆盖的行业则很有限，并且投资领域也主要是集中在消费行业，其他行业只是刚刚设立了一两只基金。在这样的情况下，行业基金之间无法互相支持，自然无法长久满足投资者的需求。

投资行业基金要细辨 关注基金契约规定

不专注的行业基金分散投资于热点行业，短期内可能可以获得业绩的相对稳定，但是也失去了获取行业集中收益的机会，同时，也大幅降低供投资者运用以获取行业收益或增加投资组合行业特性的价值。

有配置行业基金需求的投资者，可关注在基金契约中对行业投资有较明确规定，以相关行业指数为基准，尤其是在基金季报披露中显示的实际投资与契约较为一致的行业基金。真正的行业基金在最近两年有所涌现，它们对行业投资有较明确的规定，投资目标明确、集中，例如汇添富医疗保健、易方达消费行业等。投资者在查看契约的同时，也要注意是否有说明该基金将相当比例的资产集中于目标行业，更要注意其所界定的行业是否与投资者需要配置的行业类别比较一致。

被动管理的行业指数基金也是值得投资者考虑的一大类型。相比较主动管理型的行业基金，被动管理的行业指数基金以所在行业指数为跟踪标的，以控制跟踪误差最小化为操作目标，是投资者运用行业基金比较理想的选择。近期市场上发行了招商上证消费 80 交易型开放式指数基金 (ETF)、国泰上证金融 ETF 联结和招商深圳 TMT50ETF 联结等被动管理型的行业基金，同时也出现广发标普全球农业等投资于全球的行业指数基金，逐渐丰富了投资者的配置选择。

(作者单位：上海证券)

国内行业基金配置情况一览

基金简称	第一大行业	占比 (%)	第二大行业	占比 (%)	第三大行业	占比 (%)
大摩资源优选混合	食品、饮料	17.27	石油、化学、塑胶、塑料	16.95	医药、生物制品	11.19
汇添富医药保健	医药、生物制品	84.59	机械、设备、仪表	4.74	批发和零售贸易	3.87
易方达医疗保健	医药、生物制品	83.52	批发和零售贸易	9.92	机械、设备、仪表	4.67
华宝兴业宝康消费品	食品、饮料	23.70	机械、设备、仪表	16.69	批发和零售贸易	10.26
长城消费增值	食品、饮料	42.33	批发和零售贸易	25.78	医药、生物制品	22.75
申万菱信消费增长	机械、设备、仪表	23.08	金属、非金属	22.80	石油、化学、塑胶、塑料	14.97
易方达消费行业	食品、饮料	39.60	批发和零售贸易	29.83	机械、设备、仪表	15.55
金元比联消费主题	食品、饮料	34.96	医药、生物制品	19.98	金融、保险业	16.55
大摩消费领航	食品、饮料	19.96	机械、设备、仪表	18.21	金融、保险业	10.70
汇丰晋信消费红利	机械、设备、仪表	18.99	食品、饮料	14.20	金融、保险业	14.18
嘉实服务增值行业	食品、饮料	15.55	机械、设备、仪表	12.70	金属、非金属	10.38
招商上证消费 80ETF	食品、饮料	25.38	医药、生物制品	24.86	机械、设备、仪表	15.59
鹏华消费优选	食品、饮料	25.40	批发和零售贸易	19.48	金属、非金属	16.94
工银瑞信消费服务	食品、饮料	25.52	金融、保险业	17.86	医药、生物制品	9.93
中海能源策略	采掘业	17.19	金属、非金属	14.20	机械、设备、仪表	12.79
景顺长城能源基建	金属、非金属	22.62	机械、设备、仪表	20.32	建筑业	15.48
中海环保新能源	食品、饮料	16.34	金属、非金属	15.19	机械、设备、仪表	13.69
万家公用事业指数	采掘业	61.95	交通运输、仓储业	16.59	电力、煤气及水的生产和供应业	6.37
大摩基础行业混合	机械、设备、仪表	29.17	医药、生物制品	11.89	建筑业	11.21

数据来源：Wind、上海证券 截止时间：2011年7月25日