



招商基金孙少锋：

恐慌性下跌 接近尾声

证券时报记者 方丽

在专户投资业务比拼中，招商系整体表现较好，专户投资经理孙少锋近年所管理的招商专户产品更是逆市获得正收益。孙少锋 2007 年加盟招商基金，先后从事交通运输、食品饮料、农业等行业研究。

证券时报记者：近期 A 股市场走势低迷，您如何看待？是基本面变化还是悲观情绪使然？市场是否已见底？

孙少锋：A 股的低迷走势兼有基本面和情绪面的原因。从基本面来说，全球经济，特别是欧美经济的确出现了很多负面因素，因此 A 股市场出现一定程度的下跌是可以从基本面角度进行解释的。然而从实际的 A 股股价表现看，其跌幅已经远远超过了美国股市的跌幅，这也就意味着 A 股的下跌已不能完全从基本面解释，过度恐慌的情绪起到了很大的作用。

市场已经逐步进入底部的区域。从 A 股市场以往的规律看，市场的上涨和下跌从来都是过头的，很少会很平稳筑底，这次也不例外。不过，就目前的时点来看，投资者无需过度恐慌，因为恐慌性下跌的惯性正在接近尾声。

证券时报记者：您认为目前影响市场的关键因素是什么？

孙少锋：决定市场的因素无非是基本面、政策面、资金面、估值面、情绪面等几大要素，这几大因素的排列组合构成了每年不同的市场特点。比如 2008 年，经济的基本面、资金面等主要因素均为负面，因此 2008 年也就成为了一个比较大的熊市；而在 2009 年尽管经济基本面无实质改变，但政策面和流动性的放松为市场带来了一个小牛市。按着这个逻辑推演，2011 年不容易成为 2008 年一样的大熊市，因为经济的基本面没有那么坏，但另一方面，流动性和政策面的收紧也决定了 2011 年没有大的行情。

证券时报记者：如何看待未来 CPI 走势？

孙少锋：如果从一个较长阶段来看，由于劳动力成本上升等诸多因素，未来几年居民消费价格指数（CPI）的均值相比过去很多年的 CPI 均值水平将有所提高；但就特定年份而言，CPI 的特定年份增速则会围绕提高后的均值上下波动。过去几个月连续超过 6% 的 CPI 是高于均值的，因为相对 6% 以上的水平来说，未来的 CPI 会逐步走低，但如果指望 CPI 回到以往年份的较低水平则难度较大。

证券时报记者：您如何看待上市公司的盈利水平下滑？

孙少锋：市场连续下跌，上市公司盈利下滑的预期已经部分体现在股价中。尽管很多公司的盈利预测并未被卖方分析师下调，但股价却已经跌了很多，这说明市场事实上对公司的盈利预测已经有了一定的预期。当然，对于部分行业来说，当盈利预测被卖方分析师正式下调时，股价可能会出现最后一跌。这种股价的最后一跌不妨碍对当前股市处于底部区域的总体判断。

证券时报记者：在目前的震荡市场中，您倾向于采取什么样的投资策略？

孙少锋：市场震荡的本质是宏观经济本身没有特别大的机会，因此那些与宏观经济关系度较大的行业不容易出现较大的投资机会。在这样的背景下，我将更看重能够产生阿尔法的股票，这些公司或者所处行业与宏观经济联系不大并有较高增长，或者公司自身通过多年经营具备了逆势扩张的能力，这样的股票会在震荡市中获得显著的超额收益。

证券时报记者：在大消费与低估值的蓝筹股之间，您认为哪一类更值得投资？中小股票是否调整到低位？

孙少锋：我不看好低估值的差公司，也不看好被捧上天的估值离谱的所谓好公司。因此，无论大消费还是蓝筹股我们都不会一概而论地买入或卖出，而是要甄别出公司本身的质地情况并采取相应的投资策略。

未来中小股票将分化。过去一段时间，大量的中小公司上市，这其中不乏管理能力较强或壁垒较高的优质公司，但由于中小公司上市的数量毕竟偏多，这就难免出现良莠不齐的情况。一些劣质公司的股价依然要进一步进行风险释放，另外一些优质公司的股价则已调整到位甚至被错杀，并具有了明显的投资机会。

鹏华基金研究部总经理冀洪涛：

A股大幅杀跌概率小 四季度或存反弹机会

证券时报记者 朱景锋

欧债危机肆虐，全球股市持续动荡，A 股也未能幸免，再度创出年内新低。欧债危机对国内经济和股市到底影响几何？弱市下基金经理如何投资？四季度股市是否有反弹契机？针对市场关心的问题，证券时报记者专访了鹏华基金研究部总经理冀洪涛。

A股核心问题仍是通胀

近期，欧洲债务危机愈演愈烈，引发全球股市大幅下挫，大有金融危机第二波袭来之势。冀洪涛认为，当前的欧债危机对国际金融市场秩序的影响是长期的，具体到对中国市场的影响，欧元的贬值可能会对出口数据有一定影响。目前国内产能过剩，内需无明显上升，如果出口下降会对国内实体经济产生一定影响。另外，从欧债危机的蝴蝶效应来看，国内资本市场对货币政策的偏紧预期或将持续。

上周随海外股市的大幅下挫，A 股震荡加剧。冀洪涛认为，短期内 A 股市场会受到外围市场悲观情绪的影响，但主要原因还在于市场自身的问题没有得到很好解决。

目前市场上一些机构认为最坏的情况就是经济硬着陆，在刚性的政策环境下，对一些周期性板块的未来表现持谨慎态度。我们并没有那么悲观，如果经济保持稳定增长，市场进一步大幅杀跌是小概率事件。”冀洪涛认为，A 股当前已经在相对底部区域，但短期内市场或仍将持续震荡。当前大部分股票的估值已经比较低，未来指数可能没有大的跌幅，但或会呈现严重的结构性分化，因为有一部分股票估值还比较高，未来仍可能面临一定调整。

冀洪涛表示，当前大家最担心的问题还是通胀预期，目前数据并没有反映出实体经济有问题，如固定资产投资、国内生产总值（GDP）增速、工业增加值等指标都没有明显的下降迹象，所以政府

或将仍维持原有的偏紧政策来管理通胀预期。未来如果那些能触动政府改变决策的经济指标出现下滑，将是市场出现变数的时候，即便会有一些震荡反弹的投资机会，但还不是新趋势的开始。

他认为，当前并没有支撑市场偏多的利好因素，而且供求关系仍处于不平衡状态。今年以来新股发行和再融资仍保持和去年类似的规模，在没有赚钱效应的情况下，股市新增资金呈现萎缩低迷。

弱市中多看少动

我们当前的策略是结构上考虑适当配置防御性板块，用时间换空间，等待市场拐点到来。”弱市之下冀洪涛并没有放弃，据他分析，目前周期类公司虽然已经很便宜，但存在一定变数，很难预测其盈利情况和未来估值中枢。而防御性板块中，以消费类和商业股为例，其在增长性因素是稳定和可预期的，而且当前并未获得更高的预期和估值，具备一定的安全边际。

我们以防御为主的投资策略是基于对市场及板块的大致判断，并不是为了平滑仓位而勉强凑数，仍要选择一些有优质资产支撑的公司。另一方面来看并不是纯粹的防守，也要考虑对未来增长的预期，在组合中布局未来可能会有业绩爆发的品种。”冀洪涛进一步解释说，经过市场的这波调整，一些优质公司的股价仍会恢复。投资上一方面要想到防御过冬，一方面也要伺机以动，等待进攻机会。

冀洪涛表示，在弱市中要多看少动，目前主要考虑大消费、食品饮料和家电行业。如果市场出现反弹，并非所有的板块都能参与，主要会考虑选择可选消费。对一些和政府投资中枢相关的板块仍保持谨慎；关注那些可能会走出独立行情的行业，如化工等。

四季度或有反弹机会

对基金经理来说，四季度是一

●在弱市中要多看少动，当前的策略是结构上考虑适当配置防御性板块，用时间换空间，等待市场拐点到来。

●四季度如果出现市场预期中的拐点，就存在反弹机会。在四季度行业和板块的选择上，还会考虑消费和可选消费。

●在大行业中寻找具有较大发展空间的小公司是当前寻找牛股的一个思路。

●虽然房地产进一步大幅下滑的概率较小，但仍在下滑趋势中。君子不立于危墙之下，对地产板块的投资还需保持谨慎。

年中的重要投资时点，一方面要为全年的业绩最后冲刺，另一方面又要为来年投资机会进行研判和布局。在股市全年大幅下跌之后，四季度市场会否有“吃饭行情”？

冀洪涛对此表示，四季度如果出现了市场预期中的拐点，就存在反弹机会。在四季度后半段，如果市场担忧的因素逐渐明晰，比如居民消费价格指数（CPI）能够下降到 5% 左右，会给市场带来一次阶段性的反弹机会。在流动性上，10 月中旬银行要上缴存款准备金，也是经济数据公布的时间点，除非有大的外力刺激因素，才会有行情逆转的可能。如果市场持续下跌，估值在充分调整后也会呈现出投资机会，我们仍要积极准备。”

在四季度行业和板块的选择上，我们还会考虑消费和可选消费。对煤炭等一些周期性板块保持适度谨慎，有可能会作为备选品种。此外，那些有外延扩张预期的公司，未来可能也会存在一定的投资机会。”他表示。

信达澳银精华灵活配置基金经理李坤元：

自下而上精选个股 反向投资制胜

证券时报记者 朱景锋

三季度以来 A 股大幅杀跌，累计跌幅达 11.91%，上周五上证指数更是下探至 2400 点的年内新低，受股市大幅下挫影响，偏股型基金三季度以来出现较大损失，但在众多偏股基金中，信达澳银基金公司旗下信达精华灵活配置基金表现出极强的抗跌性。

实际上，信达澳银精华配置不仅仅短期业绩突出，而且历经多轮牛熊市场考验，长期业绩骄人，据晨星资讯统计，截至今年 7 月底，信达澳银精华配置过去 3 年累计总回报在 72 只参与排名的激进配置型基金中排名第三。

作为一只由女性基金经理掌管的基金，信达澳银精华配置如何做到了复杂市场环境中成功投资？A 股何时出现转机？四季度应该如何投资？证券时报记者采访了信达澳银精华灵活配置基金经理李坤元。

重仓消费 成功规避周期股暴跌

分析三季度以来抗跌的原因，李坤元认为主要在于及时清仓了强周期板块，规避了这类个股在三季度以来大幅杀跌的风险，同时重仓的白酒等消费股和部分成长股表现优异，从而获取了较为显著的超额收益。

悦到我们这两个月做得比较好的策略，持股结构调整是主要的。从 6 月底反弹开始，我们就大幅度减持周期性行业。”李坤元说。按照她当时的想法，部分周期性行业的净资产收益率（ROE）过高，从周期的规律看，她认为这类行业



在 ROE 高位的持续时间不会很长。很多周期类行业已经两三个季度 ROE 都处于很高的水平，即使估值很低，但我们判断是在景气高点，这种高盈利在未来不可持续。这个时候就应该是卖出这类周期品的时候了。”她说。

在大幅减持周期股的同时，稳定增长类个股成为李坤元的目标。

经过上半年的暴跌之后，很多消费类和成长股的估值达到了一个较为合理的水平，我们当时增加了很多消费品的配置，包括一些成长股，从后来的市场运行看，也比较符合当时的思路，所以我们规避了很多周期类行业的下跌。”

●盈利下调可能是三季报以后面临的主要风险，基金能做的是规避可能再大幅低于预期的行业，找到那些基本上符合预期，或者超预期的行业。

坚守反向投资 买股要看性价比

对于自己的投资风格，李坤元表示主要以精选个股为主，重要的是对个股质地的把握、性价比的考量以及盈利趋势的判断。

我会从行业的角度考虑问题，虽然在过去担任研究员期间跟踪过多个行业，但是我个人对每个行业并没有显著的偏好。因为我觉得做投资不能够带有感情色彩，去喜欢一个行业或者厌恶一个行业。从过去 10 年的经验看，每个行业在这 10 年中都有机会，只是每一年各个行业的表现有好有坏，每个行业在不同年份的表现



大行业中寻找小公司

证券时报记者：创业板今年跌幅较大，对创业板怎么看？

冀洪涛：我们对大多数创业板和中小板的公司仍保持较为谨慎的态度。大多数这类公司上市时间较短，还要经历两轮市场博弈的洗礼。第一轮是财务投资者和资本市场的博弈，第二轮是产业资本和市场的博弈。短期的财务投资者会选择减持来落袋为安，实业家也经历着从公司管理到产业资本，再到财务投资的过度转换，公司的并购和重组会给资本市场带来较大的影响。面临产业结构转型可能会给公司带来的发展瓶颈，财富多元化和资产分散化让实业家面临更多选择，这样的市场环境中，二级市场投资者会比较被动。

证券时报记者：房地产板块上周大幅杀跌，您怎么看该板块的投资？

冀洪涛：从今年以来的表现看，

和其他板块相比，房地产还是具备相对超额收益的，但难有趋势性机会。限购令的影响大小也要看各地方的执行力度，一些行业龙头公司的销售数据还不错。目前市场对保障房建设的实际数据并不乐观，虽然房地产进一步大幅下滑的概率较小，但仍在下滑趋势中。君子不立于危墙之下，对地产板块的投资还需保持谨慎。

证券时报记者：弱市中如何寻找未来牛股？

冀洪涛：大行业中的小公司是当前寻找牛股的一个思路，就是在大行业中寻找具有较大发展空间的小公司。在经济模式转型的环境中，那些受影响较小的公司也值得关注，如新能源新材料等虽有一定风险，但有较大增量空间。此外，还有一些具备新型商业模式的公司也值得特别关注。（朱景锋）

不同。俗话说风水轮流转，再差的行业也有反转的机会，而再好的行业也可能过度透支未来。因此，我认为，每个行业都有机会，只是所处的时机不同。投资还是要看股票价格的合理性和市场的预期，我们最希望挖掘到大家现在没有认识到但今后会被市场认可的一些优质公司。”李坤元说。

具体到个股选择，李坤元主要是要看业绩增长的情况，即上市公司业绩增长的确定性和趋势。另外一方面，还要看公司是否有比较好的、清晰的成长模式。

追求成长是每一个投资人的梦想，很多人愿意为成长股支付高昂的成本。但在李坤元眼里，投资成长股还是要看估值的情况，伟大和优秀的公司并不容易找到，我更愿意为这类公司付出高成本，而对于短期或者阶段性市场热捧的品种我们会保持一份谨慎和清醒。”

李坤元说：我们更喜欢买那些市场现在预期不太好，以后预期会变好的公司，希望找到市场从不认可到认可的公司，这样收益可能就非常高，就像我们今年在寻找消费和成长股一样，短期市场的波动可能是非理性的，这正好给我们提供了买入优质股票的机会。”

政策不会很快放松 寻找业绩超预期个股

债券研究出身的李坤元对经济形势和政策变化保持着强烈的敏感性。在她看来，在通胀没有明显下降之前，政策不会很快放松，股市也不会有太好的表现。

这个月通胀也不会很低，9 月份是传统的通胀比较高的月份，所以短期也不会看到政策的放松，今年大

家预期的几次政策放松基本上都落空了。”李坤元认为，除非经济出现比较明显的下滑，否则不会出现显著的放松。小幅度的微调虽然有可能，但根本上改变不了市场调整的大趋势。

三季度股市以大跌告终，使得全年跌幅加大，对于即将到来的四季度，A 股走势又将如何？李坤元认为，当前 2400 点的位置相对比较安全，很多大行业向下的空间不是特别大，现在银行只有 7 倍的市盈率，市净率今年只有 1.2 倍，明年只有 1 倍，基本处于历史的最低位。从盈利看，部分大行业业绩下调的空间也不大，这决定了大盘下行空间较为有限。

但在四季度，李坤元认为最大的变数还是政策因素。欧债危机有可能在四季度逐渐明朗，国内最大的关注点还是看通胀。从现在来看，四季度通胀的压力会有所减轻，所以四季度整个政策环境会好一些。

在目前的市场环境下，李坤元表示：盈利下调可能是三季报以后面临的主要风险，基金能做的是规避可能再大幅低于预期的行业，找到那些基本上符合预期，或者超预期的行业。看明年一季度，通胀会下来，政策环境也会好，信贷规模也会有增长，海外预计也会趋于稳定，不确定性会有所消除，因此看来未来三到六个月，很多股票会给我们提供一个绝对的正收益。”

对于四季度具体的操作策略，李坤元表示一方面要找估值不是很高、业绩超预期或者业绩比较稳定的消费品，以及被市场错杀的一些真正的成长股。另外一方面会考虑择机买入低估值的行业，这里面有些行业可能是过度反映了悲观的预期，业绩和估值能提供较高的安全边际。