

把握规律 从容投资

鹏华基金研究部高级研究员 刘苏

2009年,我曾随一位资深基金经理去调研一家上市公司。由于有融资的需求,公司管理层对未来1-2年的经营展望非常乐观,这种乐观情绪也感染了我。基金经理告诉我应该谨慎一些:“在2006-2007年的高峰期,这家公司的经营业绩都未达到管理层目前预期的状况。”事实证明,基金经理看对了,研究企业或行业的历史对于投资判断有相当的重要性。

最近两年,A股市场结构分化严重,以新兴产业和消费品为主导的成长股成为市场追逐的重点,而以银行、地产、钢铁为首的部分传统行业估值水平一路下行,绝大部分时间都跑输其它行业。回顾历史,可以发现,在宏观调控相对严格或者经济增速放缓的阶段,成长股表现会更加出色,比如1997-1998年,当时表现相对较好的是计算机、传媒,表现较差的是石油石化、钢铁、建材等等。再如2004-2005年,那时表现最好的股票也是茅台、张裕、云南白药、苏宁电器等成长股。为什么会这样?也许在宏观紧缩与经济增速放缓背景下,绝大多数企业的盈利增速和估值水平都下滑,成长股变得更为稀缺,市场愿意给予一定的估值溢价。在经济上升阶段,绝大多数行业与企业的盈利水平都在改善,成长成为普遍现象,不再稀缺,在阶段性企业盈利增速差不多的情况下,大家更多会比较哪个公司估值更便宜,低估值的价值股就相对受益。

成长股的寻找并不容易,近两年新上市的公司非常多,很多公司具备成长股的概念,但从后续发展的情况看,并未达到资本市场的预期。

谁是真正成长性好的股票?我们可以简单回顾机械制造业过去几年的历史,Wind数据显示,截至2011年9月28日,以5年的时间跨度看,表现最好的如三一重工、精工科技、中联重科、科达机电和徐工机械,其中三一重工涨幅超过1300%,徐工机械涨幅超过756%,远远跑赢大盘。仔细分析一下这些股票的背景:三一重工、中联重科和徐工机械,均为行业龙头公司,过去5年,国内整体固定资产投资持续保持在高位,与工程机械密切相关的公路、铁路、水利、房地产以及公用设施领域投资平均年增速达到26%,带来了工程机械需求空间的快速增长。而同时,国内整体机械化率的提升,也是拉动行业需求的重要力量,全国商品混凝土普及率从2005年的5%左右,目前已经达到20%-30%的水平。另外,这些企业本身也非常优秀,在产品创新和制造工艺方面具备国际领先的竞争力,并不断提升自身的市场份额。

从过去几年表现较好的几家机械制造公司来看,普遍具有这样的特点:产品市场前景广阔且具有一定的门槛,上市公司具备核心竞争力,能够把握住行业需求爆发带来的业务机会,实现真正的成长。

在震荡剧烈的市场中,仔细研究行业和公司的历史,发现一些规律,对我们寻找投资机会是非常有益的。

经济发展进三退二

侯清濯

春节前,高铁板块一度是A股市场最活跃的板块,无论机构投资者还是个人投资者,都对高铁产业发展寄予厚望——中国高端制造业崛起的标志、中国制造业升级并占领全球的开端……诸如此类的称号都被扣在了这个新兴产业头上,相关股票的股价也创出了历史的高点。那时,如果有人公开提出对高铁的迷惑,只会招来听众同情的微笑。时隔不久,事故发生,在沉痛的心情中,从媒体到资本市场的投资者都抛弃了高铁,甚至开始怀疑和抛弃整个中国制造业。从二季度开始,几乎整个制造业板块都遭受到强烈的抛售。

大多数人都或多或少学过一些自然辩证法,对于螺旋式上升、波动式前进的事物发展规律,在大多数领域都能达成共识。资本市场是少数让辩证法难以受到普遍认同的领域,尤其是涉及到自己的重仓品种,自己看好的板块,更是希望价格是直线上升,只涨不跌的(在股指期货和融资融券推出后,空头们希望只跌不涨)。无论是多头对上涨的期望,还是空头对下跌的期望都只是投资者内心的愿望,与事物发展的客观规律相差甚远。

我相信,无论是高铁,还是中国制造业,在当前经历的波折只能算是一种挫折,不会影响未来的发展趋势。A股市场在经济转型的大背景下,调整和波动在所难免。中华民族是一个勤劳的民族,也是一个有危机感的民族,虽然中国经济在下一阶段仍可能经历波动和调整,但进三退二是事物发展的客观,无需为此担忧。

(作者系易方达平稳增长基金经理)

系统性机会还看政策脸色

单磊

当前影响市场最重要的因素在于通胀判断与政策方向。9月份CPI数据可能有所反复,将导致货币政策放松预期落空,有可能再次打击市场热情。10月份,通胀可能开启显著下行之路,政策层面也有结构性放松可能,系统性机会有望从11月份开启。

11月份有望成为政策调整的重要窗口,届时欧债问题的解决方案进一步明朗化、国内通胀与经济增速的双下行趋势确立,国内货币政策存在转向的必要和可能性。

如果后续货币政策转向,则股市的反弹机会大于长债;如果货币政策不放松也不收紧,则中国经济必将经历通胀与增长的显著双降,长债将迎来大牛。

不过,欧债问题不容乐观,希腊风波未平,10月份将迎来更大经济危机意大利、西班牙的偿债高峰。希腊国民要求退出欧盟的呼声日高,与此同时,主要施救国德国的政治形势和财政状况在显著恶化,10月份可能是欧债问题最困难的时期。

相伴随圣诞订单效应过去,中国贸易下行将逐步呈现。国内楼市

即步入拐点,与出口、房地产相关的投资面临严峻的下滑趋势,后续经济增长面临重大挑战。

另一方面,A股的估值水平已经与国外成熟经济体接近,继续系统性大幅下跌的可能性不大,但结构性下跌的可能性很大。在板块方面,周期类板块调整相对充分,未来下跌空间不大,需要警惕消费类和部分有可能

未达预期的成长类板块的补跌。投资者10月可采取防守策略,控制仓位,11月份,在政策转向预期作用下,可以加大进攻性周期类板块的配置。

伴随通胀下行、货币政策松动以及利率见顶的确认,长债有望迎来较好的投资机会。如果后续货币政策转向,则股市的反弹机会大于长债;如果货币政策不放松(但也决不会再收紧),则中国经济必将经历通胀与增长的显著双降,长债将迎来大牛,长债收益将显著高于权益资产。大类资产的排序将是长债、现金、股票,长债将成为最优配置方向。需要

特别注意的是,长债配置应以安全性较高的国债、金融债为主,尽可能规避信用债和投资等级较差的企业债。

从债券的历史表现看,每次通胀拐点带来的阶段性涨跌都比较急促,对系统性机会和风险的把握应提前预判。(作者系华安基金策略分析师)



A股市场估值已具相当吸引力

证券时报记者 杜志鑫

下半年以来,欧洲债务危机有愈演愈烈之势,国内方面,CPI虽已出现下降的迹象,但紧缩政策短期内放松的可能性不大,资金面仍然比较紧张,A股市场仍在不断走低,应该如何看待当前海外市场和国内的宏观经济?如何看待当前的A股市场?未来的投资机会在哪里?证券时报记者采访了大摩深证300指数增强基金经理任基金赵立松和上投摩根投资组合经理王成,就这些问题进行了探讨。

信心不足导致市场低迷

证券时报记者:近期,受国际国内经济负面因素的影响,A股市场走势低迷,是情绪的因素,还是基本面已经变坏?

赵立松:股市基本上是对经济的反映,从这个意义上讲,A股市场的低迷走势,反映了大家对国际国内经济走弱的预期。从国际市场来看,2008年的金融危机是二战后历次危机中程度最深,复苏时间最长的危机。

在全球扩张性政策刺激下,欧美经济持续复苏至今近三年,从历史经验看,往往在危机后的第三、四年,由于刺激政策效力减弱,经济增长会再次面临压力。目前国际经济已经显现出下行趋势,国际货币基金组织(IMF)9月20日下调全球增长预测:2011年全球经济增长预期从4.3%降至4.0%,2012年全球经济增长预期从4.5%降至4.0%。欧美的决策者已无力积极应对主权债务问题和经济增长调整,经济恶化将给包括中国在内的出口敏感地区带来负面影响。

从国内情况看,今年二季度后,经济逐渐显现出比较明显的滞胀特征,企业开始去库存化,工业增加值出现下滑,通胀不断攀升,货币政策持续紧缩的影响正在逐步体现,随着输入型通胀压力的缓解,如果国内需求进一步收缩,经济有可能同时步入收缩的局面。不过,经济回落的幅度有限,总体上仍可保持较高的增速,市场的疲



春雨/摄

弱,主要原因在于投资者对未来的信心不足。

王成:近期股市节节下挫,一方面是受国际经济国内经济增速趋缓的负面影响,但也有情绪的因素,大众的低迷情绪可能放大了各种因素的负面影响。

将缓慢筑底

证券时报记者:市场是否已见底?未来会否平稳筑底,还是可能出现一个恐慌性下跌的过程?

王成:本轮底部的形成可能将经历一个缓慢的过程,需要等待更多证据显示中国的通胀开始逐步回落、美国经济仍在复苏、而欧洲各国经济增长预期从2011年4.3%降至4.0%,2012年全球经济增长预期从4.5%降至4.0%。欧美的决策者已无力积极应对主权债务问题和经济增长调整,经济恶化将给包括中国在内的出口敏感地区带来负面影响。

赵立松:从宏观指标和经济运行周期看,后期可能进入去库存的尾声,这往往是经济与企业盈利下滑比较猛烈的阶段,如果出现这样的情况,市场可能还会出现一个恐慌性下跌的过程。就市场的表现来看,大家对经济下滑有比较明确的预期,市场估值水平的不断下降,就体现了这一预期,若经济的下滑幅度没有超出大家的预期范围,则市场可能出现见底回升。

政策短期放松的概率不大

证券时报记者:CPI会否逐步

走低?预期宏观政策会否放松?

赵立松:按照传统的经济周期理论,一个经济周期的后期可能由滞胀期转入衰退期,中国经济转入低增长、通胀下滑的概率较大。当前经济增速的回落是政府主动调控的结果,若后期增速下降过快,紧缩的政策可能会适当放松。

王成:从资金面来看,未来银行仍有存款准备金陆续上缴的压力,尽管相较于以前可能有所缓解,但短期间内,资金偏紧的状态还将持续;政策层面来看,目前CPI同比涨幅的顶点基本可以确认已经出现,但是CPI同比很可能仍维持高位缓慢震荡下行的走势,房价调控的效果也不明显,今年以来我国固定资产投资增速依然维持高速增长,所以短期内,政策放松的概率不大。

系统性风险已不大

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,上市公司盈利下滑的负面预期是否已在股价中体现?

王成:从整体看,A股估值处于历史底部区域,目前大盘估值水平与2005年的998点和2008年1664点相当甚至更低,并且,从各行业的盈利预测汇总结果来看,企业盈利增速在未来稳中下降,迄今还看不到大幅度系统性下降的风险。因此,从中长期看,市场处于历史底部区域,估值

大摩深证300指数担任基金经理赵立松:我们对中期行情有所期待,但短期内倾向于维持中低仓位,待市场跌至估值底附近时逢低提升仓位,并逐步增强组合弹性。

上投摩根投资组合经理王成:从中长期看,市场处于历史底部区域,估值已具相当吸引力。短期看,我们建议投资者以控制仓位为主,重点关注具有防御功能的板块。

已具相当吸引力。

赵立松:在房地产调控、货币紧缩以及上游原材料价格高企的环境下,上市公司的盈利能力受到削弱。从中报数据来看,企业盈利低于全年的预期,随着经济回落,企业盈利增长可能进一步下滑。目前,企业估值水平不断下降,已经在相当程度上反映了对上市公司企业盈利下滑的预期。

期待中期行情

证券时报记者:在目前市场环境中,您倾向于采取什么样的投资策略?

赵立松:随着市场逼近估值底,我们对市场中期行情有所期待,但短期内仍谨慎,并作好准备,接受政策超调、经济收缩带来的市场挑战。因此,短期内倾向于维持中低仓位,待市场跌至估值底附近时逢低提升仓位,并逐步增强组合弹性。行业配置上,我们会考虑回避价格敏感性行业;从选股策略上,注重估值的安全性,比如关注低PE(市盈率)以及低PB(市净率)个股,考虑到未来的政策和市场预期变化,关注中长期规划明确,但上半年投资受控的基础设施行业。

王成:短期看,我们建议投资者以控制仓位为主,重点关注具有防御功能的板块。配置上可以考虑低估值的银行地产,与增长预期相对比较稳定、估值合理的消费和部分新兴行业的成长性公司。

基金经理:经济在底部徘徊的时间尚难确认

单开佳

近期A股市场继续震荡下行,多数基金经理认为经济增长向下的趋势可能将延续至四季度,预计年内政策放松和收紧概率都较小,基金经理对于短期市场走势的悲观预期较前期渐浓。多数基金经理认为市场仍然处于底部区域的左侧,经济底部徘徊的时间似乎还不能完全确认,市场底部形成的具体点位存在较大的不确定性。

南方基金 现在正处于从经济回落向通胀回落传导的时滞期,整体看,市场仍处于底部区域的左侧,短期内将继续向下寻求支撑,四季度将延续震荡探底、伺机反弹的走势。投资策略方面,建议通过精选个股和行业来应对股市的震荡,可

逢高增持超跌二线蓝筹股。随着通胀见顶、政策担忧减缓,可逐步加仓低估值的金融、地产等板块。

景顺长城基金 短期内A股市场将维持震荡格局,可能存在技术性反弹,但反转仍需政策支持,把握低估值板块、等待估值修复是现阶段的主要投资策略。

申万菱信基金 当前估值水平可以确认市场处于估值底部区间,目前较为担心的是,经济在底部徘徊的时间还不能完全确认,这将导致市场底部形成的具体点位存在较大不确定性,投资上要多看少动,尽量观察,精选个股寻找投资标的,等待机会。

华泰柏瑞基金 经过一年多的持续紧缩,货币信贷已经回归常态,但是调控效果很不理想,如果

政策在目前条件下放松,通胀可能在高位继续上升,将危及整个社会和经济平稳发展。从股票市场供求关系看,面临的是无限供给和相对有限的需求,供给相对于需求快速膨胀使估值中枢系统性向下,A股今天所面临的困境比过去任何时候都要大得多。

海富通基金 在通胀未有明显回落前,只要经济不出现硬着陆,货币政策将难以放松。本轮经济不会出现雪崩式下跌,却无法排除缓慢的渐进式走低。预计四季度前CPI同比或仍将高位震荡,之后可能会下一个台阶,但明年年中前仍将维持在4%以上高位。考虑到目前极度悲观的市场表现已经包含了对未来大部分负面因素的预期,预计四季度A股或可能出现一定程度的反弹。

东吴基金 四季度投资策略应控

制仓位,以应对国内通胀超预期和欧债危机可能带来的下跌风险,待情况相对明朗之后,参与可能出现的阶段性反弹。由于全球经济并未走上真正改善的良性通道,对于阶段性反弹的高度和力度不宜过分乐观。

富国基金 从资金面来看,随着M1和M2进入底部区域,在可见的未来,会有增量资金进入,甚至可能包括房地产市场和贵金属市场涌来的资金。当前A股市场的估值相当于2008年的最低点,潜在的收益与风险比正在改善;如果宏观经济保持平稳,股市估值水平触底回升概率大,此时进场会是一个不错的时点。现在我们看到A股一片惨绿,但往往是在股市即将见底、恐慌性释放的时候才会出现的局面。

(海通证券基金研究中心)

金鹰基金:市场将维持弱势震荡

证券时报记者 杨磊

国庆前,A股市场受欧洲债务危机解决进程等各种消息的影响,市场波动显著增加,长假过后股市能否止跌反弹?金鹰基金认为,中国水电的发行及中国交通公布回归,对市场的资金面和投资者情绪产生了较大的负面冲击,加上投资者担忧长假消息面的不确定性,市场情绪较为不稳定,指数伴随低成交不断创出新低。

金鹰基金指出,如果没有热点板块领涨、无赚钱效应刺激、政策面无明显转向信号,A股市场可能维持弱势震荡,但考虑A股市场现已跌至上证指数998点、1664点的历史估值底部区域,市场投资机会已经逐渐显现,一旦市场下跌至上证指数2300点一线,可以考虑逐步介入。

