



2012投资:让故事走开 向价值靠拢

股市仍将继续结构性行情,低估值确定成长品种将上涨,高估的伪成长股以及题材股、概念股则存在巨大的下跌空间

临近年末,A股市场一片凄风苦雨,深沪两市股指跌了又跌,不断创出新低。

近期以重庆啤酒、大元股份、ST昌九等为代表的一部分题材股、概念股连续跌停,对市场产生了巨大的杀伤力,使今年A股的冬天显得格外寒冷。

2012年,低迷的股市是否会否极泰来? 证券时报记者采访了今年业绩优异的四位投资人,请他们就相关问题进行深入的剖析。

证券时报记者 孙晓霞 杜志鑫 黄兆隆
见习记者 吴昊

【关键词一:政策基调】

“稳中求进”的“稳”是指保证经济稳定增长,“进”是指在经济结构转型方面寻求新突破。

证券时报记者:近期中央经济工作会议召开,透露了哪些非常重要的信息?对明年经济发展有何定调?对股市走势有何影响?

芮崑:今年中央经济会议议定的基调是稳中求进,我理解,“稳”是指保证经济稳定增长,“进”是指在经济结构转型方面寻求新突破。

虽然短期经济压力会大一些,但要想最终实现经济转型和新发展,必须要经历这个痛苦的过程,如果再推出类似2008年四万亿的刺激政策,虽然短期对经济比较好,但是会有很大的后遗症。经济转好是一个漫长而复杂的过程,此次会议定调着眼于长远,我认为对国内经济发展是积极的。

陈光明:明年经济发展将以平稳为主。目前市场已经逐渐消化这次会议透露出来的信息,明年上半年可能还会差一点,但下半年会好很多,总体表现是平稳为主,略有回升。

证券时报记者:今年四季度货币政策出现了微调,明年政策会否进一步放松?如果流动性放松,股市是否一定上涨?

魏凤春:今年的中央经济工作会议基调是稳增长,而非保增长,低于市场预期,当然,政府仍然关注通胀形势,目前的思路是加强农业建设,并严控房地产。政府可能并没有认为现在到了要改变政策基调的地步,正在静观其变。

流动性方面,随着后续定向宽松政策推进,存准率以及存贷比监管的相应调整,加之春节后存款回流等季节性因素,新增信贷额度有望扩大,银行间资金面可保持宽裕,国内资金流动性的状况整体趋稳回暖。但我们认为,目前市场悲观情绪依旧弥漫,市场自身的力量积聚尚待时日。

陈光明:明年货币政策进一步放松的可能性在增长,政府保增长必要性会增强,但大幅放松的可能性不大。流动性放松,股市不是肯定就上涨的,决定股市涨跌的因素很多,但流动性放松有利于股市的上涨。

于鑫:政策方面,2012年,择机放松将是主基调,政策的着眼点将从“控通胀”转向“稳增长”,GDP增速的下降会导致结构性放松政策的陆续出台,2009年以来压制部分权重股的政策因素将逐渐淡化。

【关键词二:宏观形势】

2012年中国经济还是转型进行时,转型过程是艰难且漫长的。

证券时报记者:如何看待2012年中国宏观经济?中国宏观经济的转型之路是否会比较曲折?

魏凤春:当市场自生能力无力阻挡经济体的衰退时,寄希望于政府伸出援手是自然的逻辑。但我们认为,在对过去三年反危机的反思中,政府势必对货币投放持谨慎的态度。谋定而后动,在世界经济重新失衡的背景下,中国政府将不会如2008年底那样先行一步。政策将会在稳定、增长、结构与通胀之间取得弱平衡,边走边看,更为防范公共风险的扩散与冲击,更为下一步更大的制度变革积蓄力量。

可以预见,政府将会在积极财政方面下更大的功夫,以保证在经济走向成熟阶段民众对三十年辛苦劳动成果的分,保民生的福利支出必将增多。改革是需要做好公共风险防范的,民众的满足是防范风险最好的工具。

陈光明:2012年中国经济还是转型进行时,转型过程是艰难且漫长的。这主要体现在两个方面,首先是投入产出这个周期比较长,克服惯性的作用是需要时间等待的;其次,目前国内还缺乏创新土壤,很难诞生乔布斯这样的人,现有的优势在于模仿,在开发式的发展阶段还可以发挥一定效用。

芮崑:我们认为中国经济会在明年二季度见底,经济整体走出一个U字形。中国政府很早就开始施行货币紧缩政策,包括房地产限购、限贷政策,经济不乐观的话,政策上可以稍微放松。中国政府掌握主动权多一些,不像欧美,因此中国经济软着陆概率比较大。未来中国经济会进入一种有质量增长的过程中,即由外延式增长转向内涵式增长。

在外延式增长的状态下,由于整个经济环境乐观,多数公司能通过外部需求较快受益,但随着内外经济不断恶化,在内部资源和劳动力成本的双重约束下,企业更注重苦练内功,内涵式增长企业赚的是相对艰难的钱。随着整个国家产业的转型,中国未来会出现一批具有内涵式增长动力的伟大公司,这正是我们目前所要寻找的。

于鑫:宏观经济可能是大家分歧最大的,有人认为是中国经济软着陆成功,也有人认为欧债危机还在延续,国内房地产泡沫开始崩溃,经济硬着陆不可避免。我认为,外



魏凤春
博时基金管理公司宏观策略部总监

博时基金旗下偏股基金今年表现集体抗跌。在股票型基金中,博时主题行业、博时第三产业、博时特许价值等基金排名前10%,博时创业成长、博时精选等基金也较为抗跌;混合型基金方面,博时增长、博时增长贰号跻身前列;基金裕隆在传统封闭式基金中跌幅最小。

部不会出大的问题,中国经济可以实现软着陆。中国内生增长的动力是非常强的,勤劳的人们对财富的渴求,推动了中国经济的持续发展。投资还有空间,消费空间更为广阔,巨大的国内市场为中国经济抵御全球危机提供了坚实的保障。

【关键词三:外围环境】

外围经济对中国股市的影响已经涵盖在当前股价中,这不是中国股市主要风险所在。

证券时报记者:外围经济形势将会如何演化,对中国会有怎样的影响?

魏凤春:国外方面,欧洲债务危机暂时的平静掩盖不了长期的结构性问题仍未得到实质性解决的事实,也将持续成为国内市场的焦点。我们预计会看到欧洲央行对边缘国家债务提供持续的支持,正如其支持银行的流动性那样。从另一方面来看,三月以来中国出口额环比持续无增长,同期全球贸易增长亦异常缓慢。这对应的是二季度以来全球经济增长疲软的情况,发达国家持续的减杠杆过程尚未结束;展望未来,财政、货币政策扩张空间均已相当有限,明年国外经济有可能延续当前的缓慢增长状况。

反映在市场上,全球商品价格下滑趋势继续,与全球经济增长放缓预期加重一致。能源、化工、基本金属与贵金属价格全面回落,且幅度显著。整体情况显示,国际大宗商品价格回落幅度要大于国内大宗商品价格,表明外围悲观因素更甚。

全球经济增长身陷一种迷失之中,没有新的确定的增长动力,就难以找到稳定的持续的市场自身的上涨动力。

芮崑:股市运行一般领先实体经济半年到一年时间,外围经济对中国股市的影响已经涵盖在当前股价中,我认为这不是中国股市主要风险所在。

于鑫:我的判断是欧债危机有解,只不过还没到时机。100年来,人类战胜了各种危机,只是每次需要的时间长短不同罢了。某种程度上,各种危机同今年12月10日那个“月全食”一样,来了,还会走,不会一直停在那里。



陈光明
东方证券资产管理公司总经理

陈光明管理的东方红4号和东方红5号两只产品今年表现抗跌,据Wind资讯统计显示,截至12月20日,两只产品今年以来单位净值仅分别下跌8.57%和9.67%,远远跑赢大盘,在混合型基金中名列前茅,东方红4号更是获两年期五星评级。

【关键词四:A股走向】

明年大盘向上的概率非常大。

证券时报记者:明年上市公司的盈利增长会继续下滑还是出现恢复性增长?

魏凤春:2012年依靠经济自身的能力还是无法确认新周期向上的趋势。从微观行为上看,至少在一季度企业还要经历一个痛苦的去库存过程。当国际市场因为消费的收敛而迫使中国市场收敛,中国市场又因为过渡刺激而透支后,制造业将会在结构调整中直面刘易斯拐点到来后的刚性的成本压力。这种压力先是表现为企业盈利能力的降低,现金流显得特别重要。现金流不能维持的公司将不得不先去去库存,再去产能,最后以破产倒闭为最终结果。产业开始分化,“外围”与“中心”的特征更加明显。中心的企业将会加快兼并重组的进程,外围的企业将会急剧地收缩。传统产业增长空间有限,新兴产业尚无力承担起拉动经济向上的责任。规模扩张的外生性增长取代了以创新为特质的内生性增长,我们看不到新的主导产业的潜在角色,于是中周期将难以成为鼓励人心的力量。

陈光明:盈利在明年的一季度可能还会下滑,但全年来看增长的概率更高。

于鑫:随着经济增速的下滑,企业利润的增速将出现快速下滑,不排除出现负增长的可能,但从历史统计规律看,这样的下滑只是暂时的,企业利润增速还将重新恢复上升。

证券时报记者:股市见底需要什么条件?您对明年A股市场是悲观还是乐观?为什么?

陈光明:乐观,原因之一就是相对今年流动性相对宽松,估值处于底部,另外积极的股市政策值得期待。明年将呈现开源节流特征。大盘向上的概率非常大。

芮崑:今年出现很多“黑天鹅”事件,包括动车事件、日本地震、美国被标普评级下调等,每个事件对大家信心都是一个打击,但发生过后风险也得到释放。我认为明年会是一个震荡向上的走势,比今年谨慎乐观,会有一些结构性机会,比今年可操作性也强一些。

于鑫:对市场趋势的分析,我们是沿着估值、宏观经济及企业利润、政策、投资者心态这样的思路进行的。从估值来看,无论市盈率还是市净率的角度看,A股市场都已进入相对便宜的时期,市场整体加权市盈率只有13倍,沪深300的加权整体市盈率更不足11倍。低估值、政策向好、经济软着陆有利于明年A股市场的整体表现,沪深300的上涨可以预期,但上涨幅度可能受到投资者心态的压制。投资者心态是最难把握的一个因素。过去两年市场整体损失较大,相对损失更大(考虑到机会成本),这已经使得股票市场正被大家所淡忘。在缺乏盈利效应的情况下,指望广大投资者迅速恢复对A股市场的关注是不现实的。



于鑫
东方龙、东方策略成长基金经理

今年股票型和混合型基金的“双料冠军”。据天相投顾统计显示,截至12月21日,于鑫管理的东方龙基金单位净值仅下跌7.15%,是混合型基金唯一跌幅小于8%的基金;他管理的东方策略成长今年以来单位净值仅下跌9.59%,是股票型基金中唯一跌幅小于10%的基金。

证券时报记者:明年的投资策略和投资逻辑是什么?与今年会有哪些不同?

魏凤春:我们认为明年一季度应采取偏防守性策略,债券可能是不错的投资标的,另外像军工、电力等行业,以及一些成本下降、需求稳定、分红稳定的行业和公司值得关注。

陈光明:明年主要的投资逻辑是经济转型,以及积极的股市政策所带来的投资机会。后者是与今年不同的地方。这其中积极的股市政策指监管层政策的转变,从鼓励融资转向保护投资者利益的政策,比如分红政策等。

经济转型下则会有一些内需型行业中产生较大的投资机会,这其中主要是在于估值把握、个股选择。

芮崑:在震荡市中,即使大盘由2200涨到2800,可能有些股票会翻倍,有些股票也会跌很多,像2006年、2007年那样普遍赚钱的机会不会有了。因此要做到精选个股,在一些有机会的板块中深入挖掘;波段操作,及时获利了结。

于鑫:数据显示,在2300家公司中,只有400余家的市盈率小于20倍,超过60%的公司市盈率高于30倍,也就是说,虽然整体低估,但市场还存在大量估值高企的公司。因此,明年A股市场仍可能是结构性行情,低估值确定成长品种以及合理估值高成长品种将上涨,而那些高估的伪成长股以及众多题材股、概念股则还是存在巨大的下跌空间,随着投资者对它们的认识逐渐明晰,跌幅大于30%的股票不见得比今年少。当然我们也不要忘了那个著名的“测不准”定理,既然多数人认为明年上证指数下限是2200点,那么跌破这个点的可能性是存在的,不过那时不是恐慌的时候,而应该是逢低买入的时机。

【关键词五:明年投资主线】

积极股市政策的实施有助于低市盈率的蓝筹股表现,持续的经济转型有利于内需行业的发展。

证券时报记者:明年投资的主线是什么?您看好哪些行业和板块?

陈光明:明年存在投资机会,作为大类资产,股票是属于较低估值的资产。首先,积极股市政策的实施有助于低市盈率的蓝筹股表现,比如一些投资者可以分享到央企、国企成长带来的收益。其次,持续的经济转型有利于内需行业的发展。随着投资对经济推动占比下降,消费贡献的上升,医药、食品等行业都有机会,但主要还是要把握在合适的时间买进,至于新兴产业,在这一轮下跌中出现了一定机会,但是存在一些结构性问题,比如较多集中在中小板企业,现实中产业的竞争力并不强,不会很快的看到其成长,还要等待时间。至于新兴产业这需要时间等待,不可能很快有所表现。

芮崑:在以内需为主导的经济增长模式转变的背景下,医药消费板块是一个方向,政策上对医药行业也有扶持,



芮崑
上海呈瑞投资董事长兼总经理

尽管今年股市持续低迷,但仍有一只私募产品取得惊人业绩。芮崑管理的呈瑞1期成立于2010年10月25日,据2011年12月16日最新净值显示,呈瑞1期今年收益率达到30.40%。

芮崑介绍:今年仓位波动比较大,最高时仓位九成,最低时到零。”

我们更看好一些有创新有品牌有渠道的医药公司。

军工板块、民用爆破、煤矿机械等方面都会有些机会,与出口相关方面的行业要谨慎一些。

于鑫:具体到行业层面,保险行业值得期待,巨大的成长空间结合较低的估值,是分享中国经济增长及经济转型的好品种;房地产、汽车、银行,应该属于估值修复的好品种;百货、大众消费品是扩大内需的好品种;农业、水利,可能是积极财政政策的受益者;机场、铁路,不仅稳健,也有可能带来意外惊喜;新兴产业和高新技术产业,由于估值尚不便宜,则需要自下而上仔细挑选,毕竟持续高成长的企业只是少数,2001年纳斯达克泡沫破灭的教训也并不遥远。

证券时报记者:房价已开始下降,房地产行业会怎么走?

陈光明:长远来看,房地产行业还是有价值,但现在中国城市化的动力因为高房价而受到抑制。房价下调有助于长远经济增长,但最近两年地产行业将处于调整期,作为支柱产业之一,对中国经济短期肯定产生较强的下拉作用,但目前还没有到达市场底部,需要等待调整后出现长期投资的机会。

芮崑:政府对房地产的调控是下了决心的,中国房地产刚刚进入秋季,还没到冬天。过去十多年中国房地产行业总体是一种只涨不跌的状态,但任何一种商品都应该有涨有跌,虽然我不认为中国房地产会跌到像日本房地产泡沫破灭的那种程度,但也需要经历一个价值回归的阶段。

证券时报记者:2012年,请给投资者一个建议。

陈光明:一起迎接春天的到来。需要耐心等待投资机会,不能过度寄希望于政策放松“捞一把”,因为买卖的时点是无法准确掌控的,所以还在于能否发现有价值的成长性公司。

芮崑:目前股市处于底部区域,在精选个股的前提下可以逐步买入,若能自下而上找些全年业绩超预期的公司,年报行情也值得期待。

于鑫:2012年,坚守价值,远离故事,享受收获的喜悦。

证券时报记者:今年弱市行情中仍取得优异的成绩,有何心得?

芮崑:在震荡市严格的风险控制很重要,今年我们有些产品净值波动较大,没有严格按照设置的止损标准去做,这对我们来讲是个教训,我们也有些反思,希望明年会执行得更好一些。

于鑫:从长期投资的角度来看,一年的得失其实算不上什么,我们始终要对市场保持一颗敬畏的心,市场是测不准的,不仅政策的变化难以把握,还有大量经济变量等你分析,更有市场参与者的心态这个让你根本无从入手的因素。当然,年初的时候,大家总需要去预测这个测不准的市场,不过,考虑到自身知识范围、性格所导致的局限性,我会做一些简单的备选方案,当自己判断出现失误时,可以及时修正,避免产生大的失误。



张洁/制图