

## 在经济调整中寻找优质公司

程涛

从近期公布的金融数据来看，无论从信贷规模还是信贷结构来看，6月份的数据表现出显著的季末特征，与3月份的信贷数据特征高度一致，即信贷规模大幅高于上月，且以企业的短期贷款为主。

中长期贷款投放仍然不多。在6月过9000亿的贷款增量中，中长期贷款仅有不足3000亿，剩下都是短期贷款及票据。去年年末以来“贷款冲量靠短期和票据”的局面并未改观。说明信贷资金并未大量流向对总需求有较大拉动力的建设项目中去。在这种状况下，信贷投放的后劲很难保证。

当前中国的经济犹如逆水行舟，为应对当前疲弱的经济状态，央行从2月以来已经两次降低存款准备金率，一个月内连续两次降低利率释放资金缓解流动性，且市场预期下次存准率的下调时间窗口也已打开。然而，政策本身不是推动经济增长的根本原因，只是在市场失灵时需要政策“有形的手”发挥作用，作为有效对冲，维护经济的稳定。目前中国正面临经济增长波动中枢的下移。

在这样的背景下，做投资确实很难。今年上半年股票分化非常明显，少数股票不断创新高；而很多股票，尤其是周期类，业绩差的公司则不断创新低，同时周期性行业的弹性显著下降。目前，市场的机会主要来自有业绩增长保障的消费和服务类公司。与其每天费心博弈政策放松的步骤，不如知难而上，在经济调整中寻找那些业绩增长有保障的优质公司。

作者系农银策略价值股票、农银中小盘股票基金经理

## 逆向策略投资 做发现价值的少数派

陆从珍

投资者并非如有效市场理论所说是理性的，而是不时受心理因素的影响，从而左右了投资决策，投资者的心理因素因此也影响了市场的走势变化。

A股市场作为一个拥有几千万投资人的市场，一样受投资人情绪波动的影响，而作为一个新兴市场，投资者结构中散户占比高，投资经验短的特点决定了它更加具有非理性的一面。而逆向策略正是有助于在市场情绪极度高涨或者极度低落的情况下做出更为理性的判断，从而避免损失和获取收益。

好的投资策略就是能够在市场中取得超额收益，而根据二八定律，既然在市场中只有少数人能取得好的收益，那就意味着随大流是不行的，就需要与大众的行为方式有所不同。把握大众的认知偏差以追求超额收益，正是逆向策略的关键所在。

逆向策略的另一个优点在于可以不必太关注市场，避免不必要的交易，减少交易费用。

目前全球基金市场上已出现过百只运用该策略的基金，品种遍布开放式基金、交易所交易基金(ETF)和年金产品。相信A股市场未来有很大的发展前景。

作者系华安宝利配置基金经理、华安逆向策略股票拟任基金经理

## 谁是下一个茅台？

刘芳洁

上周与市场疲弱形成鲜明对比的是A股的白酒板块，以贵州茅台、酒鬼酒为代表的白酒股已屡创历史新高，茅台市值更是高达2700亿，从2011年初至今涨幅近60%，而同期上证指数下跌超过20%，如何看待白酒企业巨大的超额收益？白酒企业（比如茅台）近年来常处于舆论的风口浪尖，投资者对它的争议也从未停止。

经济转型背景下如何看待和研究消费品企业必将是未来A股投资者面临的重要课题，近3000亿市值的茅台可能是很多投资者十年前没有预期到的，但未来十年中国消费行业很可能出现一批超过千亿市值的优秀企业。谁是下一个茅台？

作者系易方达消费行业基金经理

# 从制度改革与景气向上行业中寻投资机会



张高

股市已走过3年熊市，以2012年6月30日为基准，前3年间买入沪深300指数，或者中证500指数，多数都出现亏损。在经济下滑和市场扩容双重打压下，2009年7月底上证指数摸到3400点后，一路震荡向下，趋势一旦形成，很难改变，市场逐步成为存量资金投资和博弈的场所。

大趋势若要改变，需要两个条件：一是经济重回高速增长，二是长线资金入市。对比海外市场，成功的案例是美国上世纪70年代末走出经济

大趋势若要改变需要两个条件院一是经济重回高速增长袁二是长线资金入市

遵循价值投资与主题博弈的理念袁从商业属性与股票属性两个维度对公司进行筛选袁不失为一种有效的投资策略

滞胀带来的近20年大牛市，美国走出滞胀依赖：货币回归中性、吸引海外资金、破除管制、发展科技、鼓励创新以及减税让利。

中国目前的城镇化率大概在50%左右，增量还有一定空间，不过存量改革已非常迫切。存量改革，无论是打破行业垄断、收入分配改革、土地财政调整、还是医改，都涉及巨大利益重新分配，只能通过自上而下的方式推进，这需要高层的大智慧和勇气，因此“十八大”对未来5-10年的中国经济和股市影响深远。

改革将成为近两年最大的主题，可以预见明年的主题博弈会很活跃，市场有了第一个值得关注的线索：制度改革带来的政策红利。今年的券商创新改革就是

是确定性的高增长。尽管中国经济最近三年持续调整，但整个中国经济体容量巨大，总有一些细分行业能逆势而上，保持持续快速发展，如白酒、户外运动用品、安防、苹果供应链、装修园林、品牌中药、医疗器械及服务。寻找快速增长行业中的优秀公司，分享公司由小变大，由龙头变巨头的机会成为一种可操作的投资策略，不过难点在于，如何找到这样的行业，如何找到其中的优秀公司。

遵循价值投资与主题博弈的理念，从商业属性与股票属性两个维度对公司进行筛选，不失为一种有效的投资策略。寻找景气向上细分行业的优势公司和关注制度改革的红利机会成为当期市场投资的两种有效依据。

熊市特别考验投资者的洞察力，熊市中行业景气向上，商业模式简单清晰，团队务实进取的持续增长

一次预演，上半年券商整体业绩依然在下滑，但板块上涨25%以上，未来会有更多的行业或区域改革，期间既会有隔靴搔痒的口号式规划，也会有真刀真枪的利益调整，需要仔细甄别。

美国长期牛市形成的另外一个重要原因是长期资金持续入市，长期资金既包括国内资金，也有国外资金。养老、社保、年金等长线资金进入市场，不仅在于支持股市发展，更在于与中国经济形成良性互动，共同壮大发展，让社会公众能分享到中国优势产业发展的成果。此外，另一个重要的意义在于：改变股市的博弈格局，改变流通股东在股票市场生态链中的弱势现状。

长期资金入市将给我们带来第二个值得关注的线索：寻找增长，特别



## 投资大视野

■微言大义 Word by Word

我们为什么喜欢挤？为什么喜欢在6000点时挤着买、在2000点时挤着卖？为什么喜欢在6000点时挤在一起憧憬“黄金十年”、在2000点时挤在一起担忧“失去的十年”？最简练的回答是：因为6000点时人傻钱多、2000点时人傻钱不多。

均值回归确实比长线持有获利容易，因为后者需要洞察未来，而前者只需分析现在。价值投资也不一定需要长线，因为价值回归有时慢有时快。成长投资才一定要长线，因为企业成长需要时间。

——南方基金投资总监邱国鹭

我不明白，为什么政府目标必须是GDP增长7%或8%？为什么不可以让生命自由地生长？如果是为了就业，那为何又要延长退休年龄？如果是为了政绩，那我们的政绩到底应建立在怎样的基础之上？经济增长是社会劳动的结果，政府的职能是建立公平的制度和规则，不让资源被肆意掠夺，让每个劳动者都拥有同等机会。

——天马资产管理公司董事长 康晓阳

## 市场大周期未见底 消费类防御板块或分化

证券时报记者 姚波

截至7月14日，1413家上市公司进行了业绩预告，其中658家业绩下滑，占比46.57%，达到历史高点。即使与金融危机的2008年相比，业绩下滑企业占比也仅为36.87%。下半年经济是否会逐渐企稳，市场未来走势如何？证券时报记者采访了广发基金投资总监、投资管理部总经理陈仕德和博时基金宏观策略部总经理魏凤春。

### 大周期尚未见底 小周期可能走稳

证券时报记者：有人指出目前是难得的市场底部，您怎么看？

陈仕德：从大周期来讲应该没有见底，但小周期有可能走稳。本轮经济下行周期有多重叠加因素，一是全球经济下滑，二是中国过去十年的高速增长基本上到了极限，经济进入转型期；三是库存情况不容乐观。因此，这一轮的调整从大周期来讲还早，反转可能性不大。不过，小周期走稳的迹象较为明显，一是坏的预期在股市上提前反应，二是抑制产能过剩从去年已经开始，行业的利润得到修复后，股票也会有所反应。

魏凤春：中国的结构调整应该说正在进行中。地产及相关产业链的调整，一些失去竞争力的出口产业的调整，都是实实在在的；但市场上弥漫的悲观气氛，的确很难通过简单的逻辑来驱散。大多时候，说理是为了强化看法、稳定情绪；真要改变观点，需要数字。悲观的投资者需要看到经济数据的切实好转，更加悲观的投资者则需要看到企业盈利改善，最悲观的还需要看到企业盈利持续相当长时间的改善。这些信号共同的特点是可能要等很长时间才会看到。从这个角度

看，能抵御下跌的，仅是多年未见的低估值，未来一两个季度市场向上的空间可能很小。

### 刺激计划效果有限

证券时报记者：如何看待这轮政府的经济刺激计划？

陈仕德：此轮经济刺激计划在转型的大背景下，力度和效应肯定有限。首先，此轮不可能出现2008年的大轮投资推动。在调结构背景下，虽然着力节能环保、刺激内需等发展的或者欠账较多的领域，但影响和效果不会很明显。比如，刺激内需的措施要和居民的收入分配水平和分配体制结合起来，相应的领域也要做一些配套的改革才能有明显效果。货币政策的微调、流动性的释放，仅是保经济增长的必需手段。

魏凤春：纯粹从经济学角度

看，此轮调整过程，包括去产能、去杠杆和工作的摧毁，本来就需要一个相对宽松的经济环境，其原因在于资源的再分配本身会带来巨大的交易成本。社会上“能看到的”实际利率需要保持在一个相当低的水平。从这个角度讲，当前不求信贷放量，但着力降低各方面利率的政策，应该是一个正确的方向。

### 消费类防御板块 下半年或现分化

证券时报记者：下半年在行业上如何布局？如何布局防御板块，何时潜伏早周期行业？

陈仕德：以消费为主的防御板块下半年可能出现分化。食品饮料、汽车或者新兴消费品都会有较大发展空间，但下半年的回报率是否比上半年还要高，要打一个问号。部分上半年涨势不错的个股需要从估

## 基金看数据：三季度经济有望微弱反弹

上周是数据发布周，通胀数据、进出口数据、货币信贷和经济增长数据二季度国内生产总值(GDP)相继公布。大部分基金公司认为经济数据基本符合预期，一方面通胀压力正在得到缓解，另一方面工业和GDP增速符合预期，二季度实体经济表现或已是全年最低点，三季度后期经济触底反弹是大概率事件，但经济增速大幅反弹的条件还不具备，预计未来几个月政策放松的力度会适当加大，并需要密切关注通胀是否会随着经济的企稳而出现反复。但也有基金公司指出，经济增速下滑的趋势没有改变，投资和消费的增速没有亮点，出口形势比较低迷，

下半年政策上稳增长会处在更加重要位置上。

信达澳银基金预计，7月CPI数据将会低于2%，通胀已经不是管理层最关心的指标，政策重心是稳增长。虽然价格指数反映经济确实比较低迷，不过前期出台的一系列政策将会在经济层面起作用，三季度中国经济会有所好转。大成基金则认为，经济运行出现缓中见稳的迹象，下半年在促进经济增长的各项预调微调政策促进下，应留意随着经济的企稳通胀是否会反复。汇丰晋信认为二季度GDP增速低于8%，稳增长仍应继续加码。既然经济增速下降的规律不可避免，

那么政府所能做的就是尽可能地平滑经济增速下降的过程，同时在经济增速下降的阶段内积极改善经济结构，不断发掘新的经济增长点，不断努力以推动经济重回增长之路。

南方基金认为，从公布的一系列数据来看，我国经济增速下滑的趋势没有改变，下半年仍要把稳增长放在更加重要的位置。今年三、四季度，我国GDP增速可能维持在7.5%-7.8%之间的水平，呈现“U形底”的运行特征。上投摩根认为GDP环比增速或见底，GDP数据总体符合预期。但对于政策刺激力度的选择会构成何种影响，尚需进一步观察。

## 重构中国股市价值 优势公司方能胜出

刘苏

中国A股市场可能正处于巨大的价值重构过程中。

首先，目前A股市场不同板块之间的估值水平存在巨大差异，这反映了资本市场对于中国经济周期的判断以及对产业转型的预期。根据天相投资统计数据，截至6月29日，全部A股的市盈率为14倍、沪深300为11倍、中小板27倍、创业板33倍。自2004年以来，主要板块市盈率已接近或达到历史最低点。目前以沪深300为代表的大盘蓝筹股整体估值已处于历史最低点，但中小板和创

业板的估值水平仍然较高。根据主流经济学家的判断，目前中国经济正处于“上一轮经济周期的末端、正在等待新一轮经济周期启动”的阶段。中国经济如果想实现持续的高增长，结构转型不可避免。目前A股市场巨大的估值差异就反映了这一市场预期，这是市场价值重构的表现之一。

其次，尽管今年上半年A股市场以震荡为主，并未出现单边上涨的行情，且整体来看估值并不贵，但产业资本仍在不断减持。而根据我们的跟踪研究，相对而言，遭遇减持比例较大的公司通常净

资产回报率偏低。目前尽管对于社会经济的转型预期支撑了很多上市公司的高估值，但由于一些企业实际缺乏竞争力，无法实现持续的高盈利和高增长，仅靠概念和预期很难支撑其目前的高估值。最终理性资金将离开这些公司，并导致估值的回归。这也将成为未来市场价值重构的重要内容。

第三，市场风险偏好可能正在经历非常长期的变化。安信证券2012年中期策略报告指出，支撑中国资本市场长期高风险偏好的一些因素正在发生变化，具体包括：第一，政策干预减弱；第二，国内市场长期的负利

率状况伴随着利率市场化的推进和资金流动性的加强，可能很难维持；第三，人口结构变化，中国40-50岁人口大的上升周期是1988-2012年，以后此部分人口比重将不再上升，转为下降。综合而言，市场风险偏好正在经历长期的变化，并最终必然会导致A股市场价值的重构。

综上所述，我们认为目前A股可能正处于巨大的价值重构过程中。在这一过程中，只有具备核心竞争力，能够持续实现盈利的企业才能在市场价值重构的过程中脱颖而出，给投资者带来巨大的回报。

作者系鹏华精选成长基金经理

今天与法国同行交流，自然聊起欧债危机。我说解决路径无非是赖账、通胀、增长。老外说：经济增长太难，行不通；通胀做不了，制造业都在中国；只有赖账，欧洲央行还会降息直到0，还会不断地印钞票。戏称最终解决是个哲学命题：民主，法国选举社会党上台，要走社会主义，当然还得砍福利。

二季度GDP增速7.6%，增长和通胀双回落。政策预调微调，房地产借尸还魂，但经济下行走势未改，主要是结构转型还未找到方向。当前困境是货币政策独舞，促进转型的体制机制尚未形成，必须推进收入分配、财税体制和金融市场等改革，放水养鱼，扩大内需，释放市场活力和制度红利，提高全要素生产率。

——东吴基金总裁徐建平

（杜志鑫整理）