

凯石投资总经理陈继武:

## 经济仍处低谷 机会也在孕育



证券时报记者 吴昊

凯石投资总经理陈继武最近有点烦——深陷与雅戈尔“分手门”的舆论漩涡。陈继武笑着对记者说：“市场不好，新闻点难找，用我们娱乐大家，挺好。”毕竟，陈继武在金融市场已浮沉19年，职业足迹遍布银行、信托、公募基金和保险行业，对于中国经济与股市，陈继武见解独到。

**证券时报记者：如何看待目前的A股市场？**

**陈继武：**虽然市场短期回暖，但仍看不到趋势性机会。这几年理论界过度关注美国和欧洲经济对国内市场的负面影响，事实上美国经济已从金融危机中恢复，而且正孕育新的技术革命，这是支撑美股连续三年上涨的主要原因，而我们连续三年下跌，如果单独从股市表现看经济危机似乎发生在中国。

**证券时报记者：为何会如此悲观？**

**陈继武：**中国经济不是软着陆而是硬着陆。过去工业用电每月同比增长10%以上，目前已降到3%左右，中国7月份出口贸易额的同比增幅仅有1%，投资、出口、消费三驾马车同时失速。根据我们的实地调研，本轮经济调整幅度远非统计数据所能反映。很多人关心经济何时见底，我认为大家更应研究经济在底部会持续多长时间。

**证券时报记者：造成这一局面的深**

层次原因是什么？

**陈继武：**首先，GDP中的相当部分被各种税费收走，留给企业和居民的比例不高，内需无法有效启动；其次，国有企业廉价占据太多社会资源，包括政策、金融、垄断等，但解决就业人数和上缴国家利润的比例均不高，整个社会资源没有达到优化配置；第三，由于知识产权保护体系没有建立，中国至今没有有效的技术创新体系，产业升级和经济转型并不顺利；第四，新兴产业和技术方向不是政府部门规划出来的，是千百万企业家和无数科技人员从各种失败中探索得出来的；第五，中国的金融资源集中在银行，银行对科技创新、产业转型的把握能力不如专业的资产管理机构，造成金融资源低效配置；第

六，政府部门管制过严，造成整个社会经济效率下降；第七，各级政府过于依赖地产财政，形成地产暴利。凡此种种，未来必须有突破性的系统改革措施才能将中国的经济发展潜力转化为动力，推动经济继续高速增长。

**证券时报记者：从投资方面来讲，您看好哪些行业？**

**陈继武：**目前经济处于低谷，但同时也是在孕育机会。传统产业经过这一轮调整，很多没有竞争力的企业会死去，有竞争力的企业不仅能生存下来，一旦经济周期恢复增长，这批企业会爆发式增长；经济危机会催生出许多新的技术创新和新兴产业，当然不一定是国家规划出来的技术和产业；要密切关注美国

正在涌现的以人工智能、移动互联网、云计算等为基础的产业革命及其对新型制造业的影响；随着城市化进程加快，借助于新技术应用，新的商业模式层出不穷。比如，工程机械行业，十几年前恶性竞争，随后伴随着行业高速增长及大量中小企业死亡，中联重科、三一重工等迅速壮大，规模和市值几十倍上涨；以大量中小家电零售企业死亡为代价而迅速崛起的苏宁、国美今天又遇到了京东的挑战。未来这样的事件会层出不穷，关键是我们准确分析未来产业的实际走向，以专业眼光把握投资机会，寻找最后胜出的、让我们的投资翻五到十倍的公司。完全靠关系而没有专业能力的PE投资时代已然过去了。



诺德基金投资总监胡志伟:

## 萧规曹随 投研一体

见习记者 邱玥

证券时报记者 程俊琳

诺德基金新任投资总监胡志伟其实并不“新”，他是诺德的一位“老”人，2005年公司初创至今，他从研究员到基金经理，从研究总监到投资总监，一步步走来，沉着又稳定。

新投资总监上任，必定会面临投研团队的再造这一课题。胡志伟的管理哲学非常简单，那就是不会对已经成型的投研框架进行大的变动，细节完善以及投研沟通效率的提高是未来磨合的重点，尤其对诺德这样规模的基金公司而言，利用现有人手，逐步培养研究员，使公司资深研究人员转型到投资领域，才是他最为关心的问题。

**萧规曹随 稳定为先**

从今年4月任职诺德基金投资总监开始，胡志伟的指导思想就是稳定。团队管理并不是上任一位新领导就把过去的一切推翻重来，那样对团队损伤太大。我的指导思想是萧规曹随，所有事情尽量不变，细节上可能有非常小的调整。

事实上，近几年，基金业内人员流动频繁，而诺德基金的投研团队一直比较稳定，这在业内实属难得。胡志伟认为主要有两方面原因，一是诺德在招聘的过程中非常谨慎，不仅注重专业能力，在性格和脾气上也尽量多作了解。“我们不喜欢先招一拨人进来，然后洗一拨人出去，再招一拨人进来。”

在胡志伟看来，合理有效的考核是投研团队稳定的又一层理由。公司对基金经理和研究员的考核期至少在一年以上，更看重投研人员的长期表现。在投资方面，给予基金经理充分的自由度，在个股和行业层面总体上都是让基金经理自己发挥。这样做的结果是，很多基金的股票投资各不相同，组合结构也不一样，更大程度上发挥了基金经理的主观能动性。”胡志伟如是说。

胡志伟对诺德基金的投研团队的要求是，旗下基金业绩排名能够进入前二分之一，在此基础上，如果基金经理能充分发挥主观能动性，为投资者带来更好回报，则是锦上添花。

近年来，诺德旗下产品表现稳定，据银河证券基金研究中心发布的《2011年基金管理公司股票投资管理综合能力综合评价报告》，在60家参评基金管理公司中，诺德排名第九；海通证券发布的权益类基金超额收益排行榜，截至2011年底，诺德基金在60家公司中一年期排名第六，两年期排在第十六名。今年以来，诺德基金表现依然稳定，二季度，诺德中小盘收益位居股票型基金之首。

投资和研究的非常主观的事情，对于同样的信息，不同的人会得出不同结论。因此，团队稳定、长期磨合能建立起基金经理和研究员之间的信任。

**投研一体 小团队更具优势**

作为投研团队领导者，胡志伟更注重研究团队的发展，他希望未来一两年每个研究员都具有比较强的投资能力。目前，由于条件所限，诺德的研究团队并未过分追求细化，一位研究员必须覆盖两三个行业，好处

胡志伟，南京大学经济学硕士。曾任江苏证券投资银行部业务经理、亚洲控股银行部高级经理，2005年8月加入诺德基金，先后担任公司投资研究部高级研究员、投资研究部经理等职务。现任诺德基金公司投资总监兼诺德成长优势和诺德价值优势的基金经理。

是研究员能够像基金经理一样去做投资组合。

谈及投资和研究的协调问题，胡志伟表示，诺德是投研一体系统，投资和研究沟通归根结底是基金经理跟研究员之间的关系处理，小团队在这方面更具有优势。目前，国内公募基金的投研架构是集中式研究，研究团队研究包括宏观、策略、行业、个股，然后研究团队给投资提供研究成果。另一种投研方式是，投资小组不强调研究功能，小组里每个成员在投资方面都有决策权，一组人共同做研究，也共同做投资，投研结合更紧密。

现在时点去讨论经济见底与否意义不大，即便见底，经济增速反弹幅度也不会太大，GDP增速总体维持会在7%或8%，短期内很难看到趋势性机会。

胡志伟指出，目前诺德的投研模式介于两者之间。基金经理最重要的工作是对投资有大判断，如同一棵树，树干基金经理去构建，把想法清晰地告诉研究员，研究员的职责就是丰满树枝。”诺德比较注重的是，基金经理自己要想清楚，跟研究员说清楚，研究员在研究时就能有的放矢。投研人手不足，不可能一个人把所有公司都覆盖，集中人力在某几个行业，会提高效率，也比较适合诺德团队。”

做投资这么多年，很大的遗憾是永远做不到投资与研究合一，知行合一在投资研究的层面上是个很高的境界，大家都在努力地去做这点。”

**注重选股 看好券商**

事实上，在去年底对今年市场的判断上，诺德基金整体偏乐观，不过，诺德并没有将公司判断全然放在每个基金经理的决策中，因此旗下基金在一季度没有集体表现突出，同理，在市场调整过程中，基金表现也有差异。

胡志伟认为，从2009年8月份开始，上证指数一直是个下跌的过程，要规避下跌风险只能靠选股。他表示，现在时点去讨论经济见底与否意义不大，即便见底，经济增速反弹幅度也不会太大，GDP增速总体维持会在7%或8%，短期内很难看到趋势性机会。

他认为，很多周期性行业总体上只有交易性机会，如水泥、煤炭、钢铁、有色金属等。对于成长型行业和消费，他认为很多股票估值偏贵，成长性板块和周期性板块之间的差价并不正常。所以，对于两者之间最后价值回归，要么是一个涨起来一个跌下去，要么是时间换空间。在目前时点上，他更加强调自上而下地选择，一定要找到那些成长和业绩很确定的个股。

作为投资总监，胡志伟依然亲自管理基金。他说，这是使自己保持市场感觉的最好方式。回看他所管理的2只基金，在二季度重仓了券商、白酒等板块。对于这些板块未来的走势，胡志伟表示长期看好券商股。他认为，2011年是个转折点，券商业务正逐步放开，券商的改变才刚刚开始。目前在券商的利润表上看不到利润，但事实是它们通过很多创新一步步在赚钱。”

## 凯石与雅戈尔分而不离

凯石投资成立于2008年，注册资本10亿元，雅戈尔与凯石投资管理团队持股比例为七三分，为内地注册资本最大的私募公司，旗下管理资产规模一度超过100亿，对于凯石投资与雅戈尔的关系，陈继武认为是“分而不离”。

**证券时报记者：外界盛传凯石投资和雅戈尔分家，究竟是怎么回事？**

**陈继武：**并非分家，只是凯石投资进行了正常股权调整。一直以来雅戈尔既是凯石投资的股东也是客户，未来还是这样。

首先，雅戈尔是凯石的客户。凯石投资为雅戈尔提供投资建议，雅戈尔根据凯石的方案进行股权投资，确定最终投资方案。双方是以投资服务的形式进行合作，不存在撤资问题。作为客户，雅戈尔追求投资的持续稳定回报，去年下半年以来，经济增长率不断下滑，市场持续下跌，雅戈尔缩减证券投资规模十分正常。

第二，凯石投资在2008年成立时雅戈尔集团持有凯石70%股份。这一股权结构不是固定不变，而是动态调整的，为了调动凯石投资管理团队

的积极性，2010年股权结构进行了调整，团队持股比例提高到40%。雅戈尔非常支持提高管理团队持股比例。

第三，资产管理核心是一批专业人士组成机构为另一批人或机构管理资产和财富。随着中国金融市场特别是资本市场的改革发展，金融创新不断加快，凯石必须不断吸引资深的优秀人才加入。未来凯石投资将会由管理层控股，最终成为由专业人士组成的合伙形式的机构。随着公司的不断发展，我个人持股比例会逐步降低，凯石的目标是成为优秀的综合性资产管理公司。

**证券时报记者：有传闻称，凯石亏了一半的资本金，雅戈尔会干涉吗？**

**陈继武：**凯石管理的产品今年以来绝大部分是正收益，怎会亏掉一半资本金？凯石投资为雅戈尔提供投资建议和研究报告，凯石投资管理的其他理财产品，雅戈尔不会干预。

**证券时报记者：对私募纳入监管有何看法？**

**陈继武：**私募纳入监管不仅可以解决私募的合法身份问题，而且会给私募的发展带来机制优势。历史表明，一个国家或地区，人均收入超过4000美元，

财富管理行业会快速发展，超过一万美元则会高速发展。中国证券市场目前存在的种种问题均与机构投资者比例过低、市场有效性不高有关。目前中国私募行业大致在四千到五千亿规模，这与中国作为全球第二大经济体地位极为不符，近期交易所对机构投资者扶持力度很大，未来私募甚至可以通过交易所发行基金产品，私募产品也可以上市交易，如果制度藩篱被打破，相信一定会有管理上十亿规模的私募公司出现。

**证券时报记者：凯石投资未来将着力发展海外投资业务吗？**

**陈继武：**目前在海外上市的中国企业大约一千家左右，有些公司确有过度包装甚至造假行为，导致在海外上市的尤其是在美国上市的中国公司几乎被整体做空，很多优秀公司价值严重低估，已丧失融资能力。我们判断几年内这种状况不会改变，上述优秀公司进行私有化并回A股上市切实可行。随着中国经济进一步国际化，中国企业与海外公司互相并购越来越频繁，我们借助海外新的投资平台，从事私有化和跨境并购业务进展顺利。今后将会有多家公司与凯石投资一致行动，私有化并在A股上市。

南方金粮油股票基金拟任基金经理郭国栋:

## 以需求为导向找牛股 提防需求陷阱



郭国栋，毕业于北京大学中国经济研究中心。曾任光大证券研究所策略部副总经理。2008年入围新财富煤炭行业最佳分析师评选。2010年加入南方基金，现任南方基金首席策略分析师。

证券时报记者 陈春雨

“我喜欢符合大逻辑的股票”是南方金粮油股票拟任基金经理郭国栋常说的一句话。大逻辑既是指经济前行的周期，也是周期中相对景气的行业。这样的投资理念与他的成长背景有关，郭国栋毕业于北京大学中国经济研究中心，师从著名经济学家林毅夫，曾先后从事煤炭、建材、机械、军工行业分析，进入南方基金之后又从事策略研究，研究周期一直是他的重点。

**自上而下的选股逻辑**

基于“大逻辑”投资思路，郭国栋的选股方式也是自上而下，与大多数基金经理不同，他更偏向于从周期入手。首先要判断当前市场是处于经济

周期中扩张、衰退、萧条的哪一阶段，再顺着周期进入经济结构，预测未来3-5年经济处于工业化阶段、城镇化阶段或者是消费转型阶段。其次，结合公司的财务、经营管理、治理结构，从符合政策发展方向的行业中挑选龙头股。最后才考虑估值。

对于当前经济增速的下滑，郭国栋并不担心，他认为，目前中国的问题仍然是总需求而不是总供给的问题，因此，降低资金成本以及放松货币将会重新启动增长和恢复企业利润。此时，从经济结构入手更容易发现景气行业。

回顾过去20年A股发展路径，郭国栋说，每一阶段牛股都非常突出。四川长虹是上世纪90年代的牛股，迎合了当时的轻工业化阶段，而2003年进入城镇化以后，万科则独占鳌头。目前，中国产业转移和经济转型已经悄然启动，无论是选股还是选行业都应紧扣这一中心。其显著特点是，在大盘不断走低的情况下，仍有个股创新高，这些个股大多与消费相关，或属于信息行业，与目前经济向消费转型的大趋势密切相关。

**从需求出发寻找扩张性行业**

作为南方金粮油的拟任基金经理，郭国栋的投资将在“规定动作”之内进行——只能在申万行业分类标准五大一级行业中选取。“金”是指与原材料相关的行业：有色金属和黑色金属；“粮”是指与农产品相关的农林牧渔业；“油”是指与能源相关的行业：采掘和化工。

在经济重心向消费转型的过程中，资源行业的机会在哪里？郭国栋认为，一切以需求为导向。

对于金属来说，铜、煤炭这样的产品已经走过10年牛市，产能已经扩张完毕，需求出现萎缩，短时间内抛压严重。不过，一旦经济重新向上走时，铜

铁、煤炭这样的传统股仍有机会，以更长的时间来看，印度的工业化还没有开始，作为人口大国，其对大宗商品的需求将支撑资源品价格上涨。另外，是伴随着产业升级而来的应用扩张。比如，铝作为一种工业材料一直存在，但如果没有核工业的发展，其需求不会得到释放，同样，大飞机的应用会提升钛的需求；新能源汽车的发展和智能手机、平板电脑的普及，增加了锂资源消耗，带动锂价格上涨；此外，稀土价格暴涨，除了整合之外，更重要的是节能环保、技术创新带来的新消费需求的快速增长。

此外，一些加工企业迎合了经济转型的需要，重新得到市场认可。比如某些公司从传统的加工行业投身于苹果产业链，某些公司从原料、制剂到全球医药中间体产业链，都走出了逆周期行情。

围绕产业的转移和经济结构转型，新需求不断涌现，企业不断进行创新，应用扩张将成为资源领域的新亮点。”郭国栋说。

不过，犹如价值投资者容易踏入价值陷阱，以需求为驱动的投资要远离“需求陷阱”。郭国栋认为，在传统经济学范畴中，需求上涨，供不应求必然导致价格上涨，但并非所有的涨价都是由需求引导的。以目前化工原料中的草甘膦为例，近期其价格上涨导致相关个股走势强劲。但追其后，价格上涨的原因是，经历了爆炒之后，价格长期处于历史低位。一些竞争力较弱的公司已经关停，在完成去库存后，草甘膦价格出现恢复。不过，这种价格驱动不是因为需求看好，而是由于供给端收缩，需要谨慎对待。表现在股市，与草甘膦相关的个股除江山股份外，其余都相对平淡。

真正的需求上涨是由新的投资计划、新的贷款规模和企业自主贷款投资

带来的。”郭国栋说，仅关注价格是不够的，必须结合PMI和信贷数据等指标来判断，价格上涨是否是由需求驱动。

**看好精细化工 小金属更有机会**

对于新基金的建仓，郭国栋相对谨慎，他认为在目前的点位上，以低仓位迎接市场较为合理。在做基础仓位配置时，他将选择符合未来经济发展的行业，比如精细化工、医药农药中间体、民爆行业，这些公司成长速度较快，业绩波动相对较小。

下半年，在五大行业中郭国栋最看好的是化工，他认为化工中有很多小行业龙头能够走出逆周期的走势，其次是农业以及有色金属，黄金未来可能会有机会。

在化工行业，郭国栋认为，石油链条中的PVC、PVA都不是他关注的重点，农药、化肥以及页岩气在未来也有机会。农业中，他较为看好种子行业和海洋养殖，而目前两个行业均遭到压制。对于目前玉米、小麦等商品价格飙升，郭国栋表示，上市公司很难从农产品价格上涨中获取收益。受制于经营模式，目前农业股更像是经销商，而非种植商，这个问题在我国土地流转制度改革提速之后会有所好转，届时会产生美国式的大种植商，极有可能会在上市公司中诞生。而从大的逻辑看，居民生活水平提升会消费更多的高蛋白食物，如肉类、鱼类，需要更多玉米等低端产品作为饲料提供支撑，2007年后，高盛农作物指数不断创新高，而铜、石油等产品仅是高点附近徘徊，农业股未来有很大发展空间。

有色中相对看好应用扩张的小金属，对煤炭、钢铁这样的传统行业，郭国栋则保持谨慎态度。唐山港中报显示，公司净利润同比增长30%，增长最长的是堆存和装卸收入，上涨了46%，说明实体经济对于煤炭需求正在减少。”郭国栋认为，至少要在经济企稳、新的周期来临时，才会在右侧布局煤炭、钢铁个股。