

Fund

■基金 09 年投资策略

挖掘优质投资标的 把握结构性机会

◎本报记者 徐婧婧 王慧娟

日前,国泰、金鹰和东吴基金公司发表了 2009 年投资策略报告。在报告中,三家基金认为,2009 年 A 股市场依然存在着各种不确定性,但在投资策略方面可通过寻找业绩增长确定的公司,把握结构性投资机会,来抵御宏观经济的不确定。

国泰:从政策面寻求投资机会

国泰基金认为,从统计数据看,GDP、用电量和工业增加值等一系列数据快速下滑,显示了当前经济情况的严峻。然而,在中国经济增速放缓趋势越来越明显,以及通胀压力逐渐减缓的情形下,预期政府将获更大空间放松宏观经济政策与释出更多具体的经济刺激方案。

国泰基金预期,今年中期将会是经济和盈利最差的时间,然后经济将在下半年温和复苏。虽然投资意愿不强、需求放缓以及出口受阻会令中国经济遭受一定压力,但为了避免经济加速下滑而实行的“积极财政政策”,将会逐渐发挥效用,特别是 4 万亿的投资计划有机会对未来两年的经济增长发挥较大的推动作用。此外,强大的外汇储备和不断增加的外贸顺差,以及国家的财政资源和企业雄厚财力,也将为抵御金融冲击提供强大支持。

在投资思路,国泰基金表示,可重点关注受益于政府投资、积极产业政策持续推动的行业,如铁路及轨道交通、电网电力设备等;以及受益于刺激经济增长力度加强的周期型行业,如基础设施建设相关的机械设备行业;还有受益于弱周期特点以及内需扩张的防御型行业,如食

品饮料、医药、软件及互联网等。

金鹰:结构性机会主导 09 年投资

展望 2009 年,金鹰基金认为,A 股市场依然充满各种不确定性。在投资操作上,与 08 年不同,仓位控制已经开始让位于投资选时和个股组合,而且自下而上挖掘的优质投资标的将可能在全年贡献良好的收益。

对于 09 年 A 股市场的表现,金鹰基金认为,市场依然充满各种不确定性。一方面,自 6124 点到 1664 点最高跌幅 70% 以上的单边趋势性下行可能结束,静态 PE 创出新高,股息率和隐含盈利回报率显示股市投资吸引力大大增加,对政策效应的预期和宽松的流动性可能会扭转市场颓势;另一方面,市场 PB 比历史低点仍高出 30%,AH 溢价指数仍然高企,企业盈利可能出现较大幅度负增长也降低了估值的安全边际。因此,09 年 A 股市场再创新低或大幅反弹都不会太令人意外。

综合 A 股市场 09 年的运行环境、估值、上市公司盈利前景和流动性四方面因素,金鹰基金认为,09 年 A 股市场将处于股指上升和盈利下降的基本格局之中,市场估值中枢将出现提升,但提升空间将受到非流通股以及企业盈利增长放缓的制约,其动态估值水平在 15-25 倍之间波动的概率较大。同时资金推动和行业盈利预期改变会不断带来结构性、波段性投资机会。

从全年的投资主线看,金鹰基金认为,将继续围绕盈利确定性增长行业、受益于扩大内需政策拉动的行业、景气复苏的行业进行布局,其中受益于景气复苏的周期类行业最有可能贡献良好收益。



东吴:流动性产生结构性机会

东吴基金在报告中分析认为,2009 年中国经济面临全球经济普遍下滑风险下,尽管有积极政策刺激,但目前仍未看到宏观经济触底的迹象,财政刺激效果如何还有待观察。报告对未来中国宏观经济走势和 A 股上市公司利润增长的基本判断是:由于本次 4 万亿投资分两年实施,时间跨度比 1998 年要多一年,而每年政策执行力度与 1998 年基本相同。因此,08 年经济刺激政策的效果有望持续更长时间,未来两年中国宏观经济增长可能要比 1999 年相对稳定些。但由于 09 年上市公司 ROE 将随经济下行继续恶化,预计 09 年 A 股上市公司净利润同比下降 10%-15% 左右,但 2010 年有望扭转负增长转为正增长。

为此,东吴基金认为,09 年 A 股市场总体将以震荡为主,并可能

以三部曲形式演绎走势:政策、外盘企稳刺激估值反弹,随后出现业绩压制二次探底,最后由于业绩复苏有望推动市场再次反弹。

投资方面可重点关注以下四条主线的投资机会:第一条投资主线是自上而下寻找受益于积极财政政策和政府投资拉动并且需求增长相对确定的行业,重点关注:电力设备、铁路设备、建筑、建材以及通信设备。第二条投资主线是自下而上从公司技术优势、市场优势和管理运营优势等角度,寻找细分行业中业绩增长相对确定的公司,重点关注以下行业中的优秀公司:医药、食品饮料、保险、商业零售、传媒。第三条投资主线是受益于需求相对稳定并且成本下降毛利率有望提升的行业,重点关注:电力。第四条投资主线是估值具有一定安全边际,存在估值反弹的交易性机会,重点关注:银行、地产、机械、钢铁、有色、煤炭等行业。

■专栏

效率至上:踏上均值回归之旅

◎长盛基金投资总监 詹凌蔚

又一次辞旧迎新,作为机构投资者,不可避免地要谈到对来年市场的看法,或预测。尽管在我看来,常常这种预测与判断会被历史以教训与嘲讽的方式揭示其所犯下的错误,但我们也欣喜地看到,有时这种错误在来年却重新焕发生机。因此,真正负责任的行为是:用缜密的逻辑与思路为自己的判断写下最好的注脚,而不是把重点放在对时机与高低的凭空估计之上,除非你有充足的样本与概率数据让读者信服你的这种预估是建立在理性与科学的基础之上的。

我们认为 2009 年 A 股投资者面临的宏观经济背景概括而言就是:全球经济体开始寻找新的均衡。这里至少包含两层含义:1)发达经济体的“去杠杆化”进程依然延续。虚拟经济中的衍生杠杆,实体经济中的低储蓄率高负债消费模式的杠杆都在这次金融海啸中被剥去其合理外衣,受到应有的惩罚和理性的质疑;2)新兴经济体,特别是中国中短期内还面临去库存化、去产能化的考验。

立足于今天回首 2008 年,我们清晰地发现,始于本世纪初的向上经济周期,在 2008 年上半年其实已经面临有效需求不足的困境,而推动其最后赶顶的力量大多来源于流通环节的库存需求以及由此派生出的远远大于真实潜在需求的产能规划。当大宗商品价格轰然崩塌之后,我们不仅要承受经济周期拐点的压力,还要同时分担消化库存的痛苦。这种困境预计在 2009 年上半年还将延续。综合而言,上述两个事件背后的推手就是长达二十年的美元泛滥。

均值回归,首先应当是宽松的货币政策的回归,很遗憾,我们在这次拯救经济的行动中看到的是其反面,这毫无疑问为未来的经济运行和资本市场埋下了严重隐患。其次是经济周期由繁荣向衰退的回归;第三是中短期里去库存化结束后,市场价格向真实供求平衡点的回归;回归的结果不会因为反周期政府政策而改变,虽然积极的宏观政策会改变回归的节奏与波动的幅度。

因此,考虑经济周期的内在力量与外部政策的反作用力,2009 年不会产生有明显趋势特征的宏观经济运行态势,其或许会介于通缩与通胀之间,在衰退与复苏间反复挣扎。而基于这一判断,我们可以认为偏离配置策略依旧有效,不会产生明显的行业分化格局和配置机会,超额收益更多来源于风格偏离与品种选择。如果用更长的视角来审视,由于货币泛滥愈演愈烈,我们坚定地相信:真正的价值创造来源于有要素生产率提升潜力的组织与经济体,提高要素生产率是抵御长期风险的唯一选择。具体一些,我们觉得 2009 年的机会可能来自以下几个方面:1)确定性成长的估值溢价,2)需求相对确定的公司,原材料价格下降带来的毛利扩张机会;3)现金富裕型公司的并购与扩张;4)行业景气见底回升带来的估值回升。而如果从产业角度看,长期的机会来源于经济结构转型背景下的装备制造业,中期我们看好能够从政策刺激和货币泛滥中获益的地产行业,短期我们关注行业景气见底且面临价格理顺机会的电力行业。

基于以上判断,我们在投资策略上会比 2008 年相对积极一些,主要表现在逐步提高股票资产配置比重,以及提高组合的相对集中度之上。在组合构建策略与品种选择方面,除了依旧以 P/B、资本回报率、公司价值创造能力为主要准则之外,在特定阶段,也会加大 P/EG 策略的应用。

■嘉实观点

数量化投资应用前景广阔



嘉实基金 陶明

数量化技术发源于 20 世纪 70 年代,以 1971 年富国银行发行跟踪纽约证券交易所 1500 只股票的指数基金为标志,此后随着计算机处理能力的提高,越来越多的基金经理们开始依靠电脑来筛选股票,并判断买卖时机。选择目标公司的关键指标通常包括估值高低、成长性、盈利质量的好坏,还有与股票表现相关的其他市场因素。

数量化投资策略将人的见解和直觉、与金融理论以及数量化统计分析技术结合在一起作为研究工具,将投资思想通过具体指标、参数的设计体现在模型中,并据此对市

场进行不带任何主观情绪的跟踪分析,借助于计算机强大的数据处理能力来选择股票,以保证在控制风险的前提下实现收益最大化。

数量化投资的优势在于:

(1)数量化投资分析的范围广,可覆盖整体市场。与传统主动型投资策略选股范围有限的缺点相比,数量化投资的股票池可扩大至整个市场,可以利用从所有可选股票收集到的信息,而不必局限于特定风格的股票。这样就使调查的广度大大增加,更有助于进行分散化投资。举例而言,嘉信证券 (CHARLES SCHWAB) 的股票评级系统跟踪的股票超过 3000 只,并且每只股票都综合了基本面、估值、动量和风险四方面因素进行打分,按照分数高低给予 A 到 F 不同的评级。

(2)数量化投资策略可以在有效控制风险的同时,实现投资组合收益最大化。数量化的证券选择和组合构造过程,实质上就是在严格的约束条件下进行投资组合构建的过程,首先从预先设定的绩效目标的角度来定义投资组合,然后通过设置各种指标参数来筛选股票,对组合实现优化,以保证在有效控制风险水平的条

件下实现期望收益。换言之,数量化投资模型能够很好地体现组合收益与基准风险的匹配和一致。

(3)数量化投资的成本也比主动基金要低得多,这些成本包括研究的成本和交易的成本,比如,研究范围覆盖全球 2900 家上市公司的花旗银行,其雇用的分析师人数超过 300 名,对于一般投资机构而言其费用是无法负担的。

(4)数量化投资的优势还在于大多数模型选择股票的范围都在作为业绩基准的指数成份股范围之内,这种方法大大降低了基金经理的决策风险。数量化投资的其他优势包括避免认知偏差的干扰,模型数据实时更新,决策效率高等。

数量化投资与传统的定性投资方法是互相促进的关系。定量管理技术同样关注股票的估值、成长性、盈利预测调整等和基本面有关的驱动因素,但是纪律性更强,分析也更加细致。传统的定性投资方法注重个股精选,长期持有。相反,定量投资并不期望在单只股票上获取明显超额收益,而是寻找一批被市场低估的股票,保证组合整体收益率超越平均水平并在更大程度上降低投资风险。

