

# 勿在市场“朦胧”时作出悲观预期

——对话大成基金投资总监刘明

伴随着股指接近 2700 点大关后展开的震荡整理,投资者对“过高过快”的涨幅也心存疑虑,担心新一轮的回调即将上演。在经济复苏的大背景下,如何看待市场“朦胧”的走势?如何进行投资?本报记者就此与大成基金投资总监刘明进行交流,希望能在目前决策相对困难的时间段中,给投资者一些启发。

◎本报记者 黄金滔 安仲文

## “复苏”支持市场继续向好

记者:我们注意到最近对于市场估值的担忧又再度升温,你怎么看待宏观经济和股市的互动关系?

刘明:我们觉得宏观经济未来将继续改善基本上是确定无疑的。2008年下半年以来,政府采取了一系列的财政政策和货币政策,包括四万亿投资、放松银行信贷等,这都将促使经济产生一个阶段性的复苏。从日前出台的经济数据来看,企业利润回升的速度比我们之前预期得要快。

市场方面,A股自底部阶段开始的涨幅已经接近60%,这和宏观经济好转的现状是相吻合的。事实上,从去年下半年开始,市场就在极度悲观中寻找底部,这之后出现的一系列反弹正是对经济景气的提前反映。

目前来看,市场对09年的动态市盈率的一致预期大概在20-25倍之间。表面上,这个水平相对较高,但我们认为这种预期可能会有些偏差,随着经济情况的好转,该预期还将不断被修正。首先,在经济由极度悲观向面临复苏的情况转变时,市场对于盈利预测的调整速度可能较为滞后,这会间接影响目前预测的准确度。第二,由于整个经济处于复苏阶段,很多行业的盈利水平有可能存在低估,一旦这些行业的上市公司的EPS(每股收益)出现上调,它们的动态市盈率就会降低。因此,综合考虑各种因素,当前的市场估值水平应该说尚未偏高。至于未来,影响市场的主要因素还是“复苏”。

记者:那么市场有没有可能在复苏过程中出现一波大的回调,这也是许多投资者一直关心的话题?

刘明:我认为股市出现较大幅度回调的可能性相对较小,这主要是基于对未来经济状况持续好转这一判断。不仅宏观经济在不断向好,经济的微观层面也在改善,企业利润在不断向好,在这种相对温和的大背景下,市场应该不会大幅深调。

市场对回调的担心某种程度上也是一种熊市心态,投资者总是认为短短时间就涨60%不可思议,而这种担心又反向表明了上涨并非是非疯狂的,投资者和市场仍然都是理性的。

记者:那么,从基金的仓位水平来看,基金将如何把握这一轮的经济复苏?

刘明:整体上,我们判断经济复苏的过程会相对漫长,复苏不是昙花一现,不会过早结束,市场也不会出现太大的反复。所以我认为,仓位方面保持一个较为积极的策略相对会较好一些。不过,对于某些行业,我们认为还是需要谨慎对待。

对于短期出现的市场波动,我们建议投资者无需太过在意。有的投资者担心市场大幅下跌,就想抛掉手中持有的股票资产,然后在低位买入等待反弹。但是这种波动操作的难度其实非常大,一般投资者很难把握。

## 超配地产和节能减排股票

记者:从投资布局的角度看,您认为哪些行业和板块值得超配?

刘明:我们觉得可以超配的行业主要有地产、节能减排以及建材等。在经济复苏的大背景下,包括地产和汽车这样的大宗消费品行业会持续受益。此外,房地产市场转好又会刺激建材行业的反弹,这种联动效应应该视为投资的一条线索。

具体到房地产板块,我们认为,在这一轮地产复苏阶段,要选择那些在前期市场不是太好的情况下还敢于拿地以及土地储备较多的企业。而前期采取战略收缩策略的地产企业可能面临反弹乏力的局面。

节能减排也存在很多投资机会,我们看好太阳能板块。这首先是因为,随着制造水平的提高,太阳能板块的成本会迅速降低,这有点类似五年以前的风电板块。其次,国家政策目前也非常支持新能源、节能减排等新兴产业,这也会对该类行业带来爆发性增长的机会。整体而言,节能减排并非一个概念炒作,我们投资时会关注相关上市公司有没有实质性的后续经营,基本面是不是能够实质性的受益节能减排的大方向。

记者:与超配相反,在目前投资中哪些行业板块需要回避或谨慎对待呢?

刘明:我们认为,现在钢铁行业的投资机会还需要继续观察。钢铁行业的复苏情况可能会比较落后,这主要是因为需求受到



经济衰退的影响而持续疲弱之时,钢铁行业产能过剩的矛盾比较突出,钢价反弹的高度短期内还是受到产能压力的压制。

此外,消费零售业以及医药行业、电力行业都需要谨慎对待。至于零售业、铁路以及公用事业的投资机会,我们认为此前的市场股价已经有所反映。

我们预计,医药板块在复苏阶段有可能跑输大盘,尽管有个别上市公司因为新药的推出使得公司利润大幅增长,值得长期持有,但从板块而言,医药板块可能会落后于大盘。就行业规律来说,医药板块某种程度上不存在“复苏”阶段,因为医药本身是个表现平稳的行业,市场下跌的话它们相对抗跌,而在大盘反弹和经济复苏过程中,医药板块则不会出现太大的上涨。

记者:在经济复苏的过程中,个股反应也不尽相同,基金如何确保买入的股票是准确和安全的?

刘明:我们对于选股所做的工作比较多,但大致可以归纳成以下几个方面:第一,我们要选择上市公司所处的行业,行业是否具有明确前景是最重要的因素;第二,我们必须分析上市公司的治理结构,相关企业在整个行业中的地位以及市场份额;第三,我们要分析上市公司的财务状况;第四,上市公司的估值水平也非常重要。

挑选个股必须同时满足上述条件。比方说,前面三个条件得到了满足,而上市公司的估值水平却非常低,这其中就可能存在某种疑问:市场不愿意给予其更高的估值,公司是否在某一方面存在比较大问题?那么,我们就要判断这个问题的来龙去脉,判断其是否值得投资。同时满足上述四个条件的上市公司会极其稀少,我们尽力去做到优中选优,以保证我们投资的准确性和安全性。

## 不要在恐慌时作出悲观的预期

记者:在经济复苏过程中,基金如何看待外围市场和经济走势?

刘明:我认为美国市场最坏的情况有可能已经结束了,而且从房地产销售数据上看,外围的宏观经济正出现好转,房地产销售数据增加、房价开始反弹。

尽管目前外围市场的失业率还比较高,甚至有些上升,但是已经接近历史高点,继续上升的可能性不大,见顶的可能性较大。失业率是一个滞后于经济的指标,一个企业从经营状况出现恶化到被迫裁员,实际上要经过相当长的一段时间。若这个滞后的指标都即将见顶,就意味着股市最坏的时候已经过去了。

至于港股,我们认为也正在摆脱最坏的时候。一方面,香港是一个国际化市场,跟着全球经济走;另一方面,港股受中国内地经济的影响比较大。我们认为,港股后市向好。

记者:从权重股方面看,基金公司对证券、保险、银行在内的大金融板块怎么看?

刘明:我们觉得,保险是可以长期看好的。因为经济复苏导致资产价格上涨,对保险投资的收益率将产生有利影响。此外,降息的周期很有可能结束,甚至有可能进入加息的周期,这对保险板块是一大利好。

银行业方面,随着投资者对宏观经济担忧逐步减轻,银行业的估值水平会处于一个回归的过程。外界对银行业资产质量的担忧是目前压制银行估值水平的最重要原因。随着经济逐步复苏,投资者的信心会渐渐增强,银行业的估值水平将逐步回归。此外,银行的息差也可能在二季度见底。

综上,我们觉得保险业和银行业的投资机会仍然不小,存在一个价值回归的过程。

记者:不少人认为对市场应该采取逆向思维的投资策略,放在当前的环境下,你是如何看待这一策略的?

刘明:逆向思维在投资过程中其实很难做。逆向思维大致就是在别人悲观的时候要乐观。别人悲观的时候,可能有投资机会,但不代表一定有投资机会。市场跌到3000点的时候,悲不悲观?它还会跌到1600点。所以,市场悲观的时候,还存在更悲观的环境。逆向思维可以作为参考,不能作为投资的完全依据,否则风险非常大。

不要对看不清楚的东西做悲观的预期,这很重要,是历史经验教训。08年下半年的股价实际上已经反映了市场对09年上半年表现的悲观预期,在这个时候你如何做选择?如果那个时候还卖出股票,那就是对看不清楚的东西做悲观的预期。事实上,没有谁能够准确判断09年下半年还会差或者2010年还会差,但一些投资者在恐慌情绪下对看不清楚的事物作出了悲观的预期,所以导致在市场最低点时抛售了股票。

目前,市场震荡开始加大,有些投资者开始动摇。我的意见则是,如果看不清楚,不要过分悲观,保持耐心观察。这样,你就有可能避免在最低位,避免了在最低位卖出就意味着投资成果已在平均水平以上。

## 个人简介

刘明,硕士,17年海内外证券市场投资经历。曾任厦门证券公司鹭江营业部总经理、厦门产权交易中心副总经理及香港时富金融服务集团投资经理,2004年3月加盟大成基金管理公司,2004年10月-2008年1月任宏宏证券投资私募基金经理,现任大成基金管理有限公司投资总监、投资决策委员会主任委员、大成优选股票型证券投资基金基金经理。