

■探寻新时期的投资智慧

栾杰:市场将回归“多维”

编者按:从本期起基金投资版将推出“探寻新时期的投资智慧”专栏,刊登场内一线优秀机构投资者的采访,重点关注他们的投资理念、方法和实践体会,我们相信对于基金的长期业绩而言,积极、有效、长期的投资哲学远比灵光一现的市场观点来的更有意义。本专栏将不定期推出,秉持宁缺勿滥原则。

◎本报记者 周宏

“目前的市场正从牛市的‘一维思维’转向调整期的‘多维思维’,是否意识到这种转变将会很大的影响未来的投资绩效。”农银汇理投资总监栾杰对未来行情发表了最新看法。

作为一个具备12年证券从业经历的基金经理,栾杰管理的基金曾获得了2004年、2005年和2007年的晨星五星级基金。

买入并“盯着”

在栾杰看来,投资必须随时关注市场的变化,不断地根据新的信息检验、调整过去的判断。“买入并盯着”(不是简单的“买入并持有”)是他更认可的投资方法。

栾杰认为,目前的市场心态正在发生变化,牛市的“一维思维”正在被抛弃。那种只考虑市盈率,而不分析市盈率背后的利润构成、增长持续性的投资思维在现阶段市场将受到考验。

“调整市道里,市场对上市公司的‘眼光’会更趋严格和挑剔。主营是否突出、利润增长能否持续、是否有大额融资、行业竞争力是否突出等等因素都会不同程度影响股价。



估值方法要从单纯的PE估值调整到PE、PB、重置成本法等综合角度。简单的说,选股的思维方式又回到了2004年。”栾杰说。

周期决定盈利

在栾杰的投资理念中,最重要的是两句话“基本面驱动股价、周期决定盈利变化”。前一句是行业共识,而后一句则是他多年投资的总结。

在栾杰看来,企业盈利都是由它所处的周期决定,而这是时刻变化的——“宏观经济周期在变化,行业景气周期在变化。所以,决不能静态的看待企业盈利。”

当然,面对这种变化,不同投资者的选择不同,栾杰更倾向于去分析它、把握它。“很多人害怕周期,但是周期循环是投资避免不了的问题。买错周期,再好的企业也一样跌掉一半。”

栾杰认为,成功投资的本质就是在“有利的周期位置上,选择了最好的企业介入”。他认为,无论是由下至上法、由上至下法或者绝对收益法。最终、价值投资各条路径都指向一个目标——“在对的阶段找到最有价值的公司”。

避免“求证陷阱”

而要达到上述理念,有效的做法必不可少。栾杰认为,最需要关注的是以下几个重点。

首先是,强调宏观策略。栾杰认为,宏观策略决定大方向,大方向看错,抱住一两个好公司,肯定是本末倒置。

第二个重点是要减少犯错的机会。怎么减少?栾杰的做法是让金融工程纳入决策过程。通过市场表现来验证投资观点。防止研究员或基金经理进入“求证陷阱”。

“做研究非常容易陷入求证陷阱,就是当一个观点建立以后,人会下意识的筛选市场信息,抓取和自己一致的投资观点,来强化自己的投资逻辑。”栾杰认为,通过金融工程的参与,犯大错的概率会受到控制。

第三,塑造开放、宽松的投资文化。栾杰认为,投资研究一定要有开放的心态。“道琼斯工业指数成分股50年后,还有几个一直存在?”是他经常挂在嘴边的话。

栾杰认为,“保持好奇心、开放的心态、工作激情、与时俱进”是做投资必须具备的工作态度。而“团结、坦诚、公平、宽松”的团队文化则是投资业绩的根本保证。

“这不仅仅关系到团队是否稳定、更直接作用于基金投资的长期业绩。一个人可以创造阶段性的好业绩。而长期的业绩还是要靠团队。”栾杰说。

■资金观潮

恐惧时分

◎本报记者 周宏

巴菲特有句名言:在别人恐惧时贪婪,在别人贪婪时恐惧。然而能够做到这点的人总是少之又少。

基金发行在上周再度回到停滞状态。新基金募集的气氛也屡创新低,尽管此前预计的市场外围资金继续流入,但是场内资金的退出姿态同样坚决。导致市场继续维持低迷状态。

自前一周以来,明显出现的市场增量资金上周继续流入,但并未改变市场气氛。A股市场上下震荡、持续回落的态势,不仅在考场场内投资者,事实上也在考场管理层乃至各方的相关机构。

从各方面汇总的消息看,上周的A股市场继续成为了场外资金流入和场内资金流出的换手一周。但与前一周不同的是,双向资金流动没有能够激起市场反弹和成交量放大,相反起到的作用并不理想。

上周成立的浦银安盛价值成长基金,最终揭晓的募集规模为17.3亿元左右,为今年以来成立的4只偏股基金中份额最低者。由于基金募集期正好遭遇A股市场罕见的持续快速下跌,且为新公司,业内认为,能够取得这样的销售业绩已属不易。

统计显示,上证综指自去年10月份调整以来,截至4月9日,累计跌幅达到近44%。2008年一季度,国内271只偏股基金加权平均净值跌去20.09%。随着市场的持续下跌,基金盈利效应剧减,基民开户数也同步下降,2007年基金一日售罄的盛况不再。新基金的发行和老基金的持续营销双双陷入举步维艰的境地。

而更让人担心的是,目前发行的偏股基金已经出现延长募集期限的情况,这无疑反映了目前市场募集情况的惨淡。这从基金募集规模一路由150亿下调到30亿的巨大落差,也能看出不少。

在一些业内人士看来,去年单只基金一天销售100亿的“亢奋”和目前的“疲软”都不是正常状态。前者令的基金销售几乎没有选择的余地。而2007年10月以来,国内A股市场集中释放风险,下跌幅度和速度为历史罕见,也让2007年下半年入市的新基民普遍被套,导致投资意愿下降。

不过,目前看伴随上周又1只基金进入建仓阶段,场内已经建仓的基金升至4只,而且,以QFII为代表的境外资金经由各种途径在最近两周内持续流入。对于A股市场的资金面来说,最困难的时候或许也是最有希望的时候。

最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
华夏行业精选	142.428
国泰沪深300	63.855
易方达科讯	118.33
国投瑞银稳定增利	41.96
大成景阳领先	48.59
工银瑞信全球配置	31.56
建信优势动力	46.42
南方盛元红利	62.13
中银策略基金	46.52
浦银安盛价值	17.3

■基金手记

从经济数据揣摩市场形态



汇丰晋信2026拟任基金经理 蔡立辉

CPI、PPI、M2这些看似拗口的经济术语最近成了人们谈论的热门话题,投资者从未像现在这样关心GDP、CPI等宏观经济指标。无论是机构投资者,还是个人投资者,都对经济数据表示了极大的关注,而宏观经济、财政政策和货币政策也从未像今天对股市带来如此直接的影响。

根据最新公布的经济数据,尽管一季度的GDP增速出现放缓,但是物

价指数仍然处于较高位置。不过,从历史经验来看,最坏的情况发生时,往往也是投资机会酝酿的时候。

CPI在3月份单月的同比上涨幅度达到了8.3%,应该说符合市场的预期。以目前的趋势,近一段时间CPI数据还是会居高不下。不过,我们发现其中更多的是由于结构性的因素,如价格上涨主要发生在粮油和猪肉上面。俗话说:猪无常年贵,肉价上涨主要是因为前几年肉价低,影响了供应,再加上猪蓝耳病等疫情,造成了供求关系的失衡。但目前国家已经加大了包括猪肉消费和生产环节的补贴措施,特别是针对促进生猪生产发展和保障市场供应的多项措施正在陆续到位,相信在供应矛盾得到缓解之后,猪肉的价格会逐渐回落。我们预计到今年4季度CPI会有明显下降,全年能够保持在5%—6%的水平。

以最新的数据来看,一季度工业品出厂价格(PPI)同比上涨6.9%,3月份的涨幅更是达到了8.0%。现在市场关心较多的是PPI的上涨会传导到消费品的领域,有观点认为,这预示了通胀的主导因素很可能由去年的

需求增长转移到成本价格传导方面,如果这种成本上涨完全传导到下游最终消费品价格方面,就将加剧CPI的升幅,从而意味着央行可能采用更多抑制物价的手段。PPI上涨对CPI影响的传导机制相对来说是比较复杂的,在实体经济中,企业可以通过增加产能或消化库存来抵消成本的变动,所以这个所谓的传导机制是不明显的,不能单纯地从PPI的上涨判断CPI的趋势。

有关出口的数据,出口数据也由2月份的大幅下滑而出现恢复性增长。总体而言,一季度出口增速为21.4%,以人民币计价出口增速11.6%,我们相信还是有积极的因素存在。从宏观经济来看,我国希望通过加速人民币升值来缓解通胀压力,但预计下半年升值会放缓,所以出口企业的压力会有减轻。

由于上半年CPI的涨幅可能较大,所以国家从紧的货币政策不会变化。下半年随着基本面的好转,相信货币政策会有所松动,因此会对房地产业等资本密集型行业提供较好的业绩增长空间。

从经济数据看,当前总体经济

形势比预想的要好。农业稳定发展,工业较快增长;投资增长过快、货币投放过多、外贸顺差过大的矛盾有所缓解;结构调整取得新进展。而沪深300的市盈率目前不到20倍,事实上中国经济在持续增长,仅用市盈率数据和其他国家比,会忽略国内经济良好的发展趋势。

此外,市场一致预期沪深300成份股净资产收益率(ROE)可以达到17%的水平,这样高的盈利水平在成熟资本市场是很难见到的,也是支持A股估值溢价的重要支撑因素。近期QFII投资者加大对A股的投资力度也能从侧面证明这一点。我们相信中国股市将会越来越充分地反应中国经济的增长,即使是有大小非解禁、增发等负面因素,市场的投资价值 and 增长空间依然非常明显。

