

# A股市场 正遭遇一场信心危机

——对话光大保德信首席投资总监袁宏隆

本版摄影 徐汇



◎本报记者 郑焰

在这个草长莺飞的春季,多数A股投资人正经历着寒冬。截至2008年4月18日,上证综指数收于3094.67点,较最高点跌幅已近50%。与此同时,基金重仓股的大幅下挫似乎并未停止,“看空”与“杀跌”声不绝于耳,悲观气氛几乎弥漫了整个市场。

光大保德信基金公司的首席投资总监袁宏隆却显示了难得的信心。“市场到这一地步,再盲目杀跌已没有意义。尽管通胀因素值得关注,但不论从投资、消费、还是贸易数据考察,中国的宏观经济并没有变坏。当前的下跌更多来自于心理恐慌。”他表示。

自1987年从美国南卡罗莱纳大学获得国际商业硕士学位后,袁宏隆在投资界已经打拼了20多个年头。从中国台湾地区到加拿大,再到中国大陆,袁宏隆绕着地球转了大半圈后,终于在2006年底加入光大保德信基金管理有限公司,实现了落叶归根的夙愿。

截至2007年末,光大保德信旗下光大保德信量化核心、光大保德信红利、光大保德信新增长基金均在晨星排名中名列前25%。其中,光大保德信红利基金更是以年度净值增长率晨星排名前五的成绩为投资者奉献了良好的回报。与此同时,这一成立于2004年的基金公司,在去年实现了20倍于2006年底资产管理规模的增长,并获得2007年度上海证券报“金基金”评选“最快进步基金公司奖”。

时值市场风雨飘摇之际,光大保德信基金公司首席投资总监袁宏隆就市场估值、上市公司盈利预期、通货膨胀因素及大小非解禁对A股市场的影响等问题,接受了《上海证券报》的专访。

## A股下跌是信心危机

问:您怎么看当前A股市场出

现的恐慌性下跌?

袁:我觉得对于A股市场来说,目前更多是信心危机。在持续下跌导致恐慌氛围的影响下,投资人持股意愿不高。赚到钱的人想获利了结,套牢者更是在恐惧中杀跌。

但是,每一个股票价格都有一个均衡点,涨高了有人卖,跌太惨了,就没人卖了。目前沪深300成份股2009年估值水平已经降到15倍左右。我认为估值水平下降到10倍是有困难的,除非我们对宏观经济的估计出现了根本性的错误。

问:这一轮下跌恰恰是很多人对中国的宏观经济面,乃至上市公司的2009年盈利预期产生怀疑的背景下产生的,您如何看待这一现象?

袁:的确,高企的CPI数据、政府的紧缩政策以及海外次贷危机对投资人信心带来了打击。但我认为,综合来看,中国经济增长没有太多可担心的地方。

首先,贸易顺差对中国GDP的贡献度为7%左右,即使按照一季度贸易顺差同比下降10%计算,对全年GDP的向下拉动也不会超过1%。

其次,近10年来的经验表明,投资对GDP的贡献度近50%。受城市化进程影响,国内对投资的需求还很高,根据国家统计局发布的数据,1-3月份,城镇固定资产投资18317亿元,同比增长25.9%,仍在高位运行。

再次,民间消费仍有望以近13%的增幅带动GDP的增长。综合考虑,我们觉得2008年的GDP增速仍有望达9%-10%。

据我们研究,优秀的上市公司盈利增长幅度一般可达GDP增速的2.5倍至3倍,去年这一数据为5倍。那么,这类优质公司的2009年盈利增长速度有望达25%-27%。相对于2009年15倍左右的平均估值水平来说,我觉得市场已经不再贵了,下跌余地不大。有一些行业已经出现了很

好的投资机会。

## 通胀下降是股市回暖之时

问:如果说把次贷危机、通胀压力、大小非解禁作为第一季度影响市场信心的关键词,你认为哪个因素对A股市场的实质影响最大?

袁:我比较关注CPI因素。事实上,通胀压力大的时候,对于资本市场而言,很少是好的。因为面对高通涨,利率水平和市盈率间很难取得平衡点,市场估值体系出现了紊乱。上市公司的盈利增长幅度还需考虑通胀因素,其盈余资产也要调整。当然,一定程度上的通货膨胀,对于那些有定价能力的公司并非坏事。

目前,我们面临的这一轮通货膨胀是由粮食、石油等涨价引起的输入性通货膨胀,或许很难控制。我们预计2008年上半年CPI数据仍将高企,下半年随着翘尾因素的减轻,CPI能够回落。

我们认为CPI始终是影响公众情绪特别是股市心理情绪的一个重要因素之一,只要月度通胀数据下行趋势明显,我们相信股市的回暖为时不远。

## 流动性并没消失

问:今年还有一个现象是,大量的大小非开始解禁。很多人认为市场的供需关系出现了逆转,在金融资本与实业资本的博弈间,估值体系将被颠覆。您怎么看?

袁:我个人觉得大小非问题并不如想象中的那么可怕。在市场估值过高的情况下,大小非解禁的确是个问题。但目前沪深300的动态市盈率已经到了20倍左右,甚至有些股票开始跌破了发行价,我不认为大小非抛售的意愿会很高涨。

事实上,对于一些掌握企业控股权的大非来说,出售股权的可能性并不像市场想象的那么大。而优质公司控股权的转让在实战中,是存在溢价的,比如微软收购

YAHOO,就给出了40%-50%的溢价。

问:那您觉得从资金面的角度来讲,A股的流动性出现问题了吗?

袁:我觉得目前的信心危机让市场的流动性从显性变成了隐性。流动性并没有一夜间消失,这些资金也不见得离场。

2008年以来,银行间债券市场价格强劲上扬,债市收益率有较大跌幅,在股市资金流出,资本流入强劲,外汇储备剧增的背景下,事实上新增流动性出于对风险溢价的要求,进入了债券市场。截至季度末,七年期和十年期债券收益率为3.881%和4.01%。此外,三月份数据表明,我们的贸易顺差仍然出现了同比增长。

问:那么,在具体的行业选择上,您怎么看待?

袁:对于金融行业我们依然看好。目前的一季报显示,数家银行的盈利增长都在80%-90%,这更坚定了我们的看法。

事实上,在经历了40多个基点的加息后,季报数据显示,银行的利差反而增加了。因为当流动性高的时候,很多资产都会放在短期上面,这有利于银行扩大利差。银行业在享受中国的流动性过剩的好处。宏观调控控制信贷规模,反而有利于银行选择优质资产,提高定价能力。因为贷款资源的紧缺,以前打折放贷的,现在不打折了,并且不用跑量,更注重优秀客户的选择。

此外,煤炭采掘、基础化工原料、农资、生物医药等景气仍在上升的行业也是较理想的选择。光大保德信旗下基金的重点行业配置原则上没有发生变化,仍将是金融服务,上游行业和消费升级。

我觉得对于当前的市场,我们要有理性预期。相比2007年而言,2008年上市公司的盈利增长速度减少一半左右。在此基础上,动态市盈率不能被扩充,反而要被压缩。但是,当调整幅度达到50%,股票价格很有可能已经不再贵了。