

通胀阴影下的行业投资逻辑

——对话农银成长基金拟任基金经理曹剑飞

自2008年以来,公募基金的运作普遍进入一个备受考验的阶段。除了宏观经济的不确定性外,投资理念、市场压力无时无刻不在考验这个群体。值此关键点,备受市场关注的新基金会怎样的作为呢,他们更关注什么?更重视什么?他们的投资理念和策略又是怎样?记者日前就此问题和农银成长基金拟任基金经理曹剑飞进行了对话。

◎本报记者 周宏



侧重行业配置

问:农银成长是农银汇理的首只基金,拟任基金经理团队也是经历多年市场考验的成熟团队,你觉得你们和其他基金投资团队理念上最大的不同是什么?

曹剑飞:回顾我们过去的那些投资经验和教训,我觉得值得重视的投资理念有以下几个方面。

首先,当我们看好某些行业时,就应该对这些行业进行重点配置。通过自下而上和自上而下方法形成行业分析的结论,然后通过重点行业配置来获得超额收益,而不是精选个股的方法来获取超额收益,这是我们理念中很重要的一个部分。

另一方面,我们会更重视自上而下的分析判断方法,尤其是目前市场的环境中。我们研究分析的起点是宏观层面,先判断宏观情况,再进行行业分析,最后才到个股研究。通过这样从上至下的分析,可以保证我们大的方向不会错。

自下而上的分析往往有个问题,就是对个股研究深入以后,会不自觉地对这家公司陷入“看多”的情绪。买点是不是很好,宏观经济的大环境是不是符合,这样的关键问题就被忽略掉了。自上而下的分析不容易犯大错。

第三方面,我们对于中国股票市场的长期看法仍然是乐观的。我们认为,中国市场依然是个成长的市场,所以,我们会更多的选择成长股来投资。选择那些未来3年有确定增长的上市公司。

问:自上而下的重要性在今年上半年发挥得淋漓尽致,但不可否认的是,要对宏观经济走向进行准确分析是非常困难的,你们如何把握宏观经济走向的脉络?

曹剑飞:对宏观经济的分析,我们也有个摸索的过程。

我们的体会是,作自上而下的分析,有时候不用搞得那么复杂。对股票投资来说,抓住宏观经济的几个关键点,可能比精确预测宏观经济指标更有意义。

对我们来说,现在最关心的是宏观调控政策的走向。假如宏观调控政策始终维持目前的取向,那么股市要大幅上涨,压力是很大的。什么时候政策转而放松,股市的机会可能就来了。

这背后的机理主要是流动性的释放和紧缩过程以及经济运行周期。资本市场的估值需要流动性的支撑,货币政策一紧缩,股市的流动性就会出问题,市场的估值自然就下来了。去年末市场之所以见顶,和当时政策出现紧缩导向有很大关系。当经济运行过热而出台宏观调控政策时,就意味着未来经济将减速,由此企业的盈利能力会普遍下滑。当宏观调控放松时,就意味着未来经济将进入扩张期,企业盈利能力会提升。

问:大家目前都很关注通胀的走向,农银成长的投资团队怎么看?

曹剑飞:CPI(消费者物价指数)的下降趋势还是比较明显的。考虑去年下半年的基数较高;猪肉价格为代表的食品价格明显回落,以及全球反通胀的共识越来越明显,我认为,通胀压力会越来越小。

尤其是后者,对于控制通胀非常重要。这次通胀是全球性的通货膨胀,它不可能由一个国家的控制。目前看,欧洲已经加过一次息,美国至少不会降息,新兴市场都在为控制通胀做努力,全球的共识日益明显。

通胀背景下的行业前景

问:市场普遍认为目前的宏观经济不确定性很大,在这种背景下,目前还有什么行业能看到确定的增长?

曹剑飞:在目前的宏观经济环境下,有确定增长前景的行业当然少了很多,不过还是有。比如,医药、通讯IT行业、机场为代表的公用事业,以及农业、采掘相关的服务产业。

上述行业的公司成长性,和宏观紧缩的政策关联度不是很大。因此,更容易回避经济波动和紧缩政策的影响。

以通讯IT产业为例,行业发展的背后是国家投资在支撑,这一块是经济减速后的避风港。另一方面,我们通讯IT产业仍然落后发达国家很多,在很多方面我们仍然有很大的发展空间。美国通过技术革命,成功地推动了经济发展和社会进步。这方面,我们很多行业有很大的潜力。

另外,那些和农业、采掘相关的服务产业,我们也会关注,这些公司的发展同样受到农业、采掘业巨大投资的推动,与GDP增速的关系较小。

问:关于消费行业,业内的观点分歧很大,你们怎么看?

曹剑飞:我们对于下游消费行业是这么看的。必须消费品可以看好,可选消费品不行。

举个简单的例子说,在零售行业就是看好超市,但不看好百货。超市销售的都是老百姓日常相关的必须消费品,这一块在经济转淡时仍然会有发展。而百货行业中的相当部分是可选消费品,当经济环境转下的时候,更容易受到影响。

我们看到的一些调研结果,也证明了这点。当经济不景气的时候,最先受到影响的是娱乐、旅游、餐饮等行业,包括一些高档服装等的销售也会受到影响。可选消费品在经济减速期面临的风险明显大于必须消费品,所以我们会更多地在必须消费品领域寻找机会。

多角度看公司

问:对于下一阶段的股市怎么看?

曹剑飞:我觉得,历史上股票市场的走势可以给我们以启发。

上一轮熊市是从2001年开始,从2001年6月份到2002年1月份,市场处于单边下跌过程中,这种市场环境里,几乎所有股票都在下跌,市场系统性风险充分暴露。

然后,从2002年初至2005年6月,上证指数创下998点的最低点期间,尽管指数仍然有30%多的跌幅,

但是,沪深300指数股中,却有超过1/4的股票是上涨的。其中上涨最多的股票包括上海机场、海油工程、烟台万华、中集、振华港机等。

由此得出的结论是,在市场下跌的第二阶段,是有明显的结构性机会的。尤其是那些和宏观经济关联度较小的稳定增长的公司,结构性机会更加明显。

在我们看来,对A股市场来说,第一阶段的集中风险释放已经过去,市场正在进入第二阶段,这期间,结构性机会是存在的,也是我们未来着力把握的部分。

问:结构性机会主要存在于哪些方面,下半年股市你们更关注什么投资主题?

曹剑飞:结构性机会这方面,是有历史经验根据的。

包括对美国、日本当年类似经济阶段时的市场表现,我们也做过统计。在那种时候,像农业、通讯、消费品、公用事业等行业的个股,相应的表现都是领先的。这些行业的增速受GDP影响小,相对安全。

市场主题方面,我们认为央企的资产注入仍然值得关注。资产证券化在中国是个长期的过程,值得长期跟踪。当然,在目前市场环境下,我们会考虑投资的安全边际。另一个很大的投资主题是产业升级。面临经济减速和经济增长模式转型的大背景,产业升级会是很多行业面临的重大考验和机遇。

在经济转型主题中,我们看好机械行业。这个行业会成为中国产业升级中的很重要的方向。包括电力设备行业、风电设备,这些行业未来的竞争力和发展空间不用怀疑。

日本在1970年代时同样面临目前中国经济几乎同样的宏观环境,包括高油价、经济减速、通胀上升等因素,最终,通过产业升级,日本完成了经济的又一次成长。而其中,机械设备、汽车行业的崛起堪称代表。

除了上述的主题外,节能减排也是我们重点关注的投资主题。这也是目前经济发展阶段的一个反映。值得注意的是,节能减排并不限于新能源行业。在传统行业中提高效率、降低能耗同样在节能减排的大主题之中。诸如电力特高压设备、高炉保温材料乃至机床设备的应用,都是题中之意。

问:你的简历显示,在担任基金经理以前,你有很多年的研究经验。能不能分享一下你对个股挖掘的心得?目前市场环境里,尤其值得重视的环节是什么?

曹剑飞:我觉得目前最重要的是,要树立多角度看公司的意识。这是牛市和熊市中个股挖掘的最大差别。

在牛市中,个股上涨只要一个理由甚至一个题材就可以。而在熊市中,市场对于个股是非常“挑剔”的。包括基本面的详细情况、大小非、公司治理结构等各个方面,都会受到关注,这也是我们近期非常注意的一个环节。

对于重点上市公司,我会高度重视,尤其是未来3~5年的成长情况,没有一个明确的预期,我们不会重点参与。另外,诸如应收账款、存货情况、负债结构、现金流状况等财务指标也会仔细研究,只有方方面面都研究清楚了,投资才会有信心。

