

避成长 择主题 抗医药

各路资管机构四季度策略大起底

□本报记者 曹乘瑜

上周五下午听完最后一个路演，某基金公司TMT行业研究员小刘(化名)终于松了一口气——离国庆长假又近了一天。然而，在晚饭的饭局上，一个朋友的询问又勾起了他对节后的烦恼——“四季度做什么股票比较好？”“公司要打排名战，肯定不会再有TMT股票了，但是会保重仓的那些医药消费类股票。”小刘说。

与此同时，一家保险公司的资管经理李平(化名)也在忧虑节后的投资。“唉，估计节后一上班就会有不少事情。”李平说，9月经济数据发布、美国10月份的议息会议、审计署数据公布……”

2013年四季度，对于资产管理行业人士而言，注定是一个“多事之秋”：外围有QE3的退出之剑高悬，国内有重要会议背后的政策大戏和地方债务平台的债台“高度”揭秘……这一个个未落地的“靴子”，对于投资者来说，也是一个个风险点，券商、私募、公募、保险均在积极准备，以做万全应对。当然，与此同时，也各自打着自己的“小九九”：保险希望能够降低权益类投资比例，部分私募和券商仍想短线操作。不过值得关注的是，各路资管在四季度的权益类投资中，不约而同地将目光投向医药这块三季度被遗忘的角落。

成长股调整成共识

“四季度最大的风险点就是各类政策不及预期。”今年以来一直稳坐私募冠军宝座的私募创势翔投资的研究总监钟志峰表示。以上海自贸区概念为例，在过去几个月里，市场展开了一轮又一轮政策“热点前瞻”，也让灵活投资的私募“大饱口福”。然而，临近自贸区方案公布和自贸区正式揭牌，上海自贸概念股却开始了一轮断崖式下跌，多只个股竞相涨停。申银万国高级宏观分析师李慧勇也表示，自贸区建设是中长期事业，在很多方面会涉及各种利益且难以撼动，预计短期政策很难超预期。他认为随着自贸区方案的公布，自贸区概念会从狂热预期主导的群魔乱舞转向精耕细作，只有真正受益于自贸区建设的企业才值得关注。

对于8月底狂飙的自贸区概念，公募虽来不及参与，但却表示这并不是他们担忧的问题，他们更担忧上市公司三季报业绩和创业板调整。随着10月份的到来，上市公司将陆续披露三季报，从已经披露的半年报情况来看，创业板和中小板中超过半数的股票业绩并未达到市场预期。今年上半年股基业绩冠军中邮基金表示，前期高估值行业所获得的巨幅市值成长并非源于业绩支撑，而是估值驱动。

因此，中邮基金认为，三季报的业绩证伪或将导致高估值行业四季度跑输。数据显示，近三年来每年的四季度都会在10月份左右开始股票高低估值之间的收敛，即高估值行业当年PE/低估值行业当年PE出现快速下降。数据显示，从2005年以来的每个10月份，低估值行业跑赢高估值行业的概率是100%。

从受访情况看，成长股的调整似乎将在四季度成为各方“共识”，各路资管人士的“排雷针”也共同

指向了成长股，尤其是TMT行业。文章开头的公募TMT研究员小刘表示，10月和11月的订单情况早已反应在之前的行情里了，如果没有超预期的业绩增长作为催化剂，四季度TMT不会有太大的行情。北京某私募研究员表示，以TMT最受关注的苹果产业链为例，其关于iPhone 5s销量超预期的数据，实际上是基于不同的口径计算的，首先，这些销量不是来自于真正的消费者买单，而只是经销商订货；其次，900万销量包括中国内地，但是去年的500万销量数据是不包括中国内地的。如此看来，iPhone 5s只能说是正常的销量增长，其实并无惊喜可言。

对于保守派的险资来说，TMT更是高处不胜寒，即使是能投资创业板的企业年金类险资投资人士也摇头说不。“我们吃不准这些虚的东西。”天津某险资人士表示。

不过，资管人士对股指整体的判断似乎仍然比较乐观，主要原因是认为经济稳增长的持续性已确定，这将对A股起到支撑作用。多家公募基金人士表示，四季度经济能够平稳增长。光大证券首席宏观分析师徐高预计，四季度经济增速在7.6%左右，与三季度持平。北京另一位券商投资经理表示，目前房地产和汽车两个行业的数据向好，而这两个充分竞争的行业具备长产业链，对经济的利好影响较大。北京一家公募公司首席策略分析师认为，四季度CPI略微回升，但通胀压力不大。中邮基金认为，即使四季度稳增长力度减弱，中央政策转到促转型上，二者也并不矛盾，在棚户区改造、城市基础设施、公共服务供给和铁路基础设施建设方面的投资，能够兼得鱼与熊掌。这些逆周期的基建投资是稳增长的重要组成部分，而且不会留下后遗症。



IC图片

选择性布局主题概念

虽然对大盘抱有信心，但由于对各种风险点的权重考虑不同，使得资管人士对具体的投资方向产生差异。

险资依旧站在“保守派”队列中，对权益类的投资仓位减少。文章开头的险资投资经理李平透露，公司非常重视QE3的退出，早已召开多次研讨会，他们预计12月份美联储将会正式减少对其国债的收购。数据显示，自5月份美国放风退出QE3之后，其国债收益率不到三个月就暴涨了近70%。对此，李平表示，可以预计，退出将给资产价格包括A股带来极大的压力，因此四季度公司会加大对固定收益类的投资力度，10年期国债的收益率现在高点，我们可能会多拿一点。”

部分私募则表示，在11月份的重要会议之前，仍然将以短线操作为主，仓位跟随短线策略变动，等到政策明确后再进行深耕细作。

至于围绕政策的主题炒作，部分公募和券商人士表示，对于政策难以

进行预测，四季度不会提前布局。上海一家公募基金首席策略分析师表示，一方面，对于政策，公司没有能力做出准确预测；另一方面，政策带来的主要是长远影响，最后落到实际的上市公司业绩上的过程比较长，因此会有足够的时间反映到投资上。

中邮基金表示，主题的短期演绎总是有其发生、发展、高潮和衰退的阶段。就自贸区主题来说，在上海开辟自贸区进行大胆创新，也是中央简政放权的重要安排，有着十分重要的改革意义。但在区域内的改革措施如何落实和如何向区域外演绎，将是一个中长期的过程。所以，自贸区概念也需要随着事件的发展，把握市场预期的变化，严格以主题投资的视角来把握。随着自贸区的挂牌，这一主题或会冷却。但从自贸区定位的高度来看，这一主题还会在未来的关键事件节点上继续演绎，那将是具体政策落实的节点。公司会根据后续的政策，具体分析受益方向，选择性布局，并时刻关注由此扩

展开来的在上海其他地区乃至全国其他地区的改革机会。

也有部分人士表示，四季度短线操作策略下，也需要重点关注一些主题概念，首当其冲的仍然是自贸区，其次是优先股，再次是土改和铁路改革。中邮基金认为，目前一直在进行的关于农村土地改革的各种各样的尝试，在实践中得到认可的，预计会鼓励和推广；同时，其他有关于农业的政策预计会有实质性内容。在这个预期下，股市中的土改主题也将是一个长期主题。

一位券商人士表示，优先股解决了低估值行业的融资问题，可能使养老金增加对低估值行业的持股比例，优化银行等企业的股权治理结构。新土改则对资金进入农村市场有很大影响；而铁路改革中，相关企业的土地改革，有利于增加公司的利润。如果能协调利益集团，就都是重大利好。但是目前市场对这类主题的争论较多，潜在的优质标的较少。

医药股或强势回归

值得关注的是，在采访中，中国证券报记者发现，“医药”重新回到各路资管人士的视野中，成为高频词汇。在多个不确定性下，医药行业确定的业绩增长，使其成为市场热点退潮后的高地，而之前的回调，也给投资者带来一个价值洼地。Wind数据显示，在医药商业贿赂调查以及其他热点转移市场注意力的影响下，自8月11日后的一个月里，中信生物医药指数下跌近7个百分点。

多位受访人士认为，如果医药领域的商业贿赂案件不再继续发酵，国家工商总局的相关调查11月底能顺利结束，医药行业的重大利空将出尽。

上海某大型私募人士表示，医药行业业绩确定，预计四季度能够回到20%以上的行业增速。

一位险资人士认为，自上周开始的医药股上涨，可能就是新一轮医药股行情的启动。9月26日，在多数板块大幅暴跌的情况下，医药板块逆市集体崛起，板块大涨逾1%。舆论认为，医药股强势回归，与前一日安信证券的金牌分析师程定华大推医药股有关，但其实，Wind数据显示，自9月11日开始，医药指数已经开始缓慢收复失地。

不过，也有基金研究人员认为，对医药股还不能抱有很大的期望。从业绩来看，医药企业三季度业绩并不是太