

张慧：等待成长股下蹲后的起跳

□本报记者 黄淑慧

继续演绎结构性行情

中国证券报：你对于下一阶段市场运行格局的基本判断如何？

张慧：2014年A股市场最大的可能是，在“维稳+转型”背景下，继续演绎结构性行情。

从大的时代背景来看，中国经济进入了转型与升级的关口。支持中国过去30年经济高速发展的“两个循环”逐步走到了尽头。循环之一是美国居民消费—中国居民生产，维系这一循环的基础是中国的劳动力优势和美国的杠杆率水平，而美国家庭部门在金融危机后持续去杠杆，即便复苏也很难回到危机前的水平。与此同时，2012年中国15—59岁劳动年龄人口的绝对数首次出现下降，旧模式所依赖的人口红利优势消失。事实上，中国出口导向的经济模式在2008年全球金融危机后已经终结。循环之二是中国居民储蓄买房子—地方政府借钱搞基建—开发商借钱盖房子，维系这一循环的基础是中国房地产市场的发展程度，以及地方政府和开发商的杠杆率水平。目前政府、地产、制造业投资均不具备大幅加速的条件。

由人口红利、投资、对外贸易推动经济增长的模式将不复存在，未来经济增长将主要依靠人力资本、创新和制度改革来拉动。我们可以看到，中国技术创新日趋活跃，研发投入占GDP之比在发展中国家已经较高。居民消费存在提升空间，80、90后将开启“大众消费”的纪元，伴随“需求升级”而来的对品牌和娱乐的追求将带来相关行业的大繁荣。

不过，短期来看，2014年经济开局乏力，管理层一直在强调改革的重要性，但同时强调守住底线和增长的黄金平衡点，预计经济政策将在保就业和调结构之间摇摆，市场走势也将在经济数据和改革预期之间徘徊。整体而言，市场缺乏趋势性机会，可能呈现震荡格局，但不乏结构性机会。

中国证券报：如果经济增长在未来几个月进一步放缓，决策层出台稳增长措施托底经济，是否会刺激价值型蓝筹的上涨？事实上，最近在优先股试点办法发布、房地产企业再融资放开等利好消息作用下，周期股也发起了一波逆袭，这种行情的持续性如何？

张慧：从近期的数据来看，2014年经济有进一步放缓的压力，不排除政府会出台一些托底政策，但托底是为了争取转型窗口期，稳中求变是本届政府主要的执政思路，但稳增长不等于刺激增长。并且，这只能改变经济下行的斜率，不改变方向，经济下行的预期还在。对于传统价值股而言，虽然估值比较低，但仍然受制于经济增长的中长期困境，经济数据或投资链条驱动的投资机会很难持续，只可能对应脉冲式的估值修复。

以房地产再融资重新开闸为例，虽然有短暂的托底作用，也让一些市场人士又回到了“经济下滑条件下买地产”的思路，但这一思路今后并一定能奏效，因为这一逻辑的前提是地产产业链能吸收容纳大量就业。事实上，今后低端劳动力的就业不再是一个巨大的问题，随着服务业的发展也能提供更多的就业机会。

当传统蓝筹股在稳增长政策预期下发起了逆袭攻势，而诸多白马成长股在存量资金游戏中纷纷陨落，买蓝筹还是买成长再度成为摆在投资者面前的一道难题。对于后市，华泰柏瑞创新升级混合型基金拟任基金经理张慧认为，经济结构调整和转型升级是时代的主旋律，在经济减速和去杠杆的大背景下，传统价值类股票仍将受到压制，对其估值修复机会的持续性不能有过高期待；成长股的确需要通过震荡调整来消化去年大幅上涨所带来的估值提升，但其中一些股票仍具有成长空间，下跌之后的买入机会渐行渐近。



张慧，经济学硕士，7年证券从业经历，2007年7月至2010年6月任国泰君安证券股份有限公司研究员，在职期间曾获2009年度《新财富》电子行业最佳分析师第三名。2010年6月加入华泰柏瑞基金管理有限公司，历任研究员、高级研究员、基金经理助理。2013年9月至今担任华泰柏瑞盛世中国的基金经理。

机会是跌出来的

中国证券报：2014年市场一个微妙的变化是，一些此前被强烈追捧的白马成长股如海康威视、大华股份、歌尔声学、杰瑞股份、长城汽车等纷纷出现大幅调整，这背后的原因有哪些？

张慧：对于这类股票，我们需要思考两个问题：第一，公司的高成长阶段是否已经结束？如果其高成长阶段已经结束，那么估值向价值回归就不难理解，这其中也的确有一些公司面临这样的困境，不能向市场展示新的增长点，因此遭遇到了资金的抛弃。当然，也有一些公司业绩仍在高速增长，且符合或超出市场预期。这类公司用业绩证明了自己的成长性，属于被错杀的品种。

第二，市场的资金偏好是否发生了变化？今年以来，不同类型的投资者重点投资标的呈现出明显割裂的态势。看业绩、看估值的低风险偏好资金选择撤离市场，而高风险偏好资金对于股票的弹性关注度更高，转而关注市值更小、更具想象空间、股价更具弹性的新成长类公司，即黑马类公司。在存量资金博弈的背景下，白马成长股所处的资金面环境实际是从紧的，并且这些股票多是机构重仓，“多杀多”的景象因此上演。

中国证券报：有人担心，在经历了2013年大幅上涨之后，2014年是否会重演2011年成长股剧烈下跌的一幕。

张慧：经过去年的上涨，市场对于转型创新升级的追求已经深入人心。当然，对于过去已经验证了的成长股而言，今年的变化在于：一方面，其自身的成长逻辑依

然存在；另一方面，与去年相比估值起点较高，所以的确需要通过震荡来消化去年上涨所带来的估值提升。但我认为，2014年不是2011年，成长类公司的盈利增长还在，估值中枢可能会随着经济下行压力而收缩，目前来看，业绩、估值“双杀”的可能性还比较小。

如果回顾历史，我们可以看到，2011年是成长股蛰伏、消化2010年过高涨幅的一年。经历了2011年的调整，2012年我们看到一批真正有成长性的公司逐步走出低谷，这些股票在2013年的涨幅也是相当可观的。2014年预计也会经历一个调整、分化的过程，如果是仍然具备一定成长空间的公司，机会是跌出来的。当调整到位，这类被错杀的股票会再度进入上涨通道。

中国证券报：站在目前的时点，你觉得是合适的买点吗？新基金建仓会采取什么样的策略？

张慧：站在目前的时点上，我保持相对谨慎的态度。一些股票虽然已经跌出了一定的吸引力，但如同打德州扑克一样，对于讲求确定性的基本面选手，现在还没到ALL IN的时候，毕竟，在热钱流出、美联储释放货币政策收紧预期与银行间利率上行的状况下，宏观流动性收紧态势开始显现，IPO再度开闸更是对创业板起到直接分流资金的作用。此外，创业板IPO条件放松也会对现有上市公司通过收购兼并实现外延式转型成长的投资逻辑构成冲击，一些公司可能放弃被收购的机会转而寻求IPO上市，这将在一定程度上增加现有上市公司的收购难度。

重配消费品类和轻资产

中国证券报：具体到操作上，你会重点关注哪些投资方向和板块？

张慧：这只基金是创新升级基金，我所理解的创新升级主题分为新兴产业的创新和传统产业的改造升级两个方面。新兴产业的创新包括两个层面的含义：一是TMT行业的技术、模式、产品等创新，二是以创新为纽带，实现TMT行业与其他新兴产业相融合。传统产业改造升级也分为两个层面的含义：一是通过对传统行业进行技术改造而实现更高效、更环保、更集约的生产方式，二是通过创新使得在传统行业中产生新的业态。这只基金的配置将基本循着这两条主线进行。

具体操作上，如果说2013年需要淡化大盘指数，那么，2014年则需要淡化创业板指数，自下而上精选个股仍将是2014年较好的投资方法和获取超额收益的手段，坚持投资处于快速成长长期的企业，寻找穿越周期的公司。在配置上，将以成长和消费龙头股为基础配置，以主题投资增加弹性。在利率市场化背景下，总体配置方向是下游消费品和轻资产公司。主题投资主要呈现两条投资主线：一条是以移动互联网、新能源、电动车等为代表

的新经济；另一条是改革，如国企改革、油气改革、医疗改革等。

中国证券报：你在TMT领域有较为丰富的投研经验，具体看好这其中的哪些子板块？

张慧：TMT板块依然是2014年热点纷呈的一个板块，但分化会比2013年更大，选股的难度和结果的差异性会变大。

我重点看好以下几个子板块：移动互联网。移动互联网正在改变经济地理、商业模式以及人们的社交网络和思考方式，智能终端和4G加速移动互联网的应用，如游戏、彩票、教育、移动支付等，美股映射带来估值扩张；新传媒。2013年涨幅较大，需要估值消化，但行业成长的逻辑并未发生本质变化，业绩和估值匹配后新媒体仍有成长空间，以龙头为基础配置，看好营销、视频平台和部分影视；智慧城市。受益于结构性投资，业务模式在创新，关注订单超预期的可能；电子。看好LED、蓝宝石等；通信。资本开支驱动基本面上行，但难有趋势性机会，小公司寻求转型带来的市值重估机会；跨界转型。轻工、旅游等传统行业公司谋求转型升级，业务和估值空间打开。主题投资方面则看好彩票、在线教育、信息安全、特斯拉、机器人等。