

# 闫旭 投资就是寻找经济驱动力

□本报记者 徐国杰 上海报道

根据晨星2009年基金业绩排行榜，闫旭管理的华宝兴业宝康消费品基金2009年总回报率达83.52%，在全部82只标准混合型基金中排名第一，而其过去两年和三年的年化回报率分别为3.33%和27.97%，排名在标准混合型基金类别中也均进入前三。这份靓丽的成绩单让这位美女基金经理在公司内外都有着不少的“粉丝”。

## 经济驱动力决定投资脉络

把投资作为一种乐趣与爱好的闫旭，当年也是凭着“追随内心与直觉的勇气”踏入了基金这个行业。经历了A股市场多年的跌宕起伏，闫旭已经形成了一套自己的投资方法，她喜欢从经济结构转变的过程中寻找行业盈利变化来发现投资线索，进而进行配置和组合的调整。闫旭强调，投资要有大局观，要前瞻性地思考什么是推动中国经济这一轮或下一轮增长的真实驱动力。由于经济结构转变的过程不是一蹴而就的，因此投资脉络的变化也会持续演绎，从而为投资提供了长期的线索。

以这一轮经济复苏为例，闫旭自2008年10月底就开始加仓，并在2008年底及2009年一季度着重增持了汽车、地产、家电等行业。她判断，汽车、地产行业都存在产业链长、涉及就业人口多、对经济拉动作用大的特点，因此必将对经济的复苏起到先导性作用。

在闫旭加仓汽车时，当时的销售数据还并未出现放量，但闫旭相当坚决果断，并且全年对汽车行业都保持了较高的配置比例。尽管有观点认为2008年受到压抑的汽车刚性需求会在2009年集中释放，而过了这一段时间汽车销量就会明显萎缩，但闫旭认为，这是汽车普遍进入中国大部分家庭的开始，汽车的消费强周期才刚刚拉开帷幄。随着销售数据的不断放大，越发验证了政策刺激引发的这一轮消费浪潮与以往短暂的井喷式爆发有质的区别。通过收入曲线分析可以发现，许多中西部二三线城市都在扩大对汽车的消费，而一线城市的部分消费者又具备汽车更新换

代的能力，需求潜力非常大。

随后的情况是，经济数据如期不断好转，而闫旭开始意识到6月份新增信贷达到1.53万亿元意味着流动性的释放达到峰值，后续需要关注的是信贷创造的需求是否能够真正持续带动实体经济的扩张，商品价格则要面临真实需求与产能恢复的考验。同时，在股票的估值水平大幅提升之后，需要关注的是企业未来盈利的增长是否还能超越目前的预期和相应的估值。因此，闫旭将资产配置逐渐从金融、资源品中撤出，增加了医药、食品饮料等消费品行业的配置。

闫旭总结的一条经验就是，每个行业的周期是不同的，要选择在这个行业处于上升期时介入，投资于那些能充分享受行业成长空间、并且具有核心竞争能力、能够超越行业平均水平的公司；当这个行业的发展环境出现了根本性的负面变化，就果断出清股票，规避系统性风险。

对于房地产的投资就是一个良好的佐证。在去年下半年，基于地产价格短期大幅上升以及未来调控的预期，在销售数据持续向好的过程中消费品基金逐渐减持了地产。对此，闫旭背后的逻辑是认为这个行业高增长、高估值的时代已经过去，增长斜率一旦趋于平缓，估值就不可能回到以前的水平，不再应该以成长股的眼光来看待它们；当然，经过一段时间的下跌，地产公司也会分化，一些质地优良、受益于城镇化的建设的公司，在具备一定安全边际的条件下仍然会再现值得投资的机会。

## 新兴消费时代正在形成

寻找这种推动经济的新动力，事实上也正是寻找高成长股的过程，闫旭也将自己定位于一名成长型投资者。纵观闫旭的投资操作，她通常会在一个行业出现拐点的前后进入：在判断一个产业即将进入大上升周期时，重仓介入。例如其持有一年多的汽车股已上涨了4.5倍，航空股也是低位介入并持有了相当长时间。你只有看到了巨大的产业空间，业绩大幅增长的空間，才会敢于买入，敢于长期持有。”

其实，除了这些传统意义上的消费品外，闫旭之前已经把注意力转移到了未来有极大发展空间的新兴消费产业上。闫旭认为，从历史发展的角度看，每一次经济危机都是新经济增长模式逐渐取代老模式、新旧生产力交替的过程。这一过程必将伴随着技术的创新、产业的转型，这些行业的增速可能是你无法想像的，会远远超出市场的预期。”

目前，符合她口味的这些新生力量更多集中在以3G为代表的TMT行业、生物制药或是新能源领域中。闫旭认为，中国即将进入以无线互联网为核心的后3G时代。随着3G智能手机的推出，3G业务将出现爆发式增长，并且整个产业链条在未来若干年都是值得关注的：因为它不仅仅是一个行业或一个板块，更是一种新的商业模式，将改变人们的生活习惯与消费模式。

同时，“80后”、“90后”也成长起来，他们对生活品质的更早追求，对新鲜事物尝试与体验的热衷，对网络的更加依赖，以及增加财务杠杆进行先期消费的

意愿等等，都体现了不同的消费倾向。所以，应该更关注与他们的消费习惯契合、更符合年轻人需求的消费类上市公司。

闫旭认为，需求是可以创造的，也是可以引导的。这点在网络游戏、3G等新消费模式上表现得尤其明显，手机支付、手机动漫，未来一定会出现意想不到的其他应用。在阿凡达之后，3D产业链或许也会蓬勃兴起呢”。由于这些产业的盈利模式尚在探索中，产业空间也还在形成中，投资者应在其中寻找具备核心技术壁垒、能够将目前的经营模式转化为持续盈利模式的企业。作为一个成长型投资人，自己也愿意伴随他们一同成长。

她又提出，未来除了物质消费外，人们对精神消费的需求也会大大增加。包括影视、出版、传媒、文化创意、教育培训、体育娱乐产业等在内的文化传媒业潜藏着巨大的市场潜力。以2015年中国文化传媒产业占GDP的比重达5%计算，产业的规模将接近2万亿元，而目前行业内上市公司的市值仅2000亿元，对文化资源价值的挖掘将进入一个全新的时代。

在闫旭看来，当前旅游产业、健康产业、农业也面临类似的证券化不足的情况，还有待于资源的整合与盈利模式的创新。尽管经济的转型是一个漫长的过程，创新的土壤需要培育，创新的理念需要渗透，创新的技术需要积累，但相信只要能坚定不移地推行下去，十年之后再来看，或许中国经济就已翻开崭新的一页”。



闫旭女士：硕士。曾在富国基金管理有限公司从事证券研究、交易和投资工作，2004年10月进入华宝兴业基金管理有限公司，先后任多策略增长基金基金经理助理、宝康消费品基金基金经理助理。2007年6月至2008年9月23日期间任行业精选基金经理。2008年4月至今任华宝兴业宝康消费品证券投资基金基金经理。

## 紧盯下一个黄金十年

对于2010年的市场判断，闫旭认为，经济的整体波动性会下降，但刺激政策退出、经济转型、海外经济的反复、股指期货等衍生品的可能推出等扰动因素也不少。在这种环境下，投资应该过滤掉纷繁复杂的扰动因素，仍然从经济结构转型引发的变化入手。经济结构调整的步伐在加快，政府强调“调结构、促民生”，一方面会通过各种手段鼓励居民消费，另一方面会通过产业政策鼓励新兴产业的发展，对产能过剩的行业则鼓励进行兼并重组。

房地产行业的“黄金十年”可能已经逐渐远去，但未来将有更多的行业迎来他们的“黄金十年”。闫旭相信这些行业更多地集中于消费与服务领域，而找到这些行业，也就找到了在未来投资制胜的“金钥匙”。

闫旭认为，中国经济增长重心在发生巨大变化，即由一线城市向

二、三线城市转移，由沿海向内陆转移，与之相伴随的是消费重心与结构的变化，而这种变化带来的消费力的持续性会更强。同时，区域政策的扶持、医改的落实以及教育改革的实施等等也都将带来新一轮制度红利。

但是闫旭也提醒投资者，大消费领域也会有分化，挑选消费类股票时也要睁大眼睛。首先是消费结构的变化，如从年初以来的消费数据看，汽车、消费电子、家电、黄金珠宝的消费增速较高，而白酒消费增速逐步回归均值，明显的二线城市的区域性白酒品牌销量增速会更快。另外，与投资品的行业性特征显著不同，每个品牌消费品公司都是个性化的，无论是服装、食品饮料还是其他品牌消费品行业，其品牌管理、营销策划所涉及的产品定位、渠道建设、区域市场管理以及企业文化等都存在明显的差别。

同时，对于企业的资产负债表是否健康，现金流状况、毛利率变化趋势等等，都要提出更严格的筛选标准。同样如医药行业，无论是医药商业、医疗器械、中药还是化学原料药，在医改的大背景下，增速也各有不同。

另外一个值得重点研究的是农村城镇化和农村消费市场。闫旭认为，随着农村生产力的制度变革以及一些拉动农村内需政策的落实，农村市场的需求启动将会成为未来几年经济增长强有力的驱动力。家电下乡、汽车下乡、建材下乡、基层医疗体系的建立与完善，进一步的城镇化等措施以及农民工返乡带来农村消费习惯的延续等等，也都将带来农村消费市场的重大变化，同时也将促进现代农业的发展。这就是整体经济的再平衡，而再平衡的过程也是加速产业升级和行业整合的过程。