

■ 财经对话

震荡筑底凸显成长股机会

□ 主持人:王晶

陶冬:
美国经济“中位疲惫”

近期公布的经济数据显示,美国经济复苏力度不及预期。5月ISM制造业PMI新订单指数跌至2009年6月以来最低。与此同时,美国6月非农就业人数增长只有5.4万人,远远不如预期的增长15万人,美国5月非农就业增幅是自去年9月以来表现最差的一次。此外,美国5月ADP就业数据和美国房地产数据等均不乐观。从数据的角度来看,美国经济确实存在疲弱,但我认为这只是“中位疲惫”,是增长的缓增期,不至于带来再一次探底,到今年下半年美国经济就会在复苏轨道上加速。

如果我们把过去几十年世界各国的经济复苏曲线画出来的话会发现,有相当一部分到中间位的时候会出现“中位疲惫”,经济复苏到了中间段的时候,往往会出现暂停期,停一停再接着往上走,这实际上是由于前一轮经济衰退时采取的财政扩张、货币扩张告一段落而经济自身的复苏还没有完全展开所造成的。这不是美国经济独有的现象,而是普遍存在的。

目前我们确实看到美国经济数据出现一系列疲弱趋势,而且是消费、生产、住房、增长同时出现,这让市场感到焦虑,而“中位疲惫”持续的时长还很难判断。这要取决于美联储政策退出的强度和时机,同时也取决于美国自身经济复苏的力度。现在美国的财政扩张已基本完全退出了,货币扩张退出的速度非常慢,而复苏的最大要素——就业的复苏实际上比过去的周期要长很多,在这种情况下我相信美国经济数据的疲弱还会持续几个月。

美国的第二轮量化宽松政策将在今年年中结束,我认为现在的情况基本上与美联储4月的基调是一致的,也就是说在QE2结束之后,流动性达到了顶峰,但美联储并不会抽出流动性,换句话说,美国的流动性会在高位延续,不增加也不减少。我认为这个大的趋势基本上还会维持。

目前,中国经济也同样存在“中位疲惫”,出口呈现下滑,而且未来几个月的下滑速度还会进一步加快,中国采购经理人指数PMI基本上预示着第三季度经济增速会在9%以下,甚至不排除接近8%。

近期,美国公布的一系列经济数据不及预期,复苏之路是否面临阻碍?A股持续低位震荡,市场底部何时构筑完毕?陶冬认为,近期美国经济数据不“给力”,是经济周期“中位疲惫”,下半年美国经济就会在复苏轨道上加速;王平认为,目前A股估值底、政策底、市场底三底尚未叠加,不过投资者不必过分恐慌,应保持一定的逆向思维,部分成长股在经历大幅杀跌后已进入可投资区域;叶志刚看好“十二五”期间TMT行业的高速发展,比如光通信、云计算等相关上市公司。



瑞信亚洲区首席经济分析师 陶冬



招商基金深证TMT50ETF基金经理 王平



民生证券高级投资顾问 叶志刚

王平:
战略建仓成长股

沪指持续下跌已近两月,破发、破净和大股东增持等见底迹象逐渐显现,我们认为,在当前的市场情绪下,投资者应保持一定的逆向思维,即在恐慌气氛中保持乐观心态。

目前市场整体估值已处于底部区域,可以说,估值底已经显现,但对于政策底,我们认为在当前的通胀水平下,短期仍难以见到货币政策的放松。今年从政策行为的角度来看,决策层同市场参与主体的博弈在增加,政策操作更具艺术性,加息出台的时点有一定的随机性,有时候往往跟市场的预期相悖。我们认为5月、6月CPI同比数据将会创出新高,理论上是有加息的需要,但是考虑到跨境资本流动限制价格手段

运用的灵活性,我们判断政策对市场的冲击效应不会太大,经过前期的快速杀跌后,市场会逐渐进入震荡筑底的过程。另外,现在宏观经济数据已经开始掉头回落,预计未来财政政策可能会更加积极,比如加快新上项目的审批进程等。因此,我们认为,预计到三季度CPI见顶回落以后,货币政策才有可能调整。

如果我们预计三季度货币政策有一定的宽松倾向的话,那么市场底可能至少要到今年四季度甚至明年一季度。不过,市场走势通常会领先实体经济两个季度。中国股市的走势常常依赖于政策的方向,是政策市。如果说今年三季度我们可以看到CPI如期回落,同时经济又能够“软着陆”,即经济数据不会差的特别厉害,政策又进入适当宽松的环境,那么A股市场就会产生一个比较好的反应。

从短期弹性角度来讲,如果市场有反弹,经过充分调整的有色、钢铁、煤炭等品种应该会有所表现,而我更关注成长股的机会。经过本轮恐慌性杀跌后,有一部分成长股是被错杀的,这部分成长股已经进入投资价值的区域,正是战略建仓的好时机,从这些成长股的成长速度、成长确定性来看,速度都比较快,成长概率比较大,并且有一定的安全边际,这是我们在这一次市场杀跌以后更加倾向于配置的品种。

成长股的合理估值应该是多少倍呢?通常来讲,市场上常用的指标是PEG(市盈增长比率),一般认为,当PEG为1时估值合理。举例来说,在未来可预见的时间之内,如果一家公司有30%的复合增速,那么我们就可以给它30倍的估值。同时,还要结合增长概率,如果认为这家公司的成长确定性非常高的话,那么还可以给予更高的估值。

■ 基金百脑汇

经济政策共振决定股市走向



南方基金首席策略分析师 杨德龙

股市是经济的晴雨表,这句经典谚语是说从长期来看,股市的涨跌取决于经济的发展变化,并且一般能提前3~6个月反映这个变化,这在过去几年牛熊交替中已经被多次证明。2007年10月股市见顶时,当时经济还是一片繁荣,很多人都不相信牛市来了,但是过了3个月,金融危机来临,经济出现断崖式下跌;2008年10月,股市见底,当时经济面却是空前的糟糕,市

场上弥漫着悲观的情绪,但是过了3个月,在4万亿元刺激下经济V型反转,中国经济率先从危机中复苏。股市对经济的提前预见性表现得淋漓尽致。

但短期的情况并非如此。2010年,中国经济从危机中迅速复苏,增长平稳,但是股市却熊冠全球。我常把股市与经济的关系比喻成狗和遛狗的关系,狗总是跟着遛狗人走,但是狗贪玩儿,有时候会跑到前面去,看到主人在后面又跑回来;有时候会落在后面,看到主人在前面又跑过去。主人到了目的地,狗也会到目的地,只是主人走了一公里,狗可能跑了十公里。

因此,股市短期内可能落后于经济的增长,但从长期来看,必然会通过补涨来跟上。比如2001年到2005年间中国经济发展迅速,上证综指却因为各种原因从2245点跌到998点。正是因为股市与经济面的严重背离,孕育了2006、2007年两年的大牛市。

除了经济面,在中国,政策对股市的影响同样不可忽视。回顾这几年市场表现,股市基本上是在政策和经济两种力量的博弈下运行的。当政策和经济方向一致的时候,市场行情就很明确。比如2006、2007年,政策向上,经济向上,是一个大牛市,2009年

也是一样,经济向上,政策向上,市场是一个小牛市;而2008年政策向下,经济向下,股市是一个大熊市。2010年至今,经济冲高回落,政策向下,市场震荡下行。因此,可以说,经济和政策的共振决定股市的走向。也就是说,下一轮牛市要等到经济向上、政策向上的时候才能出现。

当前,经济面上,近几个月工业增加值、固定资产投资增速、发电量等指标继续回落,显示经济持续降温,过热风险进一步下降,体现了宏观调控的效果。值得注意的是,目前的经济回落是宏观主动调控的结果,并不是经济本身出了什么问题,现在一些悲观人士宣称经济将陷入滞胀甚至衰退,难免有些耸人听闻。随着货币从紧对总需求和通胀预期的影响逐渐显现,对CPI上涨的抑制作用有望在三季度得到体现,通胀见顶回落,政策紧缩的压力也将缓解,政策有望从过度紧缩转向适度紧缩,甚至转向适度放松。

因此,现在是努力战胜恐惧的时候。在未来一年内,如果出现政策向上、经济向上的局面,股市的表现应该是非常值得期待的。

巴菲特为何拒绝科技股



汇添富基金公司 刘建位

巴菲特太有影响力了,他说的每一句话,投资界和媒体都会非常关注,尤其是和他的投资方向有关的话。不过,由于巴菲特的股东大会不准录音录像,所以大多数媒体只是简短记录其中几句话,而不是对一个问题完整的回答,有时就会断章取义,严重歪曲巴菲特的本意。

在今年的股东大会上,巴菲特说:如果再活50年,会选择买入科技股。

要知道,巴菲特从来不买科技股,即使在网络股大牛市期间也拒绝投资任何科技股,巴菲特怎么会出尔反尔呢?

看一下比较详细的股东大会记录,你会发现,这是很多媒体严重的断章取义。

巴菲特的原话意思可以概括成两句

话:如果能够再活上50年,我可能会把科技板块加入我的能力圈。但是我要成为一个在科技领域比别人了解更多的专家,这是根本不可能的。提问:如果你还能再活上50年,能够再把一个板块或者哪类资产添加进你的能力圈,你会选择什么?为什么?

巴菲特:这是一个非常好的问题。我特别喜欢前面那半句话。我会选择一个足够大的板块,在这个板块中做一笔规模相当大的投资,足以对伯克希尔巨大的投资组合产生显著的影响。我想说如果可能会是科技板块的一些东西。如果我是一个科技领域的专家,我所说的专家是指了解比其他人多很多,那简直太棒了。但是非常明显,这种事儿是不可能发生的。科技行业将会成为一个规模非常巨大的行业,在科技行业里面将会出现少数几个规模巨大的大赢家,但也会出现很多输家。科技公司未来的业绩差异可能会非常非常大。如果你挑选到大赢家,你会赚到非常多的利润。但是想要挑选出那些大赢家是非常艰巨的任务,要比在其它行业如石油行业挑选出大赢家困难得多。

相信你一看就完全明白了:巴菲特说

如果再活50年,他可能会选择科技股,但这根本不可能的。因为要从科技股中选择出一个大赢家,要比其它行业困难得多。

巴菲特承认他对分析科技公司并不在行,所以不会投资科技股。

在1998年伯克希尔股东大会上,有股东问巴菲特是否考虑过在未来某个时候投资科技公司,当时美国股市正处在网络股的狂热中。巴菲特回答说:这也非常不幸,但答案是不。我很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨,我也希望能通过投资于他们将这种崇拜转化为行动。但当涉及微软和英特尔股票,我不知道10年后世界会是什么样子。我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考下一年的科技发展,但不会成为这个国家分析这类企业的优秀专家,第100位、第1000位、第

10000位专家都轮不上我。许多人都会分析科技公司,但我不行”。

其次,科技公司发展变化太快,难以预测长期前景,所以巴菲特拒绝投资科技股。

巴菲特在1993年致股东的信中说:

有许多产业,我和芒格可能都无法确定到底这些公司的业务是“宠物石头”(pet rock)还是“芭比娃娃”(Barbie)。甚至即使我们花了许多时间努力研究这些产业之后,我们还是无法解决这个问题。有时是由于我们本身智力和学识上的缺陷阻碍了我们对事情的了解,有时则是产业的特性本身就是很大的障碍。例如对于一家随时都必须应对快速技术变迁的公司来说,根本就无法判断其长期经济前景。在三十年前,我们能预见到现在电视机制造产业或电脑产业的变化吗?当然不能。那么为什么查理和我非得认为我们能够预测其他快速变迁产业的发展前景呢?我们宁愿专注于那些容易预测的产业。”

巴菲特说:我可以理性地预期投资公司可口可乐的现金流量。但是谁能够准确预测10大网络公司未来25年里的现金流呢?如果说你不能准确预期,你就不可能知道这些网络公司的价值,那么你就是在口猜而不是在投资。对于网络企业,我知道自己不太了解,一旦我们不能了解,我们就不会随便投资。”

我安慰的理由

一般人对职业投资经理的印象,应该是熟悉市场上的绝大多数投资品种,在时机产生时,就能迅速作出反应,抓住机会。但实际上除了个别可以抛弃一切的工作狂,或者看着K线图说话的大嘴评家,大多数投资经理做不到面面俱到。现在沪深A股一共有两千多只股票,假设每个季度把这些股票的基本面都草草看一遍的话,每天大约要看24只。如果每天工作时间12小时,则半小时要看一家。若真的按这个节奏去做功课,一来身体吃不消,二来前看后忘,大多数人的脑袋没法对那么多信息进行有效的记忆、归纳和利用。

更何况,如果口不择食地吞食海量研究报告,弄不好还会吸进有毒信息。最近有个统计说95%的券商报告都是“推荐”级别的,令人怀疑在职业利益或个人灰色利益的干扰下,研究员们其实未必都恪尽操守。其实除去个人道德缺陷或职业利益干扰过多的问题,更普遍的现象是大多数研究员对自己所辖领域的感情偏向。如果长期对着几个公司研究,难免会越看越觉得这些公司有前途,在熊市里也舍不得割肉,“爱子心切”。

据一部分研究员们工作量极大,熬夜工作是常态。他们大多年轻时读书很好,而且治学态度很严谨。一句话可以说清的道理,他们会加十句推导过程,再加五条引证出处,当然,更少不了的是配N个数据图标。Office软件功底好的,还要顺手做一个动态效果炫目的ppt演讲稿。但是更多的时候,由于证券投资不是自然科学,很多事情是说不清的,所以研究员们需要做更多的功课,去证明这些说不清的东西确实是说不清的。

写报告的人辛苦,读报告的也很不轻松。一个研究员可能只要跟踪三、四个行业,数十家公司,而投资经理每天可能会收到几十家公司、上百名研究员发来的投研报告,全部认真拜读基本是不可能完成的任务。笔者刚进入保险投资行业时,电子信箱一收到免费研究报告,心中就会窃喜不已。但是,几个星期过后,每天早上一到公司就是批量删除此类邮件,以免邮件过多把信箱塞爆。

本来内心尚有暴殄天物的愧疚感,但是后来碰到几个股票基金经理,说他们每天早上也做类似的工作,于是终于找到自己

■ 保资瞭望台

不妨懒惰一点



海康人寿投资部经理 刘思恩

午夜,手机突然响起短信提示。我忧心忡忡去打开手机,却发现原来是某券商研究所在介绍次日策略会的议程内容。前段日子在评选新财富研究员时,这家券商也是工作热情极其高涨,深夜收到过好几次短信荐股。评选结束后他们总算歇了一段时间,不再午夜造访了。

据说一部分研究员们工作量极大,熬夜工作是常态。他们大多年轻时读书很好,而且治学态度很严谨。一句话可以说清的道理,他们会加十句推导过程,再加五条引证出处,当然,更少不了的是配N个数据图标。Office软件功底好的,还要顺手做一个动态效果炫目的ppt演讲稿。但是更多的时候,由于证券投资不是自然科学,很多事情是说不清的,所以研究员们需要做更多的功课,去证明这些说不清的东西确实是说不清的。

写报告的人辛苦,读报告的也很不轻松。一个研究员可能只要跟踪三、四个行业,数十家公司,而投资经理每天可能会收到几十家公司、上百名研究员发来的投研报告,全部认真拜读基本是不可能完成的任务。笔者刚进入保险投资行业时,电子信箱一收到免费研究报告,心中就会窃喜不已。但是,几个星期过后,每天早上一到公司就是批量删除此类邮件,以免邮件过多把信箱塞爆。

本来内心尚有暴殄天物的愧疚感,但是后来碰到几个股票基金经理,说他们每天早上也做类似的工作,于是终于找到自己