

段鹏程：投资要切合时代主旋律

□本报记者 张莉



段鹏程，厦门大学生物学硕士。1997年进入证券投资圈，先后从事投资银行、券商自营及经纪业务，任职过公募基金经理、特定资产管理部总监等。2004年加入宝盈基金管理有限公司，现任宝盈基金研究部总监、宝盈医疗健康沪港深股票拟任基金经理。其生命科学教育背景深厚，专注医疗健康产业投资机会的挖掘。

在新常态下思考市场

在第一次面对面的采访中，段鹏程并不急于对所有问题一一进行回答，而是首先介绍了自己的思维理念，即在长期框架和宏观经济格局下来考量短期因素，以高屋建瓴的视角去剖析当前每个市场参与者所面临的共同命题——新常态。

“对于当前中国经济而言，新常态实际上是一个非常大的历史命题。孙中山曾将资治通鉴的一句话翻译过来，就是‘世界潮流浩浩荡荡，顺之者昌，逆之者亡’，讲的虽然是国家和民族的兴衰更替，但在经济历程中也是同样道理，投资也需要紧扣当前时代经济转型和产业升级的大背景，离开这个长期因素来谈市场，实际上都是没有意义的。”段鹏程表示。

在段鹏程看来，所谓新常态，是指由于人口老龄化、人力投入持续下降和资本结构深化，固定资产投资水平达到高位，宏观经济体正在从要素投入型经济向创新型经济转变，其中以产业升级为代表的新兴产业替代传统产业，现代服务业取代传统住行消费，成为经济增长的主要驱动力，将是经济转型的两个主要变化。若中国通过创新型增长成功跨越中等收入陷阱，一举成为第一大经济体，将是一项巨大成就。“中国经济转型时代正在到来，先进制造业和先进服务业是经济的未来，也是资本市场投资的重点方向。但由于经济转型需要很长时间，所以投资这两类行业及行业的演化也需要较长周期。”

据了解，由于较早跨入证券投资圈、拥有深厚的投资和资产管理经验，段鹏程对企业公司的研究透彻，尤其在大消费行业的选股十分强调对企业的理解，属于自下而上的投资风格，是一个拥有较强个股挖掘能力的投资者。而在2009年后，随着公司研究的逐渐深厚，段鹏程开始发现过度专注企业微观层面而忽略宏观因素所带来的风险和收益实际不成比例。

“宝盈基金的策略研发团队，形成了一个重要的投资理念，那就是把公司放到行业里，把行业放到经济周期上。微观一定会受到中观影响，而中观一定受到宏观影响。从业界而言，基金经理的风格有明显差异，但我认为自上而下和自下而上两种投资逻辑可以合二为一。”段鹏程表示。

谈起今年市场所经历的大调整，段鹏程认为，此时恰恰需要更加深刻理解这种在宏观框架下思考市场的投资理念。在段鹏程和他的研究团队看来，越是波动大的市场，投资就越是不能局限于短期突发事件的解释，相反更应该考虑到行业演化格局在未来五年或十年可能达到的状态。“真正赚钱的投资者并非聪慧，而是其行为刚好符合当下时代的背景。”

尽管拥有长达18年的证券从业背景和深厚的管理经验，宝盈基金研究部总监段鹏程给人的印象却非常谦逊与亲和，在对自己所持有的投资逻辑和思维框架的分析上，也始终保持着严谨的态度。在整个资本市场当前经历的大变革下，段鹏程及其团队逐渐形成一个重要的投资理念，那就是需要将许多的市场问题放到宏观背景下思考，将自下而上和自上而下两种不同的选股思维“合二为一”。

事实上，科班出身的段鹏程不仅在专业领域拥有出色的个股挖掘能力，而且对宏观经济、政策演化的理解也有自己的独到之处。“投资需要切合时代的主旋律。”在段鹏程看来，对市场的思考离不开宏观的大命题和时代的大背景，投资不能仅仅根据短期事件进行交易，而要将企业和行业放在未来十年或者更长周期中去观察。

尽管四季度市场迎来一波气势向好的修复性行情，但段鹏程对后市行情的走势仍保持谨慎乐观的态度。“历经了三季度的配资规范清理和场内去杠杆化，市场负面因素释放非常充分，同时新股发行制度改革标志着市场正在进入常态化；但同时因为短期估值压力存在，经历大幅调整的市场需要修正，市场正处于逐步震荡走强的过程，趋势性上涨的到来概率较小。”

段鹏程认为，上证指数在2800点至3000点区间，在市场各种负面因素集中冲击下形成的底部，经历了非常大的考验，具有很强的支撑力；同时，在去杠杆过程中，市场上风险偏好最高的资金大部分被损耗，参与市场的资金属性也发生了变化，部分风险偏好较低的大资金进场，不可能复制此前杠杆资金带动

的行情，这也意味着A股指数要往上走形成一个V形反转的可能性很低。因此，从上述两方面来看，A股市场四季度大概率将是箱体震荡行情，波段特征较为显著。

“资本市场率先反映了改革的问题。尽管此前市场出现回归的动作，并在5000点出现大的回撤，但我们必须看到回撤的背景在于估值的高企和市场短期内快速将后续若干年的预期透支，在这一背景下加上杠杆的作用，市场波动加大，冲击面扩展，如果不能控制这种冲击，就会酿成巨大的灾难。”从中观层面而言，段鹏程表示，虽然改革不可能一蹴而就，但仍对改革充满信心。

就改革预期对市场的短期影响，段鹏程指出，改革整体乐观，但在具体操作中不容易，

判断短期维持震荡

一直以来，段鹏程将“投资切合时代脉率的主旋律”作为自己重要的选股策略。由于对新兴行业的把脉准确，在投资选择的过程中始终紧扣产业升级的大背景，段鹏程所在的宝盈基金通过“做好业绩”来实现自身内生增长，在每个分时阶段业绩都排在了行业前列。资料显示，2011年至2015年三季度，宝盈基金管理的公募基金资产规模从不足百亿元逐渐攀升至近700亿元，其股票投资主动管理收益率近三年排名第4。作为长跑选手，宝盈基金多只产品近三年、近五年业绩排名同类前25%。

而在对宏观经济的理解上，段鹏程认为，未来几年，以医疗健康、环保、新材料、工业4.0、TMT、新能源汽车等为主的新兴行业将是投资的重点行业，相反的，以钢铁、水泥、房地产为代表的部分传统行业，由于经济结构的转型，其对经济发展的边际贡献率也在不断下降，成长的潜力也将有所削弱。

对于自己即将执掌的宝盈医疗健康沪港深股票基金，有着深厚健康医疗专业基础和投资经验的段鹏程对未来医药板块的表现充满信心。据段鹏程分析，当前医疗健康行业整体面临较好的发展机遇，一是中国迅速成长为世界第二大经济体，国民财富有一定积累，人均GDP已经超过7000美元，人们对医疗健康服务支付能力提高；二是目前中国已经建立了覆盖全民的医疗保障制度；三是新技术变革，包括基因测序、干细胞治疗等；四是在人口老龄化社会背景下，国民对于健康的追求不断提高，这四项驱动力将推动医疗健康行业的大发展。

“实际上，从当前医疗健康行业相关的上市公司情况看，总市值超过1000亿元的只有2家，500亿元至1000亿元的只有4家；在300亿元到500亿元的只有十几家，200亿元到300亿元只有30家左右，大部分都是规模较小的医疗企业，这些企业体量

每一次具体方案的实施和细则的出台都会与市场预期产生偏差，市场在运行过程中就会通过不同程度的涨跌来反应，这也意味着市场指数的K线不会平滑。

“不要去预测市场，但当遇到实际问题时，我们可以同步理解经济和同步理解发生的事情，然后将结果反映到投资上，这才是可实证的操作路线。证券市场非常复杂，我们可以让观察到的东西与预期进行磨合，而不是让预测来指导投资。”

谈及当前的市场现状，段鹏程表示，现在这个阶段资金非常充裕，没有特别多负面的因素，政策友好。由于市场普遍对改革预期乐观，没有看到大的系统性下跌风险存在。如果存在不可预期的风险因素，就需要根据事件发生的情况来调整自己当下的组合策略。

始终紧扣新兴产业投资

面对这么大的医疗市场和驱动力，这就意味着整个医疗健康板块的投资前景非常值得关注。”段鹏程表示。

数据显示，医药行业牛股辈出。以申万医药生物指数为例，从2009年1月5日至2015年10月23日，该指数年复合增长率为24.68%，同期沪深300指数年复合增长率为9.87%；从10倍股来看，从2006年1月1日至2015年10月26日，生物医药指数成分股共有208家上市公司，其中诞生了40多只10倍股，占比近四分之一。

而据段鹏程介绍，当前医疗健康产业的投资主要包括以下方向，即与满足居民就医用药需求直接相关的行业（医疗健康核心产业）；对医疗服务产业实现补充的保健养生服务行业以及健康管理的产业，其投资主题涵盖生物医疗新技术、医疗体制改革、医疗服务信息化、保健健康、养生养老产业链、互联网移动医疗、可穿戴设备、药品福利管理等内容。