

# 高毅资产孙庆瑞文集

高毅访谈录 2   孙庆瑞对话邱国鹭：“股市常青树”是如何炼成的.....	1
高毅投研内训 5   孙庆瑞：行业周期的判断和投资思路.....	14
关于中国经济结构化投资机会的五个判断.....	23
高毅资产孙庆瑞：市场步入投资区间.....	27
什么样的女侠够格登上琅琊榜？  股市访谈录.....	28
高毅资产孙庆瑞等三大佬会诊：股灾后市场何去何从.....	30
股市奇女子孙庆瑞：每年都不错过热点如何做到？.....	40
股市玫瑰孙庆瑞：每一个早晨她都在绽放.....	43
股市常青树”之谜：孙庆瑞为何“长短皆不败”.....	49

更多课件[www.kejian365.net](http://www.kejian365.net)

## 高毅访谈录 2 | 孙庆瑞对话邱国鹭：“股市常青树”是如何炼成的

股市里面有各种名家高手隐士，“股市常青树”孙庆瑞是其中一个奇特的个案。有一回一位摩根士丹利全球 FOF 组合管理人找到孙庆瑞做调研，说：我很想调研到你，是因为我在全球看所有的共同基金和对冲基金，长期回报率好的基本上都是选股型的或者多空型的，很少有人像你这样做股票是靠自上而下配置，但是长期回报率很好的。

高毅资产 CEO 邱国鹭也说，自己在组建高毅的一年多时间内约谈了 200 多位投研人员，其中孙庆瑞以独特的“自上而下配置为主”的风格做出了“长短皆不败”的业绩，令他惊奇。

细数下来，孙庆瑞肯定是中国长期业绩最好的女基金经理之一，放在全部同业中比也是数一数二。高毅资产是一个以好制度和好文化吸引顶尖高手的平台型私募基金，志同道合的高手之间一拍即合，孙庆瑞于今年加盟高毅资产成为董事总经理，并且即将出任投资经理。

如今孙庆瑞与邱国鹭互为同事及朋友，一个偏好成长投资，一个偏好价值投资，并且由衷地互相欣赏与佩服。邱国鹭坚持价值判断，秉持“大道至简”哲学，坚守企业的长期价值，有时候似兵法“不动如山”，体现了宽广刚毅的一面。孙庆瑞则是自上而下地梳理宏观、中观和微观的逻辑，游刃有于市场的热点转换中，“疾如风”，体现了女性特有的清晰灵活和细致敏感。

性格是投资经理的真髓之一。在孙庆瑞与邱国鹭的交流中，她条分缕析，快人快语，常常一语切中实质，俨然有在行业配置中杀伐决断的风采——

**6 年熊市从 5000 点下跌至 2000 点，她却赚了 45%：如何做到长短皆不败？**

**邱国鹭：**我觉得孙庆瑞最大的优点是灵活性跟稳健性并重。我这里有一份数据：孙庆瑞在 2007 年至 2013 年管理“中银中国精选”基金的 6 年期间，收益率在小同业（同期 82 只偏股混合型基金）中排名第 2，在大同业（同期 205 只混合型基金）中排名第 3，超越沪

深 300 指数约 101 个百分点；而且她每一年的业绩都能够稳居同业前 1/4，这个是很难做到的。

孙庆瑞管理中银中国精选基金是从 07 到 13 年，这 7 个年度每一年的市场风格都不一样：

07 年是大牛市，08 年是大熊市，09 年是百分之一百的大反弹，10 年是结构性行情，小股票涨得很好，11 年是大调整，大股票跌了 1/4，小股票跌了 1/3；12 年小股票震荡，蓝筹股在年末表现好；13 年是蓝筹股受压，创业板屡创新高的年份。那么孙总你能不能谈一谈，你是怎么样做到：在 7 个完全不同的年份中，每一年都跑在行业前列？

**孙庆瑞：**我有时候对市场在整体的涨跌和风格方面有一些理解，还没有做得太差，我觉得这可能是跨过 7 个年度每一次业绩都还能不错的原因。归结起来，我想还是自上而下的思考问题的方法和思路。

我原来在做固定收益的时候，对整个权益市场的涨跌、固定收益市场的涨跌、资产价格的变化有一个整体的观察和理解。我从 04 年投资开始做固定收益，我都有看整个权益市场价格的变化，这背后的逻辑都是经济和流动性层面上的，分析的方法是一致的。

所以从这个角度上来说，07 年我接手中银中国开始，秉承了之前的看法。因为我从整体上在 05 年、06 年包括 07 年看多股市的角度没有变，所以 07 年我接手中银中国后对大盘股有比较多的配置，所以在流动性非常好的时候就有比较好的表现。

而 08 年其实做得一般，因为你的看法虽然对了，但是叠加到交易能力还不是很完美。整体

上所有的基金在 08 年都跌得比较多，因为我 08 年看法偏空，我做了减仓的行为，所以相比较来说，跌得比其他的基金少一些。

09 年因为我在 4 万亿之后布局了很多强周期的公司比如水泥股，所以在 09 年上半年表现也还 OK。

**邱国鹭：**我们后来也从数据看到，09 年对 4 万亿投资反应比较早的基金经理，那一年业绩都很好，但是很多人到 10 年还固执在周期股上，业绩就下滑很多，而你当时是怎么决定对周期股做一个迅速转换的？

**孙庆瑞：**强周期在 10 年跌得比较多，好在我在 09 年下半年做了比较彻底的转换。这个转换不是看行业，而是完全地自上而下的判断，或者说对经济的分析，完全不是在右侧。我把所有的周期在 09 年下半年全卖光，转换成了跟消费相关的成长型标的。

因为那时我有一个逻辑，我认为在 4 万亿投资之后周期行业会面临极大的供求的问题。在那时你配消费是对的，因为在经济向好的时候消费总是会跟上来的。

在 09 年下半年我每天琢磨的一件事就是把所有的周期股都卖光，从吃穿住用行几个角度来挑选行业里最有竞争力的公司。09 年下半年调整完之后，10 年就比较简单。因为 10 年是所有的周期都表现很差，只有消费和消费相关的标的表现比较好，大家都从吃穿住用行来挖掘标的。我的组合其实没有很大的调整，但是整体上表现相对靠前。所以我的组合在 10 年底表现还 OK。

**邱国鹭**：那么从 11 年到 13 年，市场热点又在周期、消费、医药和 TMT 几个领域发生了几轮风格转换，你当时是基于什么逻辑做出判断，在这几个完全不同的行业之间进行切换的呢？

**孙庆瑞**：在 11 年的前 5 个月，其实是周期股——煤炭和水泥表现远远超过其他行业，从业绩角度看 10 年和 11 年强周期都非常好，但是这个时候因为大家对周期行业都抢得比较厉害。所以真看到 10 年业绩出来的时候，水泥和煤炭有非常好的表现。

11 年五六月份我面临的第一个问题就是组合怎么调整的问题。因为这个时候有非常多的强周期和传统的电子股（涨得好）。这时候因为还处于水泥和煤炭表现非常好的时候。我也认真地思考过这个问题。我当时的判断还是自上而下的，还没有看到行业的数据，我还是没有买周期，而是转而买了白酒这种可选消费品。因为白酒虽然会滞后于强周期，但是会非常受益于经济的增长。所以当时配了比较多的白酒，还是超额收益明显。所以到 11 年仍然是跑在前面。（编者注：从公告分析孙庆瑞当时重仓了白酒板块中的贵州茅台（600519））

12 年的转换比较简单，因为这时可选消费已经过了成长期，到了周期性拐点。所以。还是把食品饮料转换成了传媒和计算机公司。自上而下地看，与互联网、移动端相关的公司是经济里面最有朝气、最激情澎湃的部分，所以我也转移了一部分到 TMT 行业里。

到 13 年组合整体上变化不大，8 月份我离职之前，都维持在已有的组合里，表现还可以，没有特别超出的地方，但表现还 OK，也是前 1/4。

**邱国鹭**：总结这几年的投资，你觉得做得最好的地方是什么？有没有现在回看感觉遗憾的地方？

**孙庆瑞**：我总结我整体这几个年头里所有投资的工作，做得很正确的部分有一些，做得不好的部分肯定也有一些。但好在说整体上你坚持自己的方法，减少因为投机等因素造成的扰动，都还表现比较好。所以这可能也是业绩比较靠前的原因之一吧。

其中可能最为好的两个状况是：在 09 年底的时候卖掉了所有的周期，这是当时反应比较早、转换比较及时的。还有一个判断是在 11 年 6 月份我选择了可选消费品，尤其是选择白酒作为重配，这是比较好的部分。因为 09 年和 11 年的两个操作比较突出，我把组合从接手基金时候的中游位置带到了前 1/4 不好的部分，比如在 08 年的交易部分，虽然看空牛市也不敢偏离太多，因为你怕偏离太多风险太大，万一犯错可能会排在后面。而且不敢和基准沪深 300 偏离太远，怕偏得太远会犯比较大的错误。这是基金经理们通常会遇到的问题。

此外做得不好的一个地方，08 年底到 09 年，重配的一只周期类的个股有问题。所以在 09 年上半年，尽管我在结构上很正确，但是在所有的组合都涨得好的时候，我还真跑得很一般。要不是下半年在周期转成消费这个部分做得比较正确，说实话我在 09 年可能还只跑到中间的排名。

**邱国鹭**：这段回顾很详细，也很客观，也体现了孙总一贯谦虚的风格，非常精彩，谢谢！

**长期和短期如何辩证结合？从宏观和配置的角度另辟蹊径**

**邱国鹭**：之前提到了你在做债券基金经理的时候就对股市有关注，而且你是从债券基金经理转成股票基金经理当中，极少数的业绩非常优秀的人，我们从中银中国精选基金的历史业绩归因分析中看到，你的组合中资产配置贡献了 60%以上的业绩贡献。那么你是怎么样顺利完成从债券投资到股票投资这个转换的？你觉得你在做债券基金经理的这段经历，对你后来判断股市以及宏观风格的时候有哪些帮助？

**孙庆瑞**：我在券商的时候做了几年策略和固定收益研究，在中银基金的时候本来是做固定收益投资研究，后来公司一只品牌基金“中银中国精选”混合型基金要更换基金经理，公司认为股票基金长期业绩好于平均的一个重要原因是，要有好的自上而下的资产配置能力，于是决定起用债券基金经理试试，所以安排我来接手这只基金。这个安排虽然不是我主动要求的，当时已经做了 6 年债券投研，突然转型也是有很多压力的，但是经过考虑之后我很高兴地接受了这个安排，因为我本身还是很喜欢做股票投资的，包括在做固收的时候我也一直在整体上跟踪和观察股市。从个人兴趣来讲我觉得股市比债市层次更丰富，更为鲜活，更有激情。

从固收投资转向权益的投资，并不存在“隔行如隔山”的感觉，因为主要方法和知识基础是一样的，没有太多的学习成本。尽管刚开始可能对个股不那么熟悉，但是在充分利用内外部研究资源的基础上，能够实现顺利转换。

固定收益基金经理可能宏观感觉很好，所以在大类资产配置和行业配置上能获得方向性的一些优势。如果你在过去做固收的过程中，积累了比较全面扎实的宏观研究基础，对后来管理股票基金需要的资产配置能力，就可以打下比较扎实的根基。



**邱国鹭**：华尔街有句老话：股市是小孩子玩的，债券才是大人玩的。这句话主要意思是说债券投资者比股市投资者相对来说更为理性，对下行风险考虑得更多一点。但是你作为一个曾经当过债券基金经理的人，不仅在下行风险方面管控得好，在熊市的时候比别人跌得少，更关键的是你在牛市中也能把握住市场的节奏。

过去我们看到许多长期业绩非常优秀的基金经理，短期业绩难免会有大的起落，有时候碰到短期内市场的疯狂，就有可能跟不上市场的节奏。而你不但长期业绩好，每一个阶段也都好，这需要基金经理对股市经常会有非理性行为、对短期跟长期之间的矛盾，能够很好地处理。在投资过程中你是怎么做到将长期跟短期辩证结合起来的呢？

**孙庆瑞**：对于如何理解市场的短期行为，我很认同有一个观点是：投资要有“同理心”，可能从这个角度上我会考虑得比较多。比如说在市场的很多行为中，我总是希望理解到什么样的因素在起决定性的作用。包括个股的变化、行业的变化。我是在看到变化之后，都认真地去理一理，包括研究员、典型上市公司的看法，站在同理心的角度上去理解整个市场的变化。

除了在总体上自上而下，包括行业的变化我看得比较多之外，在个股选择上我有点固定收益投资的影响渗透进来。我还是对整体上个股投资风险比较大的部分比较警惕，如果大家处在比较好的预期中，而研究员对于它看好的预期过于投机或假定过于苛刻的话，对这种个股我一般会比较少地参与。

而且我一般在认为大的趋势没有变化的时候，很少做赌反弹这件事。比如我认为周期行业就是变差了，或者某个行业我认为它的拐点就是过了，我就很少在这个行业里面去赌反弹。我



很少会因为买方卖方研究员观察到一两个月的价格或者供求关系的变化而推荐的时候，去做这个行业的配置，大概率是基本上不配。就像我在地产的强周期过了之后，就很少参与这些行业的反弹。

我也很少因为某些主题而去投一个我认为基本面很差的公司。比如说因为某个区域的主题或者因为某个行业的逻辑，去买本身很差的、从来都不为股东创造价值的、或者竞争力等各个层面都很差的公司。因为我觉得投机是很难投机到的，而反过来说，你在里面产生的负摩擦会远远大于你可能赌对的概率。就是那种“偷鸡不成蚀把米”的感觉。

另外我也会很尊重研究员的成果。因为我觉得靠我一个人来覆盖这么多行业、公司是非常困难的。所以要利用好买方、卖方研究员的研究成果，认真地聆听他们的逻辑。比如一个你很认可的研究员，他经过很认真的分析，都认为这个公司很有投资价值或者很没有投资价值，我基本上不会反着干。因为我觉得在个股层面上我不可能有超出他们的研究能力。

**邱国鹭** 我以前有个合伙人是个有着 30 年从业经验的价值投资者，有一次我问他 美国 1979 年市场市盈率只有 7 倍、商业周刊封面文章宣告股市已死时，价值投资者们都跑哪去了呢？他笑着说，那时他们正忙着给客户解释为什么净值缩水了 30%，因为他们在 9 倍 PE 时就早已满仓了。所以说，价值投资这件事是知易行难。价值投资者会经常对市场进行逆向思考，经常会在市场狂热的时候提前离场，而在市场极度悲观的时候又提前入场。这样的一个结果是往往会在市场涨过头的时候错过一部分收益，而在市场跌过头的时候要承受一段时间的暂时亏损。

人们经常在讲“牛市不言顶，熊市不言底”。这个说的是中国的市场经常向上的时候会涨过头、向下的时候会跌过头。但我觉得你好像对中国市场特别适应，对这些涨过头和跌过头的分寸都能够有充分的考量，然后在拐点的时候也能够有比较迅速的转换。这一点你是怎么做到的？

**孙庆瑞** 至于说中国的市场经常会出现一些非理性行为，比如说“牛市不言顶，熊市不言底”，总是在某个方向上会走过头，可能跟中国的投资者结构有一定关系。

就个人方法来说，我很少做左侧投资。就是说不要有一个“框框”来框定自己的顶是多少、底是多少。比如说你认为的顶是不是真的是这次市场变化的顶？这样想的时候可能会发生很大的偏差。

我经常观察是不是“顶”或者是不是“底”，可能还是说以流动性的变化、数据的变化来作为我判断的标准。当然这就很难做成左侧投资，做得好的结果也就是刚刚好，刚好在拐点上，大部分时候可能是右侧投资。但是这样做的好处是，人为判断市场拐点失误的风险会小很多。

而且我认为市场每一次都是不同的，每次都有当时所决定的逻辑。所以我从来都没有一个既定的“框框”去给自己框定每一次的顶是什么样，或者上一次的底是什么样。我都是顺着自己的逻辑来看。如果所有影响市场的指标都没有变化，我就认为还在趋势中。如果所有的指标都发生了变化，我可能就会觉得说市场可能出现了拐点。

除非有一个很强的逻辑让我认为说，在未来一年或者是更长的时间内，市场一定会发生转变。

我可能在流动性的部分从来不做拐点的判断，只有在 09 年的时候在结构上做过比较大的转变。当时在全市场做这么彻底的转变的基金比较少。当时有一个很强的逻辑支持我：这个经济走到这种程度，在整个供求关系上一定是毁坏式的。所以我整体上之所以转成消费，有点“周期后”，它同样受经济向好的影响，但是能回避掉周期本身所产生的极大的问题。

这个点的完全转换，其实在数据上没有提前的预判，只是一种逻辑在里面，可能原则上还是因为当时有一个思考：中国的工业化时期已经过了，你本身应该调整，但没有进行调整，而且人为地进行 4 万亿投资，再把经济周期拉起来，造成的这种破坏过为验证。所以我把所有的周期股都卖光。

**邱国鹭：**价值投资的一个重要方法是逆向投资，寻找市场非理性定价的投资机会。而你是自上而下加上偏成长投资的风格，在你的投资方法中，是不是更加敬畏市场、更加尊重市场，有的时候也不简单地跟市场对着做？

**孙庆瑞：**邱总说的这一点我觉得很对，我是对市场比较敬畏的。我觉得市场反映的信息非常多，经济层面、流动性层面、预期造成的风险偏好层面、行业的变化、个股的变化……这里面反映的信息特别多。所以整体上我对市场本身的趋势是比较尊重的。

我很少跟市场对着干是一个方面，此外在一个趋势里面我一般会去看这里面起作用的主线是什么，顺着市场的角度来思考：是流动性呢，还是经济本身的结构的变化呢，还是经济的周期性变化？我会试图自上而下理出一个清晰的逻辑出来。

其是这个逻辑如果不断得到市场验证，我就会坚持判断，而如果市场在这个逻辑上出现一些变化的时候，我会沿着自己的思路，重新理一下所有的逻辑。我会把影响股价的逻辑，所有的层面，自上而下一条条地理一理，来判断市场是不是真的发生了变化。

其实如果对自己自上而下的角度包括很多数据比较敏感，如果有经常来理自己的思路，还是比较容易抓到不同市场阶段的清晰的主线，而且也能在市场发生变化的时候及时做一些调整。

自上而下从方法来说，我觉得除了要有很清晰的框架和方法，还取决于是否对市场保持足够的敏感度。

### 牛市还能走多远？听宏观高手讲股市分析方法

**邱国鹭：**现在市场正在热议“牛市还能走多远”这样的话题。这轮牛市不同以往，背后有新经济、新工具、新股民、新政策、新传播、新杠杆、新估值体系等等新的驱动因素。虽然目前面临比较强烈的震荡调整，但总体上讲，市场系统性风险不大，而本身蓝筹股的估值也合理，这轮牛市还没有走完。这轮牛市结束有两种可能，一种是货币再次收紧，另一种是经济硬着陆，但这两种目前看概率都不高。我们也想听听配置高手的看法。能不能以当前市场环境为例，讲一下你是怎样从宏观角度去判断市场的，比如牛市能走多远，拐点会在哪里？

**孙庆瑞：**我观察是否出现拐点的第一个点是，看未来流动性从宽松到紧缩的过程什么时候出现。第二个点是看总市值跟一些经济指标的比值，是不是已经高到不可容忍的地步。

我觉得流动性可能是最需要关注的变量，然后股市的市值是不是涨到了你的流动性难以支持的点，也是最需要关注的变量。从储蓄存款、M2、GDP、房地产等一些指标来看，目前都还没有到市值大到拐点要发生的水平。

另外还看很多对比数据。比如说跟美国对比，因为美国看货币供给很难，它是美元全球配置，所以只能看 GDP 的角度，而且美国的股市也还是比较体现经济。2000 年互联网泡沫的时候，美国的股市跟 GDP 的比例到达最高水平，是 1.7，中国目前 60 多万亿的 GDP，60 多万亿的市值，差不多 1:1 的水平。

对比市值和 M2 的比值：M2 是一个比较好的观察指标，因为 M2 包含了居民的储蓄存款和企业的储蓄存款。2007 年牛市最高点时市值与 M2 的比值曾到过差不多 0.8 左右的水平，目前是接近 0.5，M2 有 130 万亿左右。所以我们第一可以观察利率水平是不是低到一个发生向上拐点的时候。第二个我们可以看市值水平是不是已经高到储蓄存款都无法再供给的水平，就是说储蓄存款在股市的配置已经很高了，大到无法再大的时候。这两个点可能是观察 A 股是不是发生拐点的最重要的点。

但是市值是不是大到难以容纳的地步，这个点其实很难观察。你不知道，市值与 GDP 之比是 1.7 合适，还是 2.0 合适？中国未来是不是能到 1.7，或者是比 1.7 还高？市场预期认为比 1.7 高是有可能的。2007 年的时候市值跟 M2 之比是 2，这次会不会比 2007 年更疯狂呢？我觉得有可能，因为 2007 年房地产预期很好，这次你要把房地产剔掉之后，是有可能超出那个比例的。

如果看拐点，以上是观察指标。但是拍拐点不可能刚好拍中，只是观察的逻辑是清晰的。目前我只能说，我还没有看到这轮牛市结束的迹象。

## 高毅投研内训 5 | 孙庆瑞：行业周期的判断和投资思路

### 一. 投资框架：

自上而下思考，自下而上选择

我的投资框架总结成一句话就是：自上而下思考，自下而上选择。自上而下思考就是从宏观经济和产业发展的角度来圈定行业范围，自下而上选择就是从人和机制的角度来挑选标的。

宏观经济层面主要从两个维度来看：一是结构变迁，以长期的视角找出受益于经济发展而不断壮大的行业；二是周期轮回，找出当前经济周期中最受益的行业。

产业层面主要看产业所处的发展阶段，在成长期和稳定期，伴随企业利润增长来获取投资回报的胜率相对更高。

自下而上选择的核心要素在于人和机制。在行业的不同发展阶段，对以上要素考虑的侧重点和要求有所不同，具体在下文关于成长期行业投资和稳定期行业投资的部分进行阐述。

### 二. 成长期行业的投资思路

#### （一）从供需角度出发，挖掘未被满足的强需求

张五常教授曾说过：“用一条供需曲线可以解释一切。”我非常认同这个观点，因此思考问题也倾向于从这个角度出发。如果某个行业未来的需求很大而当前的供给又很小，这种未被满足的强需求都有可能成为诞生成长股的沃土。

#### （二）发掘将要爆发的强需求

发掘将要爆发的需求，对于当前经济发展阶段的判断非常重要。



当我们国家处于工业化之前时，大部分行业的需求都没有被充分满足，可以清晰地看到轻工业的需求爆发，比如纺织、家电等。

当步入工业化时期，与投资相关的行业需求呈现出快速爆发的特征，尤其是在刘易斯拐点之前，资本的回报率显著高于劳动力，企业通过不断再投资实现利润最大化。因此现在所谓的周期行业，包括钢铁、水泥、煤炭等行业，在那个时候都是成长行业，增速很快。但是 2009 年我国为应对全球金融危机采取 4 万亿元刺激政策之后，大量产能的投放使整个周期行业的总供给超过了当时经济本身的总需求，大量行业出现产能过剩，竞争格局恶化。

工业化后期，尤其是刘易斯拐点之后，劳动力在收入分配中的占比逐步提高，那么拥有更多收入之后的人们有什么强需求未被满足呢，这就会为投资指明方向。这个阶段，即人们的吃穿用住行需求增长最快的阶段。在满足基本的生活需求之后，人们很自然地要追求精神方面的满足，因此娱乐需求会是一个未被满足的强需求。所以，2012—2015 年基于此重配了传媒。

当站在 2016 年年初观察娱乐需求被满足的程度时，大体上觉得已经演绎得相对充分了，不管是院线、移动端都得到了较大的发展，而且市场对内容增速的预期非常高，资金大量投入。再重新思考下一个强需求会是什么，大概率是环境和健康。环境不难理解，雾霾、水污染等都给大家直观迫切的感受，人们对更好环境的需求是强烈的。健康并非等同于医药，而指的是预防疾病和对疾病更好的治疗。人口老龄化、人均收入水平不断提升都决定了健康行业未来空间很大，不过目前还没有真正爆发。究其原因，首先是现在人的健康程度、健康意识、锻炼欲望要比之前高；其次是人口结构上，人口增速最快的 1962 年前后出生的那代人，现在 55 岁左右，身体状况还好，但是当他们到七八十岁时，即使再努力锻炼，年纪大了，健康需求也会非常大。

### （三）人和机制是成长期行业选择标的首要考量因素

对于处于快速成长期的行业，如果未来能看到有很大的需求而当前供给又很小的话，那么该行业目前的竞争格局乃至生意模式都属次要考量因素，因为一切都在变化之中，远未到能下定论之时，首要考量因素是人和机制。足够大的需求会拉动大量要素投入，大量资金和人才都会进来，其中越是创新能力强、越是敢闯敢干的企业家，胜出的概率越大。

#### （四）如何看待成长股的估值

当需求处于爆发初期，公司的增长就比较难预测，市场也很难给出与之匹配的 PE。如果需求释放进入中后期，市场隐含的增长又往往偏高，PE 可能会被高估。因此对于成长股而言，PE 很重要，但增长更重要。我们可以通过判断需求的满足程度，进而指导投资。当需求即将爆发或者刚开始爆发的时候，PE 高也没关系，匹配增长即可；当需求释放进入中后期，一定要看 PE，而且能参与的机会也相对较少。

当然，对估值的容忍程度还要与流动性匹配。在经济向上周期，流动性整体偏紧，会不利于高市盈率（PE）；在经济向下周期，流动性整体偏松，会更有利于高 PE，而且此时市场会倾向于给与经济相关性小的股票高 PE。

#### （五）由己及人逻辑演绎，寻找模糊的正确方向

对于哪些行业未来可能做大，我们可以通过国际对比来做初步判断。但对于哪些强需求行业会在什么时间爆发，则需要敏感性和逻辑演绎。

在推演需求递进的过程中，很难做到精确判断，因为缺乏前瞻数据的验证和支撑，更多地要依靠逻辑演绎和逐步验证。方法就是从自己的角度出发，思考有哪些需求没有得到满足且未爆发，然后类推到全社会这些需求有没有得到满足，以及满足程度如何，最后找出那些人均满足程度不高、未来空间很大的强需求行业。这些逻辑的推演只能做到模糊的正确，找到未来总要爆发的正确方向，并以此为依据做配置，逐步验证。

### 三. 稳定期行业的投资思路

稳定期行业的投资核心是找行业格局已经明朗的优势企业。稳定期行业的需求趋于稳定，竞争力强的优秀公司强者恒强，能通过份额和利润率的提升继续获取较为确定的利润增长。这类公司规模已经很大，企业家精神、合理的激励机制和组织管理效率最为重要，当然在不同的经济阶段和周期，能很好地为行业选择提供思考方向。

### 四. 未来投资看好的行业

结构性行情继续。从 2010 年一季度高点算起，我国经济已经调整将近 7 年，最主要的下滑阶段已经过去，未来大概率延续结构性行情。中国是个大经济体，由于地区、收入、年龄等差异，人的需求呈现出结构性特征。所以 2016 年出现了很多结构性的机会，包括环保、消费品公司、周期性行业。

行业集中度提升。站在这个时点，即使不考虑周期的波动，未来大部分行业都会存在集中度提升的逻辑。优秀的企业由于高效管理、控制成本、不断扩大市场份额，将在行业格局变化中胜出。未来行业最后可能只有少数几家盈利，最好的企业市场占有率非常高，竞争格局稳定，新进入者难以进入。这里面体现的是效率的差异，未来大部分行业都会出现这样最有竞争力的公司。

消费升级。比如消费品、健康、运动。健康和运动目前比较难挑标的，有点儿类似于 2010 年左右的传媒行业。但是，未来肯定会有很多机会。

看好环境改善。

制造业竞争力提升。如果中国成功跨出中等收入陷阱的话，一定是像其他亚洲国家一样靠制造业带动的，而且中国制造业的竞争力确实越来越强。

### 五. 投资问答

研究员：您的思路主要是选择符合社会趋势发展的强需求行业，什么时间点介入呢？节奏如何把握？比如环保行业，逻辑上前两年也成立，为什么 2016 年买？

**孙庆瑞**：确实时间点上比较难判断，之所以现在选环保，是因为之前都在选传媒。2016 年年初传媒的数据或者行业需求其实都已经演绎到一定程度，那么除了传媒还有什么强需求呢？于是想到环境需求目前来说非常急迫，然后类推到所有人，也得到相同的结论。在所有的消费端都没有太大机会的时候，环境是个不错的选择。当然，环境演绎充分之后，可能就会选健康。

站在 2013 年之前的时点，娱乐比环保的行情好，因为环保受政府投资影响较大。但在 2016 年年初思考除娱乐外还有什么强需求时，想来想去觉得环境还是一个好行业。政府可能会多投也可能会少投，但是一定会投。而且环境的需求非常急迫，投资的压力也非常大。

研究员：2013—2014 年环保需求也非常大。

**孙庆瑞**：是的，没错，环保有很多细分领域，不同细分领域演进的程度是不一样的。比如前几年的脱硫脱硝等。现在投环保，除了需求的紧迫性之外，还因为大气、海绵城市之类的细分领域的强需求还没有爆发。

**基金经理**：担心环保企业找不到商业模式，因为是个与政府有关的生意，很难有定价权，现金流很差，要垫资，又收不到钱。那么环境检测设备会不会好一些？自上而下的政府考核会加速环保政策的执行，快速提升环境检测设备的渗透，再加上物联网之类的助力，我觉得这个行业有大空间，而且有一个成熟的商业模式支撑现金流，有点儿像海康威视。

**孙庆瑞**：对。对环保行业而言，长期来看，如果说做环境工程的话，过完这个急迫需求的周期确实存在商业模式的问题。但是企业的价值就是现在非常需要它，因此会有钱投给它，订

单和业绩也会很快出来。站在十年期的角度来看，确实存在商业模式的问题，但是短期来看不会。主要还是因为需求紧迫，需求大。只要有需求，有钱投，就一定会会有企业出来做这个事儿。

基金经理：PPP 模式（PUBLIC PRIVATE PARTNERSHIP，公共私营合作制）其实对企业来说解决了很大的问题。

孙庆瑞：对，PPP 模式可能很大程度上缓解了违约率、还款等问题，但还需要验证。

研究员：体育、健康这类强需求，您未来什么时候会配？是在这波环保涨完之后吗？

孙庆瑞：第一，看到很好的标的会去配；第二，其他行业没得选，只能选体育、健康时会去配。但是现在很难选。此外还需要紧密跟踪行业变化，2016 年海绵城市启动前其实还是有很多迹象的，比如政府政策、官员的讲话都曾重点提到。

研究员：怎么看家电、汽车等行业，为什么配？

孙庆瑞：家电、汽车等行业更多是行业格局变化，集中度的提升和自主替代，主要是优秀企业获取更多市场份额的逻辑。

研究员：看环保企业报表，尽管增长不错，但是现金流确实不好，担心商业模式是不是存在问题。

孙庆瑞：确实有一点儿，但 PPP 模式能改善一部分问题。另一方面，2015 年政府债务置换之后现金流改善，支付能力增强。

基金经理：强需求满足应该都是长逻辑，比如说 2014 年看好娱乐，现在包括未来几年都可以看好，如果又不太考虑估值的话，是不是就相当于在看好的阶段任何时间都可以买？还是说一直持很久？

**孙庆瑞**：不是的。前几年，随着智能手机越来越普及，移动端内容的需求非常大，需求的大空间是清楚的。为什么我会在 2016 年年初觉得，娱乐边际上增量无论是内容还是其他方面都可能过了最好的阶段呢？核心点是供给过大。首先看内容端，所有的钱都花在了买 IP 上，各种各样的公司都转型“烧钱”做影视剧，电影票房 2015 年 400 多亿元，一线城市包括大部分二线城市增长已经很慢了，主要的增长动力来自四五线城市，也就是说渗透率已经处于较高的水平。再看体量，全行业所有的媒体，包括内容、院线、游戏、IP 等，公司市值之和已经过大了，这已经不是之前需求不太得到满足的状态，而是不仅基本面演绎，连市场演绎也很厉害，过多的资金堆积在这里面，尽管需求端可能还有稳定的增长，但是供给增长过大过快，导致变成了红海。

**基金经理**：2015 年票房注水也比较厉害，网络售票补贴太多，一年光补贴就三四十亿元。

**孙庆瑞**：是的，尽管边际上很难精确地判断是不是还能再增长，或者需求是不是被充分满足，但是可以肯定的是，再在里面玩，赔率就不够了，娱乐大概率上演绎到中后期了，越来越接近不好玩的点了。

**基金经理**：2017 年 TMT 中有哪些比较好的行业？

**孙庆瑞**：要从硬件、软件、内容三个角度来看。在硬件部分，在总量端没有太大的机会，但是有结构性的机会。在软件部分，也是结构性的。在内容端，刚刚调整了一年，2015 年又有太多钱冲进来，应该还没有到有意思的阶段。

**研究员**：对于衣食住行这些传统行业里的优质公司，可能某个阶段增速放缓，大家担心天花板或者其他问题，被市场阶段性忽视，后来又体现出成长性，出现业绩和估值的双升，这类公司挺多的，机会也挺多的，这类机会您关注



吗？愿意花时间去研究吗？还是把主要精力放在环保、健康等需求还没有被满足的行业上？

**孙庆瑞：**都愿意，每个行业并不是没有机会，包括未来娱乐行业也会有机会，只不过是阶段性地变成了红海。长期看，行业结构性变化、市场占有率变化、细分领域变化都会出现差异，尤其是在需求端比较稳定的时候，这些都会提供较好的机会。

而且从需求满足程度很低的角度来看，市场可能越来越难，现在琢磨从全行业的角度去看选标的。比如行业里面原来有几千家公司，未来可能只剩下几十家，甚至几家，竞争格局稳定，不管有多少资金进来，什么时间点来，甚至环保政策松一点儿，都挣不了钱，只有最有效率的企业才能赚到稳定的毛利，而且市场占有率会不断提升，现在觉得在所有行业里找这种机会，也是挺好的。

过去已经有很多行业跑成这样了，比如家电行业，但是大部分行业都还是比较粗放的，供给端调整起来也是大家一起调整。也有很多公司还认为这是个周期问题，来来回回不死心，也就带来了集中度提升的空间。如果未来这一部分的机会被挖掘出来，我觉得还是比较好的。

**基金经理：**请教一个组合管理的问题，从研究到组合管理的转化需要有三个要素，方向、空间、节奏。您刚才更多地是从方向和空间角度去论述您的投资理念，那么您的节奏如何把握？

**孙庆瑞：**过去，公募的节奏是配置那些行业空间最大、需求马上要爆发、行业内最优秀的企业，因为即使配的最多，也不超过 10 个点，如果不太在乎回撤的话，由于市场因素或者需求还没有到达爆发点导致的回撤可以等，对你的影响不大。如果组合配置里面都是三到五年后需求肯定会爆发的行业标的，长期看肯定会跑赢指数的，就不用太在乎是不是这个时点爆发，短期的因素或者节奏的问题就无论是组合还是自己心里的影响就比较小。在私募追求绝

对收益的时候，回撤就会产生很大影响，选择的时候需要特别注意，在强需求还没有被市场预期起来的时候配置好就比较安全一点儿。

研究员：希望得到研究员什么样的支持？

**孙庆瑞**：把行业供求状况、竞争格局、优秀的公司讲清楚就好。比如总需求端比较稳定的化工行业年年依然有牛股，所以只要梳理清楚，都会有很多机会。

研究员：消费、环境、制造业，这些行业您觉得潜在需求比较大，按照您以往的经验，从哪些角度可以观察到这些需求开始爆发？

**孙庆瑞**：环境领域，我们精准到海绵城市、江河治理，2016 年就应该是需求爆发的一年，又通过 PPP 这种方式，演绎得较强。制造业的竞争力其实也是，自主替代合资，其实都是由于自身制造能力提升，或者在本土市场，对本土需求更了解，调整更及时，导致市场占有率提升，未来还有更多的制造业进入全球竞争行列，都是可以看得到的。健康方面，暂时还没有看到，主要是我觉得现在的人都非常注重运动。过去经历医保全覆盖，目前面临医保资金压力越来越大的问题，在行业层面看的比较难受。20 世纪 60 年代是人口增速最快的时间段，这一代人目前 50 多岁，又注重锻炼，所以这部分人的健康状况应该比较好的，但是再过 10 年或者 15 年，早晚有一天这样的问题会暴露出来。所以，短期看行业端压力比较大，但是长期看还是有机会的。

**研究员**：确实，过去 10 年医药板块都非常牛，包括收入和利润增速都很快，其中一个最主要的逻辑是医保覆盖率的提升。从 10% ~ 20% 提升到目前接近 100%。从医保覆盖率的角度来看，行业其实已经整体完成了，目前遇到最大的问题是整个行业没有优秀的供给。但需求还是很旺盛的，比如各种癌症、糖尿病、慢性病。由于之前的政策和制度导致行业充满了大量无效需求，又占用了大量医保资源，比如某些辅助用药、中药注射剂等，很多仿制药也是，这些都是很不合理的，根本原因还是政策不当的激励，比如说抢首仿或者无效的剂型

创新。所以未来的机会一定属于能生产出好药的企业，或者可以优化现有药效的企业，比如做一些较好的剂型可以改善临床的效果。这些是未来的方向，需求端很旺盛，关键是能不能出现优秀的供给，出现有定价权的供给。

（注：本文为 2016 年 11 月孙庆瑞与高毅资产研究员团队所做分享讨论的实录，当时的部分市场观点现在并不完全适用。）

## 关于中国经济结构化投资机会的五个判断

“看好经济发展中的结构性机会。”

主要观点：

中国经济目前还处于继续向下寻底的过程，新的潜在经济增长未知；

在总供求关系未得到有效改善之前，企业盈利增速较慢；

无风险收益率处于持续下降通道中，对整体估值有支撑；

中国经济的结构性差异导致了股市的结构性行情；

看好体育、传媒、军工、旅游、环保

### （一）寻找结构性机会的主要思路

主持人：高毅资产董事总经理孙庆瑞女士有“股市常青树”之称。她在 2007 年从债券基金经理转型做股票基金经理，从 2007 年之后管理公募基金的 6 年期间，每一年的业绩都能稳居同业前 1/4，累计排名第二，这个是很难做到的，这六个年头每一年的市场风格都不一样，但她却能保持不败纪录。我们有请孙总给我们分享她对市场的看法。

孙庆瑞：大家好，我是高毅资产董事总经理孙庆瑞。我现在在私募基金公司高毅资产，里面都是累计收益非常好的一些人，我们聚在一起做一个平台。我们也做了很多的激励制度，做了保障制度，来为大家提供一个长期的回报率。

接下来和大家探讨一下我们对市场的看法。中国经济目前还处于一个继续向下的状态，新的潜在经济增长未知。在总供求关系没有得到有效改善之前，企业盈利比较差，14年开始到现在为止，资本市场的盈利增长应该都是单位数，是6%左右。因此我们认为无风险收益率处于持续下降的通道中。最近的“双降”让大家看到一年期存款率到了1.5%，如果经济依然找不到新的增长点，房地产汽车家电等看起来都这么差的话，无风险收益率还是继续向下的状态，这对A股的估值还是有支撑的。

中国经济的结构化差异性非常大。以前，煤炭、钢铁行业增速很快，工业化时期过了之后，有4万亿投资之后，拉到了09年，很多行业还是处于快速成长的状态。慢慢地，房地产过了自己的成长期，2013年是它的最高点。汽车到2014年增速还不错，今年看也是过了拐点的状态。家电的增速也出现了明显下滑，大部分的药品也过了成长期。剩下我们可以看到有成长的行业，就是很小的那个，在吃穿用住行所有需求都满足之后，我们追求的东西就是现在看起来增速最高的行业，比如我们追求每个人的幸福感，人们要多看影视、多看内容、多旅游，要多锻炼等等，这些行业看起来是目前增速最好的行业。整体上市场的结构性行情还是比较清晰，看好体育、传媒、军工、旅游、环保、部分医疗服务

## （二）中国经济结构性机会在哪里

### 1、居民收入增长推动消费升级

中国经济结构的变迁很清晰，比如以前的百货、家电很好，00年之后进入房地产很好，全球制造融入到国际上，出口很好。过了07年之后，食品饮料、医药增速很好。再往后，传媒增长很好。我们看新兴经济非常好。慢慢的，当然经济结构从工业化前时期、工业化过程

中、工业化后时期，有一个清晰的逻辑和路线。当人均 GDP 超过 5000 美元的时候，人们的基本需求，比如衣服、房子、车子、食品都满足之后，大家就开始追求娱乐、旅游和医疗服务。现在中国人均 GDP 已经超过 6000 美元

## 2、旅游出游率还有很大增长空间

从结构性来看，比如旅游，出境游的增速一直很高，蕴含着越来越多的人，收入到一定程度之后，会找人很好、环境很优美的地方旅游。人均的出游率来看，全国是 2% 的水平，美国是 6.35 次。我们人均出游还有很大的空间。

## 3、电影票房将随着休闲需求蓬勃发展

电影票房，其实好了很多年了。随着屏幕的增加，票房市场在 2011 到 2014 年来看，都很不错，增速非常高。而且看 2015 年，票房增速依然没有下降的趋势。一个很火的电影有 7 亿的票房，原来以为很高，但今年《捉妖记》有 24 亿的票房，《煎饼侠》也有 12 亿的票房。我觉得，这里面就是人均收入水平到一定的程度后，大家追求更多内在的心理满足感，追求更多的健康食品、食物，追求更多的身体健康和锻炼，经济到了一定水平之后，这就是追求的方向。

我们的电影票房和美国相比，全美国 3 亿人口，观影人次每年有 6 到 7 次，而中国每年可能不到 2 次的状态。如果提高到 6-7 次的人均，而我们有 13 亿人口，这个票房市场算起来绝对是美国的几倍，依然看起来是很好的一個行业。

## 4、运动需求方兴未艾，体育有很大发展空间

体育，准确来说出现得比较晚，这几年刚刚萌芽，增速很快。比如各种马拉松非常火热，2014 年美国有 1100 次马拉松比赛，中国有 51 次，还是有很大的运动空间。就我们本土来看，我们参加马拉松的人数增长还是很快的，全民运动的节奏。

## 5、环保投资占 GDP 比重仍然偏低，未来可期

环境,是我们最核心的,我们的空气、水都没有得到基本的保障,幸福感很难有很好的满足。

对环境的改善,可能在个别年头上受政府投资的影响,但总体上一定是投资回比较大,环境是需要改善的。这个区县来看,环境恶化到一定的程度,会走向改善,环保的投入也会越来越多。看环保投资占 GDP 的比重,中国的环境问题在全世界来看都是比较糟糕的,但是我们的投资比重依然是偏低的状态,环保行业依然是会有很大空间的行业。

### (三) 投资思路总结：在结构性行情中把握机会

A 股市场归结起来讲, 尽管经济增速看起来比较慢、没有明显要改善的迹象,整体上 A 股的盈利增速可能是在单位数,看起来股市的上涨可能涨幅有限,但是考虑到无风险收益率的下降,整个股市向上支撑还是有空间的。

从 09 年以来,中国一直是“结构市”,结构性行情演绎好几年了。但是否到极致了?当中国经济找到潜在增长、有拐点向好之前,结构性行情还没有演绎完。在结构上我们可以找到增速非常好又非常活跃的公司,这些公司往往属于全市场里面公司治理最好的一批。他们不是国有企业,他们非常积极地自己的行业里发展,就算目前的行业不好,也要重组、要并购,非常活跃。

看 A 股市场,结构上我觉得还是可以乐观一些的。在方向上,大家会花更多的时间去追求健康和幸福,我们觉得这些行业会是结构性比较好的行业,这些行业的公司也最好是民营机制、优秀的公司。所以整体上我觉得,就算体育行业在 A 股的标的非常少,随着时间推移,就算注册制不放开,也会有越来越多的公司通过并购、重组、借壳等方式,让你看到 A 股有越来越多好的标的。以前我们看传媒标的,乐视上来之前我们看到的传媒标的更少。2012 年之后,大批的传媒标的上来,到今天来看我们也觉得传媒标的非常好,所以我们觉得这部分的机会比较多。



在结构性行情下主要注意的风险点，我认为有两个：一是注册制。未来注册制的发生会提供更多的好的投资机会，但短期上会压制成长股估值。二是汇率。汇率目前看起来比较稳定，如果资本管制完全放开，居民财富可以全球配置一定程度上会影响 A 股估值。

### 高毅资产孙庆瑞：市场步入投资区间

经历前期调整，市场信心正显露恢复迹象。在高毅资产董事总经理孙庆瑞看来，目前 A 股风险溢价渐趋合理，市场逐步进入投资区间，一些优秀企业看两三年都是很好的配置，“挑出 10 到 20 只是没有问题的，收益应该会超过货币和长债”。

具体行业方面，孙庆瑞认为受益于消费升级，传媒行业投资价值明显；此外，部分医药、部分环保以及个别互联网企业亦值得关注。

宏观角度，孙庆瑞认为，本轮牛市之前，上证指数已经在 2000 点的位置持续震荡了三年。一方面，无风险收益率已经从三年前的水平有了显著下降；另一方面，当前利率的变化趋势与那时的螺旋式震荡并不相同，甚至还可能出现负利率；此外，从结构性角度看，当前有一批企业盈利增长远不止个位数，20%到 30%都有。

因此，在她看来，目前市场已经步入投资区间。

“如果看股息率的话，百分之三点几到五点几的水平，从价值股的角度来看就已经比较好了，并不需要股票便宜到非常夸张的程度才去买。”孙庆瑞表示：“目前 A 股市场有一些优秀的企业，看两三年都是很好的配置，从标的上讲，挑出 10 到 20 只是没有问题的，收益应该会超过货币和长债。”

“好票有的选，但需精选。”孙庆瑞认为，目前市场风险溢价处于比较合理的位置，A股已逐步进入投资区间，能够以合适的价格买入很好的标的；但与此同时，指数震荡间个股分化可能加剧，因此需要注重精选个股。

具体投资方面，孙庆瑞较为看好传媒行业的投资机会。

“从当前经济状况来看，人均GDP、收入水平达到一定程度，经济结构中投资占比开始下降、消费占比逐渐上升。”孙庆瑞表示：“过去是资本比较重要，劳动力削尖了头去争某个工作岗位，但现在人在财富分配的占比中逐渐上升。在这种情况下，每个人所需要付出的工作时间和工作努力程度是比过去下降的，相反，用于娱乐休闲和休息的时间相对会上升。”

因此，在孙庆瑞看来，当下13亿人口对于衣服、车、房子、食品等传统消费品的需求最高峰已成为过去式，“整体上，大家会花更多时间去休闲、旅游、锻炼”。

此外，部分环保、部分医药以及个别互联网也值得关注。孙庆瑞举例说：“从目前看，环保是需求远未”达标“的一个领域，进展时快时慢，非常优秀的环保企业做的是我们一直很缺乏的部分，它可能短期某一年增长比较慢，但看3、5年还是不错的投资。”

事实上，孙庆瑞以擅长自上市前把握市场方向、精于行业配置著称，其管理的中银中国基金6年间收益率在同期全部82只混合偏股型基金中排名第2，超越沪深300指数约101个百分点，并且每年都跑在同业前1/4。

## 什么样的女侠够格登上琅琊榜？| 股市访谈录

今天本阁主要向诸位介绍一奇女子入市掌舵7年间，**长期业绩位居同业前三，每一年都跑在前1/4**。在7个市场风格完全不同的年份中，没有错失过主流热点。这个纪录，实在非常罕见。

此女子乃是一代配置女王——孙庆瑞现任高毅资产董事总经理，高毅麾下五虎将之一，4

座金牛 + 4 次金基金 + 4 次明星基金榜上得奖最多的基金经理之一。下面奉上好买对孙庆瑞的最新专访。股市如何看？听她说——

### 股票市场进入投资区间，需要精选个股

2001 年开始做债券投资，2007 年转做权益类市场投资，且被称为“股市常青树”，多年股债投资经验让孙庆瑞非常善于把握大类资产配置。而站在当前时点，孙庆瑞认为股票市场现在进入了一个投资区间，能够以合适的价格买入一个很好的标的，风险溢价也处于比较合理的区间。但是在市场的区间震荡过程中，个股分化会比较明显，需要精选。目前 A 股市场有一些优秀的企业，看两三年都是很好的配置，超过长期信用债、长期利率债或是持有现金等资产。

具体来看，在本轮牛市之前，上证指数已经在 2000 点的位置持续震荡了三年。一方面，无风险收益率已经从三年前的水平有了显著下降；另一方面，当前利率的变化趋势与那时的螺旋式震荡并相不同，甚至还可能出现负利率。另外，虽然这两年很多企业的业绩是以个位数在增长，但毕竟仍然在正增长。从结构性来看，有些企业盈利增长远不止个位数，20%到 30%都有。

综合这几考虑，孙庆瑞认为市场距离底部已经越来越近了。前段时间出现的“千点论”的应验是比较小概率的事件，目前市场如果跌到 2500、2600 点已经是比较低的点位了。尽管市场下行风险是有的，但在投资区间内可选标的也在不断增多，更需要精挑细选。

### 判断大趋势，进行自上而下的资产配置

从以往的持仓组合来看，“明大势”是孙庆瑞投资风格的一大特质。用她自己的话来说就是，“如果想明白、看清楚每年的经济大势，投资成功的概率就会比较大，也不会畏惧各种市场风格”。但是事实上经济是个非常复杂的系统，且往往处于不稳定状态，所以孙庆瑞会看很

多种指标来帮助其判断经济发展趋势，比如会观察经济总量指标、利率、汇率、风险溢价等各个维度。

对于人民币汇率，孙庆瑞认为汇率有贬值压力，但是将会有节奏地、逐渐地去靠近均衡汇率，短期内不会有太大风险。因为从国际上看，汇率是一个相对指标，中国目前在全世界贸易格局当中处于相对稳定的位置，在贸易竞争力、经济增速等方面都是非常强势的，如果人民币突破到一个更接近美元的程度也是比较合理的。但这次黑天鹅事件的资本流出导致国内利率都发生了变化，也引起了市场一些恐慌心理，所以孙庆瑞也会持续关注包括汇率在内的风险点。

#### 自上而下选好行业之后，如何选股？

由于近几年中国经济结构调整，成长机会比较多。从基本逻辑来讲，如果企业能在细分行业做得比较优秀，盈利模式、股权结构、团队、管理层、激励机制都比较好的话，就是比较优秀的股票，长期回报超过周期性行业或大部分国有企业也是很有可能的。选股时候我也会参考研究员的建议，他们都是从一线公募基金出来的资深研究员，跟踪覆盖个股的时间都很长，研究比较深入。

### 高毅资产孙庆瑞等三大佬会诊：股灾后市场何去何从

孙庆瑞

高毅资产董事总经理，曾任中银基金权益投资总监。从债券基金经理转到股票基金经理，07年任股票基金经理，连续六年基金净值在同类产品中排名前四分之一，累计排名第二，不受牛熊、市场风格影响，有“股市常青树”之称誉。

石波尚

雅投资董事长，曾任华夏基金投资副总监。

**董承非**

兴业全球基金副总经理、投资总监，业内有名的长跑健将，管理的基金在 07-11 年五年时间里跨越了 08 年、11 年两次熊市，业绩在同类产品中排名第一。

摘录要点如下：

### 1.关于本轮股灾的反思

**孙庆瑞**：此次股灾的教训：绝对收益角度，开始理解“在估值 20 倍时买个股票，40 倍一定要卖出，永远只做这一个波段”，不求完美买卖在极端点位。

**董承非**：中国股市投资形态会更叵测一点，未必会出双头。从历史上看，这么强的走势，没有双头真是罕见。06 年、07 年的那波行情，08 年年初做了一个双头，给了一个确认的机会。经过这次以后，以后估计很多人面对下跌时都谨慎了。

**石波**：整体上今年股灾没 08 年跌那么严重。自己做投资的时候要做一些资产平衡配置，风格上不能都去搞小股票、搞创业板的股票，可能盈利非常高，但是最后投资的盈利性和安全性、流动性都有问题。

### 2.如何看待接下来的市场

**孙庆瑞**：对市场来说，利率和业绩增长是两个比较重要的因素。目前利率向下，风险溢价处于比较合理的位置，但业绩增长看起来压力大一些。目前的基本判断是 如果没有任何杠杆，所有渠道都被关住，市场可能短期会需要一段时间振荡，等待改革能不能真正改善股权结构，提高企业的效率，能够真正为投资人做回报。再看看 13 亿人口在新的方式上，互联互通的情况下，真的从收入端和利润端有所体现。

现在已经进入一个区间，能看到一小批股票，能够以这个角度买是非常踏实的。拿两年或者更长的时间，下跌的空间看得见，上涨的空间还是比较大的。从这个角度来说，不是全市场所有股票，但是部分的股票会优于债券市场和现金。但这个前提是不发生小概率事件，比如说汇率出现其他问题，或者其他问题导致国内的利率水平不降反升，这种概率可能导致估值出现极大的问题。

**石波：**跌到这个位置，现在还是看不太清楚，大部分投资者仓位都比较轻，大家对未来经济走势、政策走势还在观望。杠杆牛已死，还有利率牛、改革牛、资产配置牛。但改革牛在试错，投资者也只能跟着政策去看，到底下一步如何继续。牛市格局未变，但进入相持阶段。

**董承非：**心态上要更加积极一些，但是有几点困惑：1) 买什么？到底是买旧的还是买新的，旧的便宜，几倍的很多，但对于这些旧经济的股票，大家觉得一眼就看到底。但买新的平均有 50、60 倍，不知道买什么。现在仓位无论是公募还是私募仓位都不是很高。

2) 股票市场适不适合长期配置？从过去来看这个是很失败的，失败的根源在于我们没有股东文化，无论是大企业、小企业，只有极少部分的、屈指可数的公司管理层是为股东尤其是流通股东着想的，是真心实意为股东带来回报的。

### 3. 未来一到两年哪些行业值得布局

**孙庆瑞：**目前能选中的，以 13 亿人口共同的文化、共同的语言能聚集在一起的机会，比如传媒、医药、环保、旅游、体育等。

**石波：**

中长期：

1) 现在经济不好，实业不好，但是文化娱乐时代到来了，特别是 90 后进入消费市场，出现了以 90 后新兴趋势。传媒、影视、网上娱乐增长是第一大需求，移动互联网、视频、直播、移动营销都发展的非常快。传媒行业，从影视到他的 IP，到大数据这个方向的发展是



朝阳行业，增长飞快。比如票房，今年上半年增长 50%，下半年还要加快，这些东西都是反映了新的成长空间。

2) 医疗、医药需求是有刚需的，还是比较看好的。

中短期：

1) 新能源汽车不错，业绩数据非常好，但是到明年可能增速就会放缓了，会打价格战，他们今年是靠补贴起来。

2) 再比如迪斯尼，猪相关品种都不错，猪周期处在三年来的拐点。

3) 还有些传统消费品也不错，慢慢地步入拐点，打击三公消费的冲击慢慢过去。

4) 放开 IPO 对市场是有益的，现在可以看重重组股，可以多关注一些重组以后增加的内容。

**董承非**：展望未来，如果市场有比较大的机会，肯定还是在新兴行业方面，本身这些股票也杀的比较狠。

#### 4. 未来市场还有哪些潜在风险值得警惕

**孙庆瑞**：汇率是很大的风险点，但核心是在内部。从整个国家来看，实体经济本身是好还是坏，这是根本。国企改革短期不能低于预期，但是如果看三年五年都没有改的话，这个影响会特别大。曾经在两年之前就谈起陷入中等收入陷阱问题，各种悲观。再看两年后改革各方面还没有任何进展，整个体制角度上还是有很大的问题。如果自身内在很健康，汇率贬一贬不是很重要。

**石波**：最大的还是汇率风险。汇率这个事情刚刚才开始，一旦打开贬值的盒子，后面不确定性都存在。全球金融市场里中美之间如何博弈，不知道，因为周边的国家他们汇率过去一年都贬值很多，产业的竞争力出口压力是比较大的。

**董承非**：最大的风险就是宏观经济，现在看整个经济形势不好，不好成什么样，我心里没底，这么多年来第一次上市公司剔除金融以后整个业绩都在下滑，不知道会下滑到什么程度，底在哪，这个很关键。

#### 附对话实录（摘要）：

**荀玉根**：大家好，现在进入股票投资圆桌论坛环节，这是海通研究所季度大类资产配置研讨会的特色，每次都会请几位嘉宾交流，这次考虑到刚刚经历一场股灾，我们特意邀请了三位穿越牛熊的明星基金经理，甚至经历2轮以上牛熊市。第一位是孙庆瑞，高毅资产董事总经理，曾任中银基的权益投资总监。第二位是石波，尚雅投资董事长，曾任华夏基金投资副总监。第三位是董承非，兴业全球基金副总经理、投资总监。刚才提到股灾，我们第一个话题还是先回顾和反思一下这一轮股灾，为什么出现股灾，股灾给我们带来什么启示。把这次和08年做一个比较，你们在股灾过程当中有些什么感悟跟我们分享一下。先请庆瑞总，女士优先。庆瑞总的经历很神奇，从债券基金经理转到股票基金经理，07年任股票基金经理，连续六年基金净值在同类产品中排名前四分之一，累计排名第二，不受牛熊、市场风格影响，请庆瑞总跟我们分享一下股灾感悟。

**孙庆瑞**：这次股灾对我心理冲击还是挺大的，08年时我在公募，虽然是相对收益，心理压力也很大。07年市场非常火热，08年虽然大跌，但中间还是有反弹，有机会减仓，我在08年初就开始谨慎，逐步减仓。今年6月份市场涨到5000点的时候，我发现风险溢价已经为负了，心理上有点谨慎，但整体上看市场依然处于牛市的趋势中。通常的判断，我们认为一个牛市调整，指数跌15-20%，需要一到两个季度消化。我当时较大幅度减了一些仓位，这个事后来来看，是公募遗留的习惯影响了我，减一部分仓位是看市场要调整的一种应对手法，但远远不够。事后来来看这次下跌最后演绎成了一场股灾，恐惧程度远远超过08年，到了千

股跌停，到了你想卖都没有机会来卖的情景。事后反思，之前市场大涨，利率水平下降是一个非常重要的因素，杠杆快速扩张，这是对政府的预期、对改革的预期前所未有的乐观。从绝对收益投资角度来看，我开始理解之前我认识的一个基金经理，他总是在估值 20 倍时买一个股票，40 倍时一定要卖出，永远只做这一个波段。我开始特别理解这件事了，从绝对收益投资的角度来说，不能追求完美刚好买在最低点卖在最高点，大概率区间应该是有比较好的企业增长价值，或者市场从悲观到偏乐观的增长价值。我也开始理解风险溢价，之前认为风险溢价两倍标准差是很正常的，是有可能达到的，现在要重新考虑这件事，这是我对这次市场调整很深刻的感受。

**荀玉根：**庆瑞总比较了一下这次股灾和 08 年的不同，这次已经观察到了风险因素了，心理不踏实，也是做了一些减仓。08 年是慢慢跌，能够看到基本面的变化，能给你一些时间做一些反应，这次跌的太急、太凶、太猛了，减了仓之后再想减仓也减不了了，这是这次跟之前不一样的地方。在这次股灾之前有一家机构非常牛，就是兴业全球基金，在 4500 点的时候说市场存在一定的泡沫，他们 07 年 6000 点时号召基民赎回基金，这次在 4500 点提示风险不发行新基金，当时是市场上非常不一样的声音，回头来看非常厉害。我想请问一下董总，咱们在当时怎么会这样的想法，有这样的决断，在 4500 点以上抛出了非常谨慎的观点，现在看是很令人敬佩的。

**董承非：**当时主要还是觉得市场太疯狂了，5、6 月份时半年涨了 5、6 倍的股票好多。这波行情其实比 06 年、07 年的赚钱效应更明显，那时相同时间区间个股涨幅没有这次涨幅大。很多人习惯于做右侧，牛市最后阶段是最诱人的，5、6 月份一个月净值翻倍的不在少数，赚钱效应使得大家不愿意离开。当时看各个指标，市场是明显过热的，无论从估值还是从交易量、交易金额、换手率来看，市场都是过热的。回头看，市场跌幅和跌的速度也是让我们大吃一惊，我们也没有想到会这样。这波下跌给我及很多投资者印象最深的是这次没有

双头，这点尤其超出投资时间比较长的人预期。荀总刚才说 A 股自由流通市值近一半被散户持有，当时市场很热，每天 2 万亿成交金额，虽然我们讲高了、贵了，但是从历史上看，这么强的走势，没有双头真是罕见。06 年、07 年的那波行情，08 年年初做了一个双头，给了一个确认的机会。这次很多人讲被打得措手不及，市场压根没有让大家确认的机会。经过这次以后，以后估计很多人面对下跌时都谨慎了，未必有双头，以后中国股市投资形态会更叵测一点。

荀玉根：董总说的很形象，这次股灾当中很多老手不是顶点被埋的，而是在半山腰被埋的，总想着双头，想趁着国家队救市再抄一把，二次往上冲头的时候再赚一次，结果没有双头，这是一个惨痛的教训。双头形态没有出现可能跟新型的交易模式有很大关系，比如杠杆交易。第二波从 4000 点跌下来之后，跌的就很急了，因为市场有了学习效应，投资者宁愿卖错也不要卖不出，所以 6 个交易日跌了 1200 点，也有些人是在后面一波被血洗的。我想接着问一下石总，对这次股灾的反思。6 月份 5000 点左右，东方财富采访过石总，那时候石总认为股市涨到 5000 点的位置应该要休息休息。现在回头看，这个判断是对的，但最后演变成股灾估计也是超过您预期吧。

石波 这次暴跌和 08 年最大的不同就是刚才讲的杠杆，这个市场环境是以前没有遇到过的，很多是不计成本的抛售加大了市场的波动性。上半年杠杆牛红火时，大家不计成本不管估值打高股票，创业板泡沫比较重。整体上，今年的股灾没 08 年大跌那么严重，因为大部分的投资者如果没有用杠杆还是盈利的，这点比 08 年还是要好一些。这次股灾给我们的反思是，市场制度建设非常重要。制度建设要考虑长期目标，创新的同时重视股票市场的波动性。我们自己做投资的时候，要有一些资产平衡配置，风格上不能都去搞小股票，搞创业板的股票，可能盈利非常高，但是最后投资的盈利性和安全性、流动性都有问题，这样的投资配置是有

**问题的。**站在中长期角度，投资要在自己投资理念和方法上面要做好本职工作，金融就是防风险，做好均衡配置，不能走极端。

**荀玉根：**石总最后从从制度建设和投资理念角度做了一些反思，这些角度是对这个话题很好的收尾。股灾之后生活还得继续，还得往前看，未来市场该怎么走，是应该以更加积极的态度去做一些布局，还是说继续以防风险为主，我们第二个话题在这方面展望一下。请石总接着先谈谈。今年上半年炒得太嗨了，杠杆交易模式下 10 个月指数涨了 150%，个股涨了几倍，现在跌下来之后怎么看待市场，以什么样的心态去面对？

**石波：**跌到这个位置，现在还是看不太清楚，大部分投资者仓位都比较轻，大家对未来经济走势、政策走势还在观望。市场整体的环境来讲，杠杆牛已经死掉了，现在证监会在清场外配资，杠杆要完全降下来。利率牛的趋势还是存在的，改革牛现在有个说法叫试错，走一步看一步，摸着石头过河，政府改革都是摸着石头过河，我们投资者也只能跟着政策去看，到底下一步如何继续。邓小平说中国这么大的国家不搞改革开放就是死路一条，因为面临的任务比较重，经济转型，地方债务危机。资产高位去杠杆，这要有改革明确的路线。利率牛、改革牛、资产配置牛，这三个牛还是存在的，整个大的市场环境还是有利于资本市场的发展。股灾像抗日战争一样，大面积的冲击已经过去了，现在进入相持阶段，大家看中国往前走，往左走还是往右走，要看政府十三五规划，或者说政府有什么样的改革动机措施出来，这个市场才会选择一个方向。**牛市的格局没有改变，去年 7 月以来市场还在上升轨道中，只不过牛市进入中场休息阶段，或者说叫牛市的论持久战，目前大家都处于相持阶段。**现在成长股 30 倍市盈率就是一个中值，如果能跌到 20 倍市盈率就有投资机会。30 倍是合理估值，PEG 为 1 左右。明年要赚钱的话，股票 30 倍市盈率，公募可以持有，但对私募大家还是要等待。看看明年经济政策、改革的措施，还有十三五规划出来以后，大家才能找到方向，现在从资产价格来说，还是不便宜的，处于相持阶段。



**荀玉根**：刚才我们从大类资产配置角度讨论股市，庆瑞总，您做过债券基金经理，您怎么看现在的股市，大类资产配置角度，是债市更好，还是股市更好？

**孙庆瑞**：我是这么想市场的，利率是很重要的一个因素，业绩增长也是很重要因素。从**全市**市场总量来看，的确看起来利率是向下的，风险溢价水平，现在看还是处于比较合理位置，业绩增长看起来压力大一点。目前的基本判断是，如果没有任何杠杆，所有渠道都被关注，市场可能短期会需要一段时间振荡，来看看像石总讲的改革能不能真正提高我们的股权结构，提高企业的效率，能够真正为投资人做回报。再看看真的 13 亿人口在新的方式上，互联互通的情况下，真的从收入端和利润端有体现。我非常同意在这个时点上肯定是以积极的心态来挑个股，以合理的价格挑一个优质的公司是非常对的一件事。刚巧买到最低点是太小概率的事件了，不能假定已经发生了。现在已经进入一个区间，能看到一小批股票，能够以这个角度买是非常踏实的。拿两年或者更长的时间，下跌的空间看得见，上涨的空间还是比较大的。从这个角度来说，对股市大类资产配置的角度，不是全市场所有，但是部分的股票优于债券市场和现金，但这假定剔除小概率事件，比如说真的汇率出现其他问题，或者其他问题导致国内的利率水平不降还升，这种概率就导致了整个所有的估值经济要出现极大的问题，这种概率我们先不说。先货币牛、再债券牛、再股市牛，逻辑上是通的，是隐含着贴现率水平的变化，我觉得资产轮动还是会出现，中间会有一些反复，因为各种各样的问题，前途是光明的，道路是曲折的。

**荀玉根**：我把前面几个话题总结一下，站在这个时间点，战略上还是可以乐观一点看待市场，至于买点怎么去把握，不同风险偏好、不同资金性质的投资可能选择的介入点会不一样。更长期一点看未来市场的机会，三位嘉宾基本都认为集中在新兴行业。最后，我想谈一个小问题，这一波下跌已经给了我们很多风险教育，未来市场还有哪些潜在的风险点值得警惕？石总，您先来吧。



**石波**：最大的还是汇率风险。年初我们提示过的几个风险，第一个是流动性风险，因为小股票没有流动性，大家集中持股，小股票的波动性和流动性风险大，这个风险已经释放了。但是汇率这个事情刚刚开始，一旦打开贬值的盒子，后面不确定性都存在。全球金融市场里中美之间如何博弈，不知道，因为周边的国家他们汇率过去一年都贬值很多，产业的竞争力出口压力是比较大的。

**荀玉根**：石总认为应该关注汇率波动的风险。董总，您有什么关注的风险点？

**董承非**：最大的风险就是宏观经济，现在看整个经济形势不好，不好成什么样，我心里没底，这么多年来第一次上市公司剔除金融以后整个业绩都在下滑，不知道会下滑到什么程度，底在哪，这个很关键。

**荀玉根**：现在宏观经济增速仍是下降趋势，微观上企业盈利还有下行压力，这个是一个风险点。庆瑞总，您也谈一谈吧。

**孙庆瑞**：石总和董总讲的我都很同意，汇率是风险点。从整个国家来看，实体经济本身是好还是坏，这是根本。国企改革短期可能低于预期，但是如果看三年五年都没有改的话，这个影响会特别大。曾经在两年前就谈起陷入中等收入陷阱问题，各种悲观。再看两年后改革各方面还没有任何进展，整个体制角度上还是有很大的问题。如果自身内在很健康，汇率贬一贬不是很重要。就像刚才讲的，贴近均衡汇率这件事情肯定是正确的，汇率是很大的风险点，但核心是在内部，如果我们改得很好、很健康就是很好的事情。而如果没有，就要考虑整个经济层面的问题，不光是汇率的动荡，可能关系到各个层面的稳定。

**荀玉根**：庆瑞总把石总和董总讲的结合在一起了，最后还是要看基本面，只有不断地改革推进实体经济变化之后，才能最终达到汇率的稳定，基本面的好转才是未来市场真正能够走稳、走强、走得健康的关键。一个小时的论坛交流，三位嘉宾给了我们很多启示，非常感谢你们，谢谢各位参会的朋友！

## 股市奇女子孙庆瑞：每年都不错过热点如何做到？

投资界大佬邱国鹭在组建顶级私募“高毅资产”投研团队的过程中，曾约谈了 200 多位业内知名的投研人员，其中有一位“女生”给他留下了深刻印象。

邱国鹭纵横全球和中国股市近 20 年，深知在诸多非理性因素裹挟的 A 股市场里，不是所有优秀的基金经理都能做到长期和短期皆立于不败之地。而这位女生在从债券基金经理转型后，做股票基金经理 7 年间，不但长期业绩位居同业前三，每一年也都跑在前 1/4，从 2007 到 2013 年市场风格完全不同的每一个年度里，她基本没有在股债配置和行业配置上面错过过主流机会。这是非常罕见的纪录。

她叫孙庆瑞，在投资界有着“股市常青树”的美名。她是全市场长期业绩最好的女基金经理，不但投资业绩常青不败，人看上去也比实际年龄年轻很多，很贴合“股市常青树”这个美誉。后来的故事大家都知道了：“股市常青树”孙庆瑞接受了来自顶级私募明星团队的邀请，成为高毅资产明星投资经理“五虎将”之一。孙庆瑞如何成长为市场中知名的“常青树”？她的故事值得一读。

**配置高手有强大的宏观逻辑**

与许多股市名家相比，孙庆瑞有一个特别的经历：她做过固定收益基金经理。优秀的固定收益基金经理往往宏观感觉很好，因而在大类资产配置和行业配置上能获得方向性的胜利。孙庆瑞在过去做策略研究和固收投资研究的过程中，积累了比较全面扎实的宏观研究基础，为后来管理股票基金需要的资产配置能力打下了坚实基础。这一点体现在她的投资风格上面也非常鲜明。

孙庆瑞做股票基金经理 7 年，无论长期业绩还是单一年度都跑在同业前列：从 2007 年至 2013 年管理中银中国精选基金期间，收益率在小同业（同期全部 82 只偏股混合型基金中）排名第 2，在大同业（同期全部 205 只混合型基金中）排名第 3，超越沪深 300 指数约 101

个百分点。难能可贵的是她不但长期领先，而且每一个自然年度都跑在同业前 1/4。孙庆瑞还因为优异的长期业绩获得了第十届中国基金业金牛奖“十周年特别奖”，基金行业 16 年来仅有 7 位股票基金经理获此殊荣。

要知道大多数基金经理都想通过行业配置来获取超额收益，每年都有大量的人在“赌”当年的热门行业，可惜每次都有人押错。而孙庆瑞每年基本没有在配置上面犯过错误。无论是股和债的大类资产配置，还是热点行业的转换，都比较精准地把握了每一个阶段的主流机会。

“在 7 个市场风格完全不同的年份中，你是怎样做到，每一年都跑在行业前列？”邱国鹭也曾好奇地问她。他认为“稳健与灵活并重”是孙庆瑞很突出的优点。

对中银中国基金的业绩归因分析显示，孙庆瑞 60%以上的收益来源于出色的资产配置。从公开数据分析孙庆瑞过往持仓，她基本每一年都命中热点。再结合她自己的回顾来看，每一次都有基于宏观判断的清晰连贯的逻辑在里面。

2007 年是以大股票为主全面普涨的大牛市，孙庆瑞做债券基金经理的时候，从经济和流动性层面分析，从 05 年开始就看多股市，所以她在 5000 点高位接手基金后，迅速重仓大盘股，抢到了一波收益。

2008 年遭遇大熊市，孙庆瑞全面减仓，基金净值损失远远小于市场和同业基金。但她还是觉得自己 08 年其实做得一般，“你的看法虽然对了，但是叠加到交易能力还不是很完美。”

2009 年是标准的大反弹行情，孙庆瑞在 4 万亿之后迅速布局了很多强周期股。而到了 09 年下半年，她看到在 4 万亿投资之后周期行业会在供求方面面临极大的问题，而在经济向好的时候消费总是会跟上来的。“在 09 年下半年我每天琢磨的一件事就是把所有的周期股都卖光，从吃穿用住行几个角度来挑选行业里最有竞争力的公司。”所以在 09 年下半年孙庆瑞做了比较彻底的调仓，转向消费类股，全年获得了 73.7%的收益。

2010 年是结构性行情，如大家所知，周期类行业都表现很差，只有消费和消费相关的行业表现比较好，基金经理们都围绕吃穿用住行来挖掘标的。孙庆瑞由于已经提前布局消费行业，整体组合没有太大变化，全年继续持有消费类股，获利不小。

2011 年遭遇市场大调整，大股票跌了 1/4，小股票跌了 1/3，孙庆瑞判断白酒出现拐点，白酒行业虽然会滞后于当时强周期的反弹，但是会非常受益于经济的增长，所以重配白酒，并且还买了一些食品饮料和医药，又是大幅跑赢市场。

接下来的两年市场风格漂移，2012 年小股票震荡，蓝筹股在年末走出一波快牛行情，2013 年则是蓝筹股受压，创业板屡创新高的年份。孙庆瑞自上而下地看，判断白酒已经过了高速增长期，而与互联网、移动端相关的公司成为经济里面最有朝气的部分，于是转移仓位到 TMT 板块。这两个阶段分别获得了 11.5% 和 21.1% 的收益。

“我倾向于自上而下做配置并且偏好成长风格。我会在一个行业和公司形势明朗、进入高成长阶段的时候参与进来，分享他们最有激情的那一部分，这往往是能获取超额收益最多的阶段。”

“总结起来我长期短期业绩都 OK 的原因，可能主要有两点：一是比较擅长自上而下的资产配置；二是对行业转换的把握比较有感觉，能比较好地抓住行业大的成长阶段。”

至于专业投资者如何才能建立良好的配置能力？孙庆瑞说，“我觉得除了自上而下的有一个很清晰的框架和方法，还取决于是否对市场保持足够的敏感度。”有时候选择比努力更重要。

	市场风格	孙庆瑞重仓
2007 年	大牛市	大盘股
2008 年	大熊市	全面减仓
2009 年	大反弹	上半年强周期， 下半年消费类
2010 年	结构性行情：消费类股票	吃穿用住行
2011 年	大调整：大小股票齐跌	白酒、医药
2012 年	小股票震荡，年末蓝筹股强	TMT
2013 年	蓝筹股受压，创业板屡创新高	TMT

灵活切换需要覆盖到所有行业，孙庆瑞对研究上如何“用力”，也有自己的一套逻辑。“我对宏观、中观、微观都看，但我没有时间把微观跟踪得那么细、那么及时，更多是先从宏观去取舍行业，然后在好行业中选择具有竞争优势的公司。”“买方卖方研究员有大量的研究成果，你不是真的需要每个公司都去跟踪，要学会借力。”

而如果这个行业的周期过了，孙庆瑞就会迅速“放弃”它们，可能很久都不会再花时间去看这个行业的数据，因为在负向循环的过程中，下跌会超过你的预期。比如自从 2013 年看到人口红利发生拐点以及房地产行业相关数据后，她这几年就再也不跟踪地产的数据了。

除非从宏观数据上能看到行业发生了质的变化，才会再去跟踪。但是就过往经验来看，到目前为止，一个行业在快速成长期过了之后都需要相当时间调整，顶多是阶段性反弹。“有时候选择比努力更重要。”邱国鹭如是评价。

孙庆瑞这一分轻灵，像是倚天剑，轻快锋利。如今在私募江湖，宝剑出鞘，且听龙吟。

**股市玫瑰孙庆瑞：每一个早晨她都在绽放**



办公室里来了一位陌生人。

原来是一家国际顶级投行专门做财富管理研究的，年龄挺大，在事先预约的时间点准时踏进门。他的开场寒暄让孙庆瑞印象深刻：“你太奇特了，所以我一定要来调研你。”

这时的孙庆瑞，是上海一家公募基金公司股票投资基金经理。

而来者，因工作需要，在全球范围研究优秀的公募或私募基金经理，分析他们的风格、业绩、稳定性等，以便给客户提供基金组合建议。据他多年的全球研究发现，很少有像孙那样，主要通过“自上而下”，能把股票投资做得很好，且取得持续 6 年超越市场的好成绩。

奇特？

是的，或者换一种更贴切的描述，是与众不同。

有研究者曾尝试在全球范围内寻找孙庆瑞的对标——与她投资风格相近的投资大师、基金经理，显然，这注定是场徒然的搜寻。

2015 年 6 月中旬，《投资时报》记者与孙庆瑞的聊天，从这启幕。此时，她的身份已是高毅资产董事总经理。这家新晋的顶级私募基金，因短时间汇聚了诸多前公募基金投资大佬，备受投资界瞩目。而有关孙庆瑞那些特别的标签从何而来？她是如何一步步从青涩的毕业生成长为“股市常青树”？为何又能从固定收益至权益类投资顺利转型？等等疑问，都像一个个传说般，爬满话题的每个角落。

**传奇：长短期皆不败**

香港女作家倪亦舒曾在《玫瑰的故事》里塑造过一个经典形象：人到中年的玫瑰已成精致、优雅的资深美女，美得浑然天成，更胜年轻时的炫丽夺目。然而面对别人赞誉，她总是带着几分不自信打量着自己，觉得哪里还不够好，可恰是这分不自信最动人，因为，对人事始终保持一分敬畏的人，最美。



孙庆瑞，颇有此种神韵，只不过，她并不会如巴尔扎克所言，那朵玫瑰，就像所有的玫瑰一样，只开了一个早晨。

她做到了大多数基金经理做不到的事，长期短期业绩都能立于不败，在投资界有“股市常青树”的美名。要知道，大多数智商超高的基金经理都想每年押中热点、跑赢同业，但这，又绝非多数人可以办到。

### “业绩常青有什么秘诀？”

很想从孙庆瑞口中问出点什么，但她只云淡风轻地回应：我也不知道别人为什么会看错，我只是循着基本的经济规律去判断。缓一缓，轻轻又跟了一句：“可能是心态好吧。”

对面坐着，端庄、清秀，看起来不过三十上下。若非知道她有 6 年债券投研加 7 年股票投资经历，很难猜到她的实际年龄。

当然，投资界不是一个拼“颜值”的圈子，“常青树”终究还得靠业绩证明自己。孙庆瑞做股票基金经理 7 年里，无论长期业绩还是单一年度，都跑在同业前列。

从 2007 年至 2013 年管理中银中国精选基金期间，收益率在小同业中（同期全部 82 只偏股混合型基金中）排名第 2，在大同业中（同期全部 205 只股票类基金中）排名第 3，超越沪深 300 指数约 10 个百分点。

难能可贵的是，不但长期领先，且每一个自然年度都能跑在同业前 1/4。因优异的长期业绩，孙庆瑞获得了第十届中国基金业金牛奖“十周年特别奖”，基金行业 16 年来，仅 7 位股票基金经理得此殊荣。

高毅资产 CEO 邱国鹭在组建投研团队时，曾约谈过 200 多位业内知名的投研人员。他说，孙庆瑞“长期短期都好”的业绩和“既稳健又灵活”的风格，给他留下深刻印象。

这样特别的标签究竟如何得来？孙庆瑞又是如何一步步从一个青涩的毕业生成长为“股市常青树”？

在她的口述中，这又是一个“没什么特别”的故事。

### 转型：做好每一个当下

孙庆瑞的第一份工是在联合证券做研究员。很快，领导便发现她经济学功底扎实，再加上固定收益市场那时正在兴起，顺理成章便安排她术业专攻。出色的研究成果很快为买方所注意，孙庆瑞被挖墙脚到长盛基金，做固定收益研究员，后又出任社保组合的债券基金经理。2006年孙庆瑞加入中银基金出任固定收益主管以及债券基金经理。

而孙庆瑞更为人所知的成功来自于管理股票基金。

她为何从固定收益投资转向权益类投资？又为什么能顺利转型？回顾当时情形，孙庆瑞自觉一切仿佛都那么水到渠成。

其实，2007 年从中银基金固定收益主管转型做股票基金经理，并不是孙庆瑞的个人决定，甚至不是她的主动要求。当时，中银基金旗下一只品牌基金“中银中国精选”更换基金经理，公司领导认为股票基金长期业绩好于平均的一个重要原因是要有好的自上而下的资产配置能力，于是决定大胆起用债券基金经理，选定了孙庆瑞出任中银中国的基金经理。孙庆瑞当时已经做了 6 年债券投研，尽管自认压力很大，但依然接受了安排。

“我从内心里喜欢做权益投资，我认为股市很有意思，相比固收来说层次更丰富、鲜活的东西更多，我很快就接受了公司这个安排。”

对孙庆瑞来说，从固收转向权益，并不存在什么“隔行隔山”，因为主要方法和知识基础是一样的，没有太多学习成本。尽管刚开始可能对个股不那么熟悉，但在充分利用内外部研究资源的基础上，能够实现顺利转换。

“我其实上学的时候没有想过自己一定会做什么，做研究员时没有想过以后一定会做基金经理，做债券投资时也没有想过以后会做股票基金投资，每一次转换，基本上是服从组织安排，都是机缘巧合。你如果喜欢，那就认认真真去努力好了。”

## 成长：找到职业兴奋点

相比许多股市名家，孙庆瑞的特别经历正在于：她做过债券基金经理。权威基金研究机构好买研究显示，孙庆瑞在宏观判断和资产配置方面的能力超强，是其掌控的基金获得超额收益的重要来源之一。

优秀的固定收益基金经理往往宏观感觉很好，因而在大类资产配置和行业配置上能获得方向性的胜利。孙庆瑞在从策略到固收的领域转换过程中积累了较全面扎实的宏观研究基础，这为后来管理股票基金需要的资产配置能力打下了坚实根基。

现在回头看，孙庆瑞仍坚信这是一个非常正确的选择。

“有些人可能会选择待在一个经验构筑的舒适区间里，或者说女性可能普遍地更多地喜欢稳定感觉，也很适合做固收。而我是在权益投资里更多地找到了自己在专业上的兴奋点。”

“股票投资是一件非常有意思的事情！”在谈到为什么喜欢做股票投资的时候，原本理性恬淡的叙述顿时变得富有激情起来。

相比债券投资，股票投资的层次更丰富。做债券投资，主要工作就是两件事：久期配长配短，利率债和信用债怎么配。一旦久期定了，大部分的收益都定了。而做股票投资，从宏观、中观到微观都要涉足，无一偏废。不但要做大类资产配置，还要对比行业，还要精选个股。

回溯孙庆瑞以前投资过的如 2007 年的大股票、2009 年的周期股、2011 年的白酒和食品饮料、医药，还有 2012 年以来的传媒计算机，这些行业的成长路径都很清晰，有非常多的细节可待挖掘。

再具体到个股标的时，就更有意思了。

每一家上市公司背后都有精彩的故事。孙庆瑞调研时与上市公司接触，经常会碰到很多很有意思的董事长及其他高管，但凡能带领一项事业和团队的领军人物，通常都富有激情和个人魅力。

“我们做投资的总是希望找到优秀的好公司，这样的好公司很少，你要先于高手如云的证券市场去找到他们并且参与进去，就更难。我倾向于做配置并且偏好成长风格，我会在一个行业和公司形势明朗、进入高成长阶段的时候参与进来，分享他们最有激情的那一部分，这往往是能获取超额收益最多的阶段。”

当一家上市公司处在高速成长阶段时，整个公司从领军人物到基层员工都很活跃，会成为这个公司、这个事业最激情四溢的一段历史，有时候也反映了经济里面最活跃的一部分。相比之下，固定收益是在稳健的前提下做投资，涉及到公司，更多地是判断某个行业的风险指数，以及信用债的信用等级，不像股票那样有鲜活地参与到经济大潮当中的感觉。

### 平衡：用聪明法则分配时间

孙庆瑞不像传说中的很多基金经理和研究员那样，经常熬夜加班、半夜看公告。“工作和生活的平衡很重要。尤其作为女人，要寻找聪明的方法来面对工作和生活。”

工作上，孙庆瑞会使“巧劲”，她懂得研究上怎么“用力”更为有效。她只在一个行业的高速成长期去介入，如果这个行业的周期一过，就会果断弃子，可能很久都不会再花时间去翻看这个行业的数据，因为在价值循环的过程中，下跌会远远超过市场预期。除非从宏观数据上能看到行业发生了质的变化，她才会重拾旧趣。

孙庆瑞的同事冯柳，同是股市顶尖高手，过去十年有着超高年化收益纪录，第一次见到孙庆瑞时，就好奇地问她：“我看了你过去的持仓，怎么什么行业、什么牛股都抓到了，很膜拜！

你是怎么做到覆盖这么多行业的？”

孙庆瑞的回答耐人寻味：“我对宏观、中观、微观都看，但没有时间把微观跟踪得那么细、那么及时，更多是先从宏观去取舍行业，然后在好行业中选择具有竞争优势的公司。”冯柳觉得，自己是抱朴守拙，而孙庆瑞是用巧到了极致，很是欣赏。

孙庆瑞说：“买方、卖方研究员有大量的研究成果，你不太可能每家公司都去跟踪，要学会借力。”她会经常观察宏观面的各种数据和信息，从自上而下的角度来梳理自己的思路，寻找不同市场阶段的清晰的主线，当市场印证自己的逻辑的时候就维持判断，遇到市场发生变化的时候就及时做一些调整，不跟市场对着干。

市场中干扰信息太多，中国市场又尤其充斥着各种非理性因素，即使是专业投资者想要做到正确的宏观判断亦不容易。孙庆瑞说，“我觉得除了自上而下的有一个很清晰的框架和方法，还取决于是否对市场保持足够的敏感度。”

她在描述自己时，总是加上“可能”、“比较”之类用词，始终保持谦逊。正如她的同事评价：“她似乎总是对市场保持一分敬畏之心。”

### 股市常青树”之谜：孙庆瑞为何“长短皆不败”

投资界大佬邱国鹭在组建顶级私募“高毅资产”投研团队的过程中，曾约谈了 200 多位业内知名的投研人员，其中有一位“女生”给他留下了深刻印象。

邱国鹭纵横全球和中国股市近 20 年，深知在诸多非理性因素裹挟的 A 股市场里，不是所有优秀的基金经理都能做到长期和短期皆立于不败之地。而这位女生在做股票基金经理的 7 年间，不但长期业绩位居同业前三，每一年也都跑在前 1/4，从 2007 到 2013 年市场风格完全不同的每一个年度里，她基本没有在股债配置和行业配置上面错失过主流机会。这是非常罕见的纪录。

她叫孙庆瑞，在投资界有着“股市常青树”的美名。她可能是全市场长期业绩最好的女基金经理，她不但投资业绩常青不败，人看上去也比实际年龄年轻很多，很贴合“股市常青树”这个美誉。

后来的故事大家都知道了：“股市常青树”孙庆瑞接受了来自顶级私募明星团队的邀请，成为高毅资产明星投资经理“五虎将”之一。

本报特别邀约孙庆瑞讲述经验。孙庆瑞如何从债券基金经理转型成为股票基金经理，如何成长为市场中知名的“常青树”？她的故事值得一读。

### 孙庆瑞解答“长短皆不败”之谜

大多数基金经理都想通过行业配置来获取超额收益，每年都有大量的人在“赌”当年的热门行业，可惜每次都有人押错。而孙庆瑞每年基本没有在配置上面犯过错误。无论是股和债的大类资产配置，还是热点行业的转换，都比较精准地把握了每一个阶段的主流机会。

孙庆瑞在做债券投资研究 6 年后转型做股票基金经理 7 年，无论长期业绩还是单一年度都跑在同业前列：从 2007 年至 2013 年管理中银中国基金期间，收益率在小同业（同期全部 82 只偏股混合型基金中）排名第 2，在大同业（同期全部 205 只混合型基金中）排名第 3，超越沪深 300 指数约 101 个百分点。难能可贵的是她不但长期领先，而且每一个自然年度都跑在同业前 1/4。孙庆瑞还因为优异的长期业绩获得了第十届中国基金业金牛奖“十周年特别奖”，基金行业 16 年共有 7 位股票基金经理获此殊荣。

“在 7 个市场风格完全不同的年份中，你是怎样做到，每一年都跑在行业前列？”邱国鹭也曾好奇地问她。他认为“稳健与灵活并重”是孙庆瑞很突出的优点。

对中银中国基金的业绩归因分析显示，孙庆瑞 60% 以上的收益来源于出色的资产配置。从公开数据分析孙庆瑞过往持仓，她基本每一年都命中热点，再结合她自己的回顾来看，每一次都有基于宏观判断的清晰连贯的逻辑在里面：

2007 年是以大股票为主全面普涨的大牛市，孙庆瑞做债券基金经理的时候，从经济和流动性层面分析，从 05 年开始就看多股市，所以她在 5000 点高位接手基金后，迅速重仓大盘股，抢到了一波收益。



2008 年遭遇大熊市，孙庆瑞全面减仓，基金净值损失远远小于市场和同业基金。但她还是觉得自己 08 年其实做得一般，“你的看法虽然对了，但是叠加到交易能力还不是很完美。”

2009 年是标准的大反弹行情，孙庆瑞在 4 万亿之后迅速布局了很多强周期股。而到了 09 年下半年，她看到在 4 万亿投资之后周期行业会在供求方面面临极大的问题，而在经济向好的时候消费总是会跟上来的。“在 09 年下半年我每天琢磨的一件事就是把所有的周期股都卖光，从吃穿用住行几个角度来挑选行业里最有竞争力的公司。”所以在 09 年下半年孙庆瑞做了比较彻底的调仓，转向消费类股，全年获得了 73.7% 的收益。

2010 年是结构性行情，如大家所知，周期类行业都表现很差，只有消费和消费相关的行业表现比较好，基金经理们都围绕吃穿用住行来挖掘标的。孙庆瑞由于已经提前布局消费行业，整体组合没有太大变化，全年继续持有消费类股，获利不小。

2011 年遭遇市场大调整，大股票跌了 1/4，小股票跌了 1/3，孙庆瑞判断白酒出现拐点，白酒行业虽然会滞后于当时强周期的反弹，但是会非常受益于经济的增长，所以重配白酒，并且还买了一些食品饮料和医药，又是大幅跑赢市场。

接下来的两年市场风格漂移，2012 年小股票继续跌，蓝筹股在年末走出一波快牛行情，2013 年则是蓝筹股受压，创业板屡创新高的年份。孙庆瑞自上而下地看，判断白酒已经过了高速增长期，而与互联网、移动端相关的公司成为经济里面最有朝气的部分，于是转移仓位到 TMT 板块。这两个阶段分别获得了 11.5% 和 21.1% 的收益。

“我倾向于自上而下做配置并且偏好成长风格。我会在一个行业和公司形势明朗、进入高成长阶段的时候参与进来，分享他们最有激情的那一部分，这往往是能获取超额收益最多的阶段。”

“总结起来我长期短期业绩都还 OK 的原因，可能主要有两点：一是比较擅长自上而下的资产配置；二是对行业转换的把握比较有感觉，能比较好地抓住行业大的成长阶段。”

## 配置高手有强大的宏观逻辑

与许多股市名家相比，孙庆瑞有一个特别的经历：她做过固定收益基金经理。优秀的固定收益基金经理往往宏观感觉很好，因而在大类资产配置和行业配置上能获得方向性的胜利。孙庆瑞在过去做策略研究和固收投资研究的过程中，积累了比较全面扎实的宏观研究基础，为后来管理股票基金需要的资产配置能力打下了坚实根基。这一点体现在她的投资风格上面也非常鲜明。

孙庆瑞在描述自己的时候，总是加上“可能”、“比较”之类用词，始终保持谦逊。正如她的同事评价：“她似乎总是对市场保持一分敬畏之心。”

优秀基金经理总会遇到不是自己的春天，而有的人信念坚定，会扛着。而孙庆瑞不，她总是随着市场的呼吸而动。“我很少跟市场对着干。”在一个趋势里面，孙庆瑞一般会去看当时起作用的主线是什么，顺着市场的角度来思考，是流动性呢，还是经济本身的结构的变化，还是经济的周期性变化？“我会试图自上而下理出一个清晰的逻辑出来。”

当这个逻辑不断得到市场验证的时候，她就会坚持判断，而如果市场在这个逻辑上出现一些变化的时候，她会沿着自己的思路，把影响股价的所有层面的逻辑，自上而下地一条条地重新梳理，来判断市场是不是真的发生了比较清晰的变化。

“其实，如果自上而下的角度包括很多数据比较敏感，如果有经常来梳理自己的思路，还是比较容易抓到不同市场阶段的清晰的主线，而且也能在市场发生变化的时候及时做一些调整。”

至于专业投资者如何才能做到这一点？孙庆瑞说，“我觉得除了自上而下的有一个很清晰的框架和方法，还取决于是否对市场保持足够的敏感度。”

## 有时候选择比努力更重要

灵活切换需要覆盖到所有行业，孙庆瑞对研究上如何“用力”也有自己的一套逻辑。“我对宏观、中观、微观都看，但我没有时间把微观跟踪得那么细、那么及时，更多是先从宏观去取舍行业，然后在好行业中选择具有竞争优势的公司。”“买方卖方研究员有大量的研究成果，你不是真的需要每个公司都去跟踪，要学会借力。”

而如果这个行业的周期过了，孙庆瑞就会迅速“放弃”它们，可能很久都不会再花时间去跟踪这个行业的数据，因为在负向循环的过程中，下跌会超过你的预期。比如自从2013年看到人口红利发生拐点以及地产行业相关数据后，她这几年就再也不跟踪地产的数据了。

除非从宏观数据上能看到行业发生了质的变化，才会再去跟踪。但是就过往经验来看，到目前为止一个行业在快速成长期过了之后都需要相当时间调整，顶多是阶段性反弹。“有时候选择比努力更重要。”邱国鹭如是评价。

孙庆瑞的灵活还体现在她对投资方法的理解上。她认为，偏好成长和偏好价值本身并无对错之分，有时候也有重合部分，两种方法主要是参与投资的时间段不一样。当一个行业或公司过了高速成长期之后，往往回复到平稳阶段，但好的公司长期来看市值是不断增长的。

只是从自己的选择来说，一个人的偏好很难跟另一种兼容，价值尽管再便宜，你也很难从成长的角度上达到你的标准，所以投资上不必“十八般武艺样样都会”，坚持自己的一套方法理念和逻辑体系就好了。这一分轻灵，像是倚天剑，轻快锋利。如今在私募江湖，宝剑出鞘，且听龙吟。

#### 私募投资：方法可持续空间更灵活

在未来管理私募基金的过程中，孙庆瑞将延续从前的一套方法并且充分利用私募更灵活的投资空间和标的。比如，整体上将绝对收益为投资目标，秉承最大程度上获取风险调整后长期投资回报率的理念；前瞻性地判断宏观经济周期，灵活进行资产配置；对经济结构及经济中行业的演进进行分析和判断，配置最值得看好的行业；优选出好行业中的好公司，买入并

中长期持有。此外，私募产品可以投资的范围较大，为投资者提供了对冲市场风险的工具，并且在不同市场环境中均可以利用衍生品进行投资获利。

配置高手今年看好什么股票？孙庆瑞表示，受益于互联网+、科技进步、中国经济转型、国企改革等因素的公司将会是她重点关注对象。她指出，当前民营经济非常活跃，新的技术和方法快速的渗透着人们生活中的角角落落，创业的数量和速度进入了前所未有的高潮，优秀的上市公司、卓越的企业家会充分抓住当前的机遇，带领企业开拓更广阔的市场空间。

（搜索微信公众号“价值投资牛股（ValueFirst1）”，下载更多研报资料）