

新常态”将催生“新牛市”

□本报记者 李良

北国深秋的寒意难敌A股市场渐起的热浪。10月18日，在汇添富基金公司承办的“建设银行基金服务万里行·中证金牛会（长春站）”活动现场，多达200多名投资者从四面八方赶来，期望从“中证金牛会”的专家讲演中获取“财富密码”。

汇添富基金公司的资深行业分析师劳杰男表示，中国经济将进入“新常态”已成为共识，经济增速将逐步下台阶，经

济结构转型将不断深化。但在三季度经济增速走弱的时候，A股市场却出现了强劲的反弹，表明市场预期发生了变化，不再纠结于经济增速的具体数字，这是好现象。劳杰男同时表示，中国经济结构正在发生一些深层次变革，A股市场中长期走牛的条件已经具备。

济安金信科技有限公司副总经理王群航表示，机构投资者，经常是专业投资者的代名词，但机构投资者不是万能的，他们的行为是否值得效仿也需要认真辨析。



劳杰男：A股具备中长期走牛条件



□本报记者 李良

10月18日，在“建设银行基金服务万里行·中证金牛会（长春站）”活动现场，汇添富资深行业分析师劳杰男表示，中国经济结构正在发生一些深层次的变革，A股市场中长期走牛的条件已经具备。

劳杰男指出，三季度A股的市场环境并不好，主要是经济环境不好，按照常理判断本会出现下跌，但实际上，三季度A股市场走出了一波非常强劲的反弹走势，这表明A股市场已经开始从短期视角向中期视角变迁，因为市场已经看到了更为长远的改革红利、政策红利、投资者结构的变化、大类资产配置的变化，才会出现一次出乎意料的强势上涨。

“仔细分析可以发现，其实三季度的市场环境并不好，因为经济呈现了持续的低迷状态，房地产销售、发电量、信贷数据都并不理想。从以往来看，经济不好，市场也不会有好的表现。”劳杰男表示，“从外围市场来看，三季度外围市场是以震荡为主。三季度以后，欧美股市都呈现大幅度下跌。中概股下跌的幅度非常大。所以，三季度A股市场的持续性上涨，一度令投资者困惑。”

劳杰男认为，促使三季度A股强势上涨的核心动力，包括以下几个方面：首先，IPO的管制，导致次新股和并购重组概念股保持强劲走势。过去两年里，新股数量较少，许多资金都去炒次新股，与此同时，也是因为IPO的管制，很多公司要上市，但没有正规渠道，只能去借壳上市或者并购重组，这引发

了市场的投资热潮。“我印象很深，有一段时间，大家炒股票的方法就是把全部股票公司排列，市值从大到小，最底下的基本是15亿元左右的上市公司。通俗来讲，就是炒壳资源。这样一个操作手法有不错的收益，大家回头看，15亿元至20亿元市值的公司其实在三季度有非常好的涨幅。”劳杰男说。

其次，劳杰男认为，随着沪港通等推动资本市场开放的政策出台，显著促进了大市值股票的活跃，并对市场的整体预期起到了强劲的推动作用。8月银行股大幅上涨，就是得益于此，因为A股银行股比港股银行股要便宜不少。

最后，劳杰男表示，大类资产再配置效应的强化、投资者数量增加、融资融券业务放大趋势等，也是导致三季度A股市场强劲上涨的重要推动力。

“现在大家很多是把房子卖了，去买股票，因为现在大类资产配置已经到了非常激烈的阶段。现在多数老百姓的资产在房子上，因为前十年，任何时候买房子都是赚钱的，任何时候买股票都是亏的。但在目前这个时间点上，这种配置方向发生了变化。”劳杰男说，“周围越来越多的人，特别是在南方，包括在上海、深圳、宁波，越来越多的人在做这样一件事：把已有的三套房、四套房卖了，然后去开户炒股票。所以，投资者的开户数越来越多。另外就是融资融券，现在已经达到约7000亿元融资盘规模。”

结合上述判断，劳杰男指出，上证指数2000点左右的A股市场，是一个处于相对底部区域的A股市场，其主要的逻辑在于

两个：一是政策改革的红利，二是无风险利率下降。在这两个逻辑推动下，从大趋势判断，中国经济结构正在发生一些深层次变革，而A股市场中长期走牛的条件已经具备。

“目前，整个市场的利率处在一个很高位置，如果市场无风险利率下降，股市肯定上涨，二者之间有着明显的对立关系。”劳杰男说，“在接下来的时间里，我相信政府主要的事情就是引导无风险利率下降，可能会打破信托刚性兑付。因为已经有几个案例使得信托刚性兑付在慢慢打破，这已经宣布信托慢慢像基金或者股票那样，大家买卖，盈亏自负。所以，这个过程会使得无风险利率下降。”

对于政策改革的红利，劳杰男抱以较高期望。他指出，中国股市历来受政策影响较大，上一轮牛市得益于股改，而这一轮，如户籍制度改革、土地制度改革、规范地方政府发债这三大重要措施将会深刻影响A股走势。他强调，上述这些制度的落实，是中国经济在未来5年到10年有较好表现的重大逻辑基础。一方面，沿海城市的发展水平已经较高，但农村地区的潜力还没有很好发挥出来，直接原因就是户籍制度和土地制度的制约，如果这些制度改革得以实施，其影响不言而喻；另一方面，地方政府有管控的发债，相对缓释了地方政府的资产风险，特别是地方融资平台的风险。与此同时，地方债务的额度是管控的，这使得地方政府发债不能无限扩张，使得经济结构转型能够掌控在中央手中。劳杰男表示，未来几年，基建和房地产的占比会逐渐往下降，制造业投资的占比会逐渐往上走，这其实是经济良性表现的开端。

劳杰男认为，沪港通的推出以及未来对深港通的预期，将是推动A股中长期牛市的一个重要因素。虽然现在沪港通概念存在短期炒作行为，但背后的重要逻辑，就是将A股市场纳入国际资本市场当中的重要一步。一旦A股市场纳入国际资本市场当中，加入MSCI指数，将导致大量美元资金需要被迫配置A股，所以，这也是2000点左右成为A股市场相对底部的另外一个逻辑。

王群航：不要简单追随机构投资者



□本报记者 李良

10月18日，在“建设银行基金服务万里行·中证金牛会（长春站）”活动现场，济安金信科技有限公司副总经理、济安金信基金评价中心主任王群航表示，机构投资者，经常是专业投资者的代名词，但机构投资者不是万能的，他们的行为不见得都值得效仿。

王群航指出，公募基金的信息披露里有一项很独特的内容，即机构投资者持有相关基金的比例：占比高的基金，有超过半数的；占比低的基金，可以低至零。为此，有些人在选择基金时直接以此为参照，但事实上这种做法不够妥当，因为这要根据基金种类、基金规模、基金绩效、交易方式、定价方法、基础市场行情特征、产品设计定位、投资运作风格、投资组合情况等多种因素来综合确定。

王群航表示，在公募基金市场上，对于不同类型、不同特征的基金，机构投资者有着不同的态度，反映在报表上，就是持有基金比例的多与少。一般来讲，机构投资者在投资基金时会有这样的分布特征：首先，在规模大的基金里，机构投资者的占比可能较高；反之，则较低，甚至没有。这主要是因为：第一、机构投资者在进行投资决策时，基本上都会有一套完整的研究和审批流程，走完这个流程，需要一定的过程和耐心；第二、机构投资者在投资基金时通常都会有一个不约而同的规定，所投资金额不超过标的总规模的10%，这个“10%”的规定，同基金一致防范的巨额赎回风险的标准有关；第三、机构投资者通常拥有规模很

大的资金，以千万元、亿元为单位进行投资，假定每一笔投资收益率基本一样，那么，同样做一笔投资，规模越大则效用越好；反之，则不经济。

其次，业绩好的基金里机构投资者可能会比较多；反之，则较少。这其中的道理很简单：机构投资者通常会具有相对较强的择基能力。

最后，业绩稳定性好的基金里机构投资者可能会比较多；反之，则较少。业绩的稳定性是机构投资者选择基金的一个重要指标，这个稳定性，可以有不同的时间长度来衡量，如：月度、季度、半年、年度等。业绩稳定性好的基金，尤其是那些公司管理层稳定、基金经理稳定的基金，投资风格也会相对稳定，这样的基金，其过往投资情况与业绩的可参照性强，因而最受欢迎。

王群航同时指出，在下列一些情况下，机构投资者的占比可能会相对略高一些：第一、在交易渠道主要是场外申赎的基金里，机构投资者可能会比较多；第二、在交易渠道主要是场内的基金里，大盘蓝筹类ETF、规模大的ETF、主流行业和活跃行业的ETF，并且还都是规模较大的品种里，机构投资者的占比可能会更高一些；第三、在分级基金里，A类份额里的机构投资者持有比例绝对高；而在B类份额方面，仅有二级市场交易量大、换手率高的品种里，机构投资者才有可能会阶段性地进入。

但王群航强调，机构投资者不是万能的。他认为，公募基金就是一大类机构投资者，相对于其他多种多样的机构投资者来说，公募基金是最透明、最规范的。但即便如此，并不等于业绩一定就好。市场上常见的各种业绩排名比拼，投资者早已司空见惯。公募基金尚且如此，其他形形色色的机构投资者就更不用说了。

“因此，机构投资者，经常是专业的投资者的代名词，但他们的行为也不见得都值得效仿。以保险公司内部的资产管理部门来说，他们是投资基金的绝对大户，但他们在以往历年的股票市场牛市行情中的盈利率都不是很高，为什么？不是能力不够。因为他们有着自己的绩效考核指标和方式，若该年度的投资绩效任务已经完成，大家的工作积极性就会降低、收敛。”王群航说。

下期巡讲预告

11月1日 湖北武汉

主办方：中国证券报 中国建设银行
承办方：交银施罗德基金管理公司



中国证券报

CHINA SECURITIES JOURNAL



中国建设银行

China Construction Bank

客户服务热线：95533

网址：www.ccb.com



b

Schroders

BANK OF COMMUNICATIONS

文银施罗德基金管理有限公司

责任编辑：殷 鹏 美编：苏振 本版图片为 曹乘瑜 摄