

新一轮结构化牛市正在酝酿

□北京大君智萌投资董事长
吕长顺

对于目前股市的位置,市场有两种截然不同的观点。乐观者认为,沪指2850点就是底部区域,市场将展开一轮大反弹,直接到4000点甚至更高。悲观者担心:沪指本轮反弹到3500点附近之后,还会下跌,今年仍然可能会见到2500点以下。

如何看待以上两个截然不同的观点?

首先,笔者判断,沪指再次跌回到2500点以下的可能性极小。实际上,沪指是失真的。扣除金融权重股的因素,沪指实际点位已经低于2500点。金融三剑客是银行、保险、券商。招商银行相对于去年11月降准之后的起涨点,仍然有1倍的涨幅。其他银行大致也有50%左右的涨幅。券商是去年7月初开始上涨的,从那时到现在也有50%的涨幅。四只保险股中,中国人寿从去年11月起涨点到现在也有1倍的涨幅。其他保险股涨幅也有50%。综合来看,金融股相比于去年的涨幅有50%,由于金融股在股市整体指数的权重较大,超过30%,沪指去年6月大致在2000点附近,目前沪指在3000点附近,上涨幅度也是金融股的平均涨幅50%。我们金融加上石油石化、酿酒食品、医药等大盘权重股有50%的涨幅,意味着大部分小盘股实际上对指数上涨没有贡献。或者说,很多的小盘股已经回到了2500点附近,已经进入到了价值投资区间,如果说千金难买回头牛的话,现在牛市真的已经回到了起点。由于银行的整体估值已经跌到了净资产附近,保险和券商的整体市盈率也并不高,再加上证金公司托住大盘蓝筹股、稳定市场的作用,市场再次回到2500点的概率极小了。

其次,新一轮牛市行情也不



会立即到来。目前困扰股市的因素是实体经济依然面临下行压力。最新公布的9月的PMI的数值为47,创2009年以来的低点,表明经济仍然处于收缩周期。

传统上认为,中国经济有三驾“马车”,问题最大的是出口。美元指数从去年的80上涨到了96,涨幅20%,而美元兑换人民币一直没有大的变动,所以导致人民币跟随美元被动升值。虽然最近人民币出现了波动,大致贬值了4%左右,但是相对于涨幅,基本上没有作用。而考虑到人民币国际化和稳定货币市场的需要,人民币出现大幅贬值的可能性极小。人民币的被动升值必然导致出口产品的价格和市场竞争力降低,所以出口下滑就在情理之中了。短期很难有效果。

关于投资这三驾马车,为了稳定增长,政府的确出台了很多措施,也施行了积极财政政策。但效果非常有限,甚至可以说,这一轮稳增长政策基本没有太大作用。主要原因在于两个方面。一是财政刺激措施遇到了产能过剩,基础设施过剩和房地产产能过剩的三大问题。2008年推出

的4万亿经济刺激措施大部分都投向公路、铁路、建筑安装工程等;二是房地产,现在二三线城市房地产的空置率很高,房地产的消化还要很长一段时间,未来2-3年房地产投资还是一个下行的趋势。现在出台经济刺激政策,直接遇到的问题就是没有有效需求,无法再像2008年一样继续刺激经济。而房地产需求不足,直接导致地方政府的土地财政收入下滑,地方债问题突显,也导致地方政府,没有钱可以刺激经济。

第三驾马车是消费。中国的消费对经济增长的贡献超过50%,但过去几年消费的增长一直比较缓慢。最大的问题不是中国人没有钱消费,而是体制政策阻碍和供给跟不上。过去几十年中国人通过房产增值积累了大量的财富。现在的问题是北京上海房产和汽车的限购政策导致汽车和房产消费不会出现大幅提升。其次是医疗、养老、金融、教育、文化娱乐等服务性消费由于制度和政策原因,消费跟不上来,存在严重的供给不足。

有鉴于此,“三驾马车”都面

临动力不足的问题。当经济基础不具备条件的时候,股市的上涨会一直受到经济增长的拖累。未来半年到一年,只有结构化的行情而不会再有整体的牛市。

我们对中国经济的长期趋势并不悲观,对近期A股的走势也很乐观。从华尔街的经验来看,每年10月都是买股票的时间,5月都是卖股票的时间。而从A股的规律来看,每年的国庆节放假,都会导致股市低迷,成交量大幅度减少,从而在9月底形成一个股市的低点。国庆节过后,资金已经开始回流市场。股市也就出现了短期行情。而由于每年的年初市场的流动性最好,所以虽然期间会有震荡,但是上涨会维持到明年一季度。到时有大量的银行贷款释放出来,流动性极度充裕,股市上涨也就到来了。而从目前的经济周期来看,仍然处于利率下行周期,存款准备金率仍然在17.5%的水平,货币政策存在很大的空间。借鉴历史规律,我们认为,当利率处于下降周期的时候,资本市场流动性都是充裕的,没有长期持续的熊市基础。

未来将是结构化行情。股市是为效率而生的。哪些企业最有效率,资金就会流向那里。过去的十年中小板指数从1000点涨到了10000点,就是中小板民营企业的效率远远高于国有企业,所以我们从中小板看中国股市,实际上是十年大牛市。

而未来股市的机会在创业板,目前大量的创新型企业集中在创业板。中国的互联网企业创新商业模式已经不落后至美国,在技术上是基本与硅谷同步的。东方财富网,汇川技术、碧水源、乐视网、机器人、网宿科技等一批优秀的技术创新企业已经出现。随着中国企业的技术水平迅速提高,未来必然诞生一批世界级的企业。

成长股 将撬动结构性修复行情



□广发策略优选基金经理 李巍

连续4个月报收阴线后,A股告别了六七月份期间的非理性状态,目前进入一个相对平稳的阶段,结构性机会逐渐显现。在宽松的货币环境下,随着市场重建对改革和转型的信心,A股市场有望在未来3至6个月迎来一波结构性修复行情。

结构性机会开始显现

对于历经三季度煎熬的股票投资者而言,四季度面临的是一个相对温和的市场环境。

从基本面看,9月中采PMI为49.8,环比小幅回升,但仍处于荣枯线下。猪价走软小幅拉低CPI指数;工业品价格仍然非常弱,PPI通缩短期难以改观。除了文化娱乐、环保、消费电子、智能制造等少数行业外,大部分上市公司三季报不容乐观,尤其是传统制造型企业。但在上述负面消息之外,还是有一系列正向积极的基本面利好消息。

例如,货币环境持续宽松,国债收益率不断走低;美联储加息预期减弱,人民币贬值压力减小,离岸人民币汇率创8月以来新高。财政刺激政策不断出台,基建项目推出速度加快,地产、汽车刺激政策陆续发布,地产销量增速稳定在较高水平,汽车销量有望重新恢复正增长。此外,改革仍在推进,军改、电改、国企改革均有进展。

从市场估值看,经过8月的再次快速调整和9月企稳后,大盘蓝筹股估值水平恢复至相对合理水平。面对日益走低的无风险利率,部分价值型公司的分红收益率已经很有吸引力。部分白马成长股在9月出现明显超额收益,估值水平恢复到2016年30-35倍,目前仍具有一定长期配置价值。

总体而言,当前股票市场进入一个相对平稳的阶段——资金面宽松,投资者情绪趋于稳定,结构性机会开始逐渐显现。从目前来看,改革和转型的政策依然在有序推进的过程中。未来随着市场重建对改革和转型的信心,股票市场在未来3至6个月有望迎来一波修复性的行情。

高景气行业中挖掘优质成长股

基于四季度市场只有结构性机会的判断,存量资金更愿意流向高景气度行业中的优质企业,理由是这样这类企业更容易逆势实现高速增长。

在笔者过去10年的从业经历中,很多企业家会很轻松地说“业绩做到20%的增长没有问题”。但实际结果表明,这类企业往往很难达到每年20%的增长,业绩低于预期的概率很高。与此不同的是,那些预期每年业绩有50%以上增长的企业,业绩低于预期的概率反而很小。这是因为预期业绩高增长的公司处于景气度非常高的行业中,企业在这种环境中很容易实现高增长的业绩。

过去四年的资本市场表明,市场表现好的行业是本质上符合经济改革和转型方向的行业,其中高景气行业中的优质企业往往是市场中的长线牛股。因此,笔者在管理基金时非常看重大方向和趋势,通过自上而下分析产业的趋势和方向,挑选出高景气度的细分行业,比如互联网、环保、消费电子等。然后再自下而上精选个股,选择未来增长潜力大、预期能持续高增长的优质成长股。

对于投资者而言,选景气高的行业里面的优质成长股,长期持有能实现不错的收益。当然,再好的股票肯定都会有股价波动、短期可能出现阶段性损失的情况。因此,作为一名基金经理,笔者在选股之外,也努力尝试从大类资产和风格资产配置的角度进行择时,以尽量减少基金净值回撤幅度。

据wind统计,截至2015年10月15日,笔者执掌的广发制造精选基金自成立以来的回报为124.5%,同期沪深300指数的涨幅为29.6%,超额收益率达到94个百分点。展望未来,我们将继续沿着产业升级和变迁的趋势,自下而上挖掘出能够创造出社会价值的优秀企业,分享企业长期快速增长带来的稳定回报。

债市慢牛 富贵稳中求

□博时基金 魏桢

上周央行公开市场操作净回笼700亿元,货币市场利率低位稳定。央行副行长易纲表示,今年中国仍有望实现7%左右增速,人民币汇率不存在长期贬值的基础,将灵活运用多种货币政策工具,向市场提供充裕的流动性,实现货币信贷和社会融资规模合理增长。

综合来看,上周在岸和离岸人民币均升至8月以来新高,贬值预期明显改善,利好短期流动性。9月份以来经济通胀再度回落,打开降息空间,预计宽松货币政策仍将持续。中国正面临利率敲门时。居民可选投资品种回报率全面下降,货币利率降至2.5%,1年存款1.75%,债券收益率趋降,货币基金收益率低于3%,理财收益率下行开启。

债务周期带动经济周期向下

从宏观层面看,所有经济体要成功去杠杆,都是在一个相对宽松的货币环境,降低企业的负债成本。从大的债务周期的角度来看,社会融资成本利率应趋于

下行的,这长期利好于债券市场。

从基本面角度看,经济难起色,也无通胀苗头。结构调整、产业升级过程中,旧经济内生动力逐渐减弱,新增长点尚未形成规模,三期叠加的新常态下,潜在经济增长速度下行难以避免。短期因素是积极的财政政策不断加码,政策在打通资金进入实体的渠道上下功夫,简政放权、国企改革等改革措施释放政策红利,一系列稳增长政策短期内可能对经济起到一定托底作用,但难以拉动经济明显反弹。另外,受制于工业领域通缩形式长期存在,当前货币条件不支持,CPI除了猪以外,全是缩。因此经济基本面难为债市带来明显的负面影响。

政策层面看,明确政策宽松主基调,资金利率大体低位。在央行抑制投机、美联储加息暂缓、汇率贬值压力下降、资金外流压力缓解、信用需求疲软的情况下,资金面内生性宽松渐显。不过央行9月份开始净回笼资金,显示一旦金融风险下降后,货币政策并没有大水漫灌的倾向。目前市场的主要驱动力依然是股市财富效应弱化、风险偏好下降带来的资金



回流支撑。大量理财资金处于欠配状态,需求旺盛,资产短缺局面短期难以改变。

投资静待新逻辑出现

利率债方面,因为性价比较高,期限利差偏高对长端利率债有较强的保护,尽管中短期内未必能够有效的突破前低,但去杠杆和经济结构调整的周期里,利率下行的方向和趋势很难改变,利率每次上升都提供了买入机会。但目前利率债投资者结构有

所改变,基金等交易性资金占比提升,债基把10年利率债作为流动性储备,意味着货币市场资金利率对需求的影响力增加,投资者稳定性降低。值得关注的是,当前债市杠杆水平较高,对流动性高度依赖,利率波动性或将增大。

信用债方面,由于信用利差缺乏保护,而在经济下行,国企违约情况开始出现时,信用风险可能出现了被低估的情况,尽管缺乏资产,但仍要保持警惕,不宜过分乐观。信用利差上看,目前AA以上评级信用债信用利差已降至2009年以来历史低位,同期7天资金利率却高于历史低位1%左右水平;AA-及A评级信用债信用利差整体维持较高水平。

笔者认为,债市步入慢牛市趋势。短期市场如果跑得太快有预期落空的可能。继续保持冷静和耐心,等待新的逻辑的出现。四季度债市仍处于较为有利的环境,但突破前期低点需要更低预期的经济表现或宽松政策的不断触发,票息加杠杆的策略较为传统,但效率打折,久期策略逐渐体现出价值。