

陶灿:供给侧改革惠及现代服务业

□本报记者 徐文擎



陶灿,硕士。2007年7月毕业于北京大学金融学专业,同年加入建信基金管理有限责任公司,从事行业研究,历任研究员、基金经理助理,2011年7月起任建信优化配置混合型证券投资基金基金经理,2014年5月起任建信改革红利股票型证券投资基金基金经理。

过去:新逻辑捕捉新机会

陶灿分析称,尽管投资者偏爱中小创个股的“惯例”已经持续了三四年时间,但在2015年资金杠杆的撬动下才得以最终引爆,在彼时中国经济转型尚未取得明显成果而市场流动性又大幅充裕的情况下,中小创个股受追捧似乎“顺理成章”。

在曾经疯狂的市场中,陶灿采取“先求同、再存异”的方式,在基金的投资组合中布局真正有价值的中小创个股,这也使得其管理的建信改革红利股票基金在成立一年后一度净值飙升至2.64元。在去年6~9月股市出现异常波动时,又先于市场预判,将持有的低流动性的中小创个股逐渐置换为大盘蓝筹股票,以缓解全市场系统危机对基金净值造成的扰动,同时将基金净值波动引致的对于基金资产流动性的冲击降到最低。

但他提到,作为新型的股票基金,受限于股票仓位不低于80%的限制要求,“贴着”80%的股票仓位下限是底线。在市场异常波动时期保持“冷静”,对于公募基金经理而言是必备的专业素养。“提前调仓是业界相似的做法,但时点和基金经理本身前瞻性的判断,则是基金投资业绩表现的决定性因素。”

经历过2015年过山车般的行情后,市场中有很多声音表示要远离中小创个股。“实则不然,在中国经济转型取得实际成果、找到能够替代房地产成为新的支柱性行业之前,投资机会仍然在中小创个股上。”陶灿表示,“但是,中小创个股相较于过往的普涨格局,未来两三年肯定会进入到分化的格局,期间需要抓住中小创个股的结构性机会。”

陶灿表示,2009年4万亿计划后,中国整个经济的发展都处在二次转型中,经济的微观实体——企业也在搞二次创业、搞跨界,这样就决定了传统投资框架已经不能完全适用于新兴产业优质标的的筛选,“价值股”、“成长股”等标准已不能全面描绘处于转型期的上市公司,而需要把一级市场的投资模型引入到二级市场去类比,核心是跟踪好、利用好一些新的指标,例如用户痛点是否解决、用户黏性、用户数、用户活跃度等等。“这些数据散户很难跟踪到,但机构可以跟踪到并且愿意做这些研究。所以在新的投资大环境和研究范式下,需要加入这些新指标。”

“曾经有人做过一个统计,把A股每年市值规模倒数100家的公司做一个组合,组合基本都能跑赢市场。所以我把针对中小创个股、有转型动力的个股的新型研究方法,理解为是在一个传统的经济转型时期中,对典型的资本市场投资方法的有效补充,是创业估值模型对传统投资框架的有效完善。”他说道。

2015年基金排名战尘埃落定。银河证券数据显示,陶灿管理的建信改革红利股票基金2015年整体回报达69.77%,排在股票型基金的第8位。“在现有公募基金的框架下,先求同,再存异,在保证获取行业平均投资业绩的基础上再寻求差异化的投资机会,博得超额收益。”谈起2015年的业绩,陶灿如是总结。

然而,2015年的排位才刚刚落幕,新一轮的竞争又已展开。“一切归零,从头开始。”陶灿说。对于2016年,他认为是资金性质平稳且有较宽松流动性支持下的平衡市,结构性的机会还将是基金投资业绩的主要机遇;而在供给侧改革和人口结构变化的逻辑下,他判断以文体教卫为首的现代服务行业,在未来五到十年的资本市场将具有强劲的生命力。

未来:供给侧改革惠及现代服务业

展望2016年,陶灿认为货币宽松的环境不会改变,降准甚至降息的预期仍然存在,但资金杠杆较之2015年中却已有大幅缓解,所以资金性质相对会更平稳。“平衡市才是真正回到基金经理最擅长的寻找结构性机会的状态。”他称。也正基于此,由其即将管理的建信现代服务业股票基金正通过建设银行、兴业银行等机构全面发售。

而人口结构的变化和供给侧改革,陶灿认为是主导未来抓取结构性机会的投资主线。

他表示,从需求端看,中国已经从商品消费时代迈向了服务消费时代,原来追求数量,现在追求质量。他分析称,首先,人口的需求是最终端的需求,是经济增长的一大来源,也是投资中很重要的主题,具有内生性的增长动力,人口结构的变化决定了未来新兴行业的增速会很高。

“占中国人口最高比例的年龄段,未来会从35~44岁迁移到45~54岁,这个年龄段人群事业正处于高峰期,储蓄最多,同时消费结构也在发生变化。从国际经验看,在人均GDP达到7500美元时,对有质量的服务需求会显著提升,不再仅满足于对商品类的需求。”陶灿提到,“比如这个年龄段的人,对住房、买衣服已没有太多的需求,但享受高端医疗服务、旅游服务、文化服务的意愿还是很强烈的。”他称,2014年服务产业对GDP的贡献超过50%,2015年前三季度对GDP的贡献超过60%,已经成为第一主导动力,其中增速高的行业存在很大的机会。

其次,供给侧改革不仅是出清传统过剩产能,还可以通过制度的改革、放大市场准入

或者政策的扶持,增加新兴产业的供给,去满足由人口结构变化带来的有效需求。“我所赞同并认为大概率会发生的方式是‘总量增加、改善结构’,所以,供给侧的改革叠加需求侧的升级,就能满足现代服务产业在供给和需求两端都将迎来较好投资窗口的基本假设。并且,这个主题不会局限于一到两年,未来五到十年都会非常有生命力。”他说。

对于正在发行的建信现代服务业股票基金,陶灿表示,“基金发行其实滞后于股票市场的变化,市场越在低位,投资者情绪越紧张的时候,才是更好的基金建仓点。相反,当全市场基金发行都火爆的时候,风险已经在悄然积聚了。同时,2015年的资金杠杆风险已经基本排除掉,基金经理可以通过选股打开市场。”

尽管目前市场上普遍认为,2016年市场不会像2015年上半年那样迎来一个“超牛”的市场状态,但陶灿对机构投资者的整体收益率并不悲观。“2016年还是一个小牛市,会出现很多结构性的个股机会。”他说。

陶灿进一步分析表示,银行理财资金和保险资金委托外部专业机构进行投资的趋势越来越明显。“央行维持宽松流动性环境的预期仍在,就商业银行而言,若想维持一定的利率水平,委外投资组合中一部分比例的资金就需要流向股票市场。而对于保险资产来说,未来继续用杠杆极度错配再加杠杆的方式举牌上市公司的路径可能会受到限制,它们也需要把一部分资金委托给专业机构去投资,这种方式的流动性更高。所以银行理财的资金和保险资金,会成为2016年股市很重要的增量资金来源之一。”陶灿称。

2016年风险来自海外

2016年,注册制落地无疑是A股市场一个重大事件,也必然会影响到专业人士在A股的投资逻辑和方式。对此,陶灿判断,注册制的推行在节奏和新股供给量方面都会力求平稳,给市场人士充足的适应和过渡时间。

他分析称,首先,全国人大常委会明确授权国务院“可以根据股票发行注册制改革的要求,调整适用现行证券法关于股票核准制的规定,对注册制改革的具体制度作出专门安排”的正式生效期是2016年3月1日,而国务院的专门安排和具体配套措施的落地时间,可能又会往后顺延,这为投资者提供了更充足的准备时间。

其次,任何政策的推出和制度的改革,前提都必须是在稳定的环境下进行,在稳定的环境下求发展。从过去的经验来看,注册制的推行也将是稳扎稳打、逐步推行,所以在股票供给上,不会是无限量的,而必须是有节奏的,控制对资金的消耗,把握可能带来的下行风险。这样,投资者可以在相对稳定的情况下进行从容的布局,而不是疯抢。

另外,注册制的推出,可能会给“壳公司”带来新一轮或者是最后一轮的机会。“在注册制正式出台之前,‘壳公司’可能会迎来最后的疯狂,炒壳会成为市场上比较明显的一个

现象,尤其是在贴合中概股回归的大环境之下,2016年依然会是偏主题的一年。”

而对于2016年市场上可能出现的风险,陶灿认为,国内大的风险基本出清,而主要的担忧来自外围环境。“我比较担心人民币汇率问题。根据蒙代尔三元悖论,一个国家的货币政策、汇率制度和资本流动,不能同时都追求最优的选择。比如中国现在维持较宽松的货币环境,但以美联储为首的全球央行开始逐步加息,这样人民币汇率就会有天然的贬值压力。如果在贬值压力下,国家对资本流动不加限制,资本流出对国内会造成一定的压力,但中国央行应该不会放任不管,所以中国可能出现的蒙代尔三角组合会是更加刚性的资本管制,贬值的汇率叠加独立的货币政策。但是,如果在这个过程中,资本出现较大规模的流出,也会对A股带来比较大的杀伤力。”

事实上,他认为,在地方政府债务置换没有完成之前,虚拟经济繁荣,实体企业在资本市场通过增发再融资,钱就又回到实体企业手上,这变相降低了企业融资的杠杆,是有益的事情,但这必须建立在货币宽松的前提下。“但在海外冲击下,货币宽松能否维持得住,这成为关键。”陶灿说。