

降低预期 适应新常态

□摩根士丹利华鑫基金 张雪

当我们带着些许喜悦翻过2015年的投资日历的时候,我们更该反思这不安定的一年。2015年中国股市债市都有不错的业绩,上证综指平均涨幅9.41%,创业板指数上涨84.4%,中证债券指数增长4.51%,股债都延续了2014年的上涨行情。但我们更不能忘记2015年几乎出现流动性危机的中国股市的暴涨暴跌,也不该忘记债市中的中钢、山水水泥、天威等一系列兑付违约。往者不可谏,来者尤可追。2016年,我们是不是应该以一个更加谨慎和客观的视角来重新审视我们所处的投资环境,重新定位我们的回报预期?

从全球角度来讲,当我们经历过上世纪80年代全球化红利、90年代TFP全要素生产率提升红利、新世纪以后的人口红利后,2016年全球经济都继续面临一个尴尬的问题——全球性的需求萎靡、缺少增长引擎。换句话说,世界主要经济体只有相对意义上的增长与稳定,没有哪个经济体有绝对的强劲增长,全球经济还处在2008年金融危机后的再平衡进程中。

以美日英为代表的发达国家资产负债表得到修复,但增长动力不足。美国虽然就业情况好转,但通胀和增长仍然改善缓慢。美国家庭部门和企业部门杠杆率基本回到了2008年危机前的水平,政府部门杠杆较高,但明显看出有主动去杠杆化的意图。欧洲走出了衰退泥潭,但还在后欧债危机时代喘息,且内部发展极不平衡。只有德国、西班牙等国家实体经济有明显改善,但缺乏外部增长动力。在美元升值的背景下,新兴市场面临较大资本流出压力,资源国正在经历大



大宗商品价格持续下跌的挑战。新兴经济体可能又要经历因为美元走强而不得不被迫去杠杆的悲惨境遇。2015年底以土耳其、阿根廷、阿塞拜疆等国家为代表的货币率先出现大幅下折。虽然美国的复苏强度不大,连续加息质疑声也很多,但比起欧洲及新兴市场国家,无论从避险需求还是长期投资需求,美元可能还会不断地受到追捧。历史上美元升值惯性会抽离全球市场流动性,因此2016年新兴市场国家汇率会进一步承压,并可能进一步引致全球金融资产动荡。

回望中国,正如李克强总理指出,中国经济处于“增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加的阶段。在外汇需求同样萎靡的情况下实现经济转型尤为

艰难。短期我们面临房地产库存的消化,60亿平米库存至少还需要消耗3-5年,前提还是新开工面积大幅低于销售。中期我们面临的是传统重工业去产能的问题,对于中国这样体量的经济体来说,像韩国一样大刀阔斧地猛药可能性不大,在政府主导下长期消化、实现企业兼并重组可能是一条更现实的路径,低利率环境是产能去化的一个必要非充分条件。长期我们面临的是更严峻的人口老龄化问题,劳动力成本的提升让我们逐渐失去在国际制造业中的比较优势,高端制造业和现代服务业的培育和发展尚需时间。去年中国GDP向下突破7%,今年上半年考虑到金融领域贡献减弱,中国经济表现或将继续下行。

展望2016年货币政策,政策基调有望

从宽松转向维稳为主的操作。去年央行进行了五次降息、五次降准的全面宽松,目前流动性整体保持宽松,利率维持在低位。货币宽松的边际效用递减,货币操作空间也会面临着内外部平衡的挑战而变得狭小。但央行维稳资金面的动力依然很强,在年前进行了MLF、SLF、逆回购的操作,即使在年初人民币快速贬值期间,也并没有出现国内流动性的紧张。低利率环境将大概率延续全年。

经济基本面对债券市场形成最根本的支撑,我们仍然相对看好未来1-2年的债券市场。尤其是在全球金融市场动荡,外汇市场、权益市场波动加大的背景下,债券资产具有明显的避险价值。

我们同时也关注到,汇率和国际资本转移是目前市场最大的风险点,但这一风险基本可控。人民币加入SDR,具备一定的储备价值;我们有全球最高的美元外汇储备。从央行的表态看,也并不希望人民币大幅贬值,不愿引发竞争性贬值。其次是中国仍然保持较大的顺差,对美国的出口表现为增长,这对于汇率是一种实际的支持。因此,在人民币快速贬值后,央行将把人民币币值稳定在一定水平上。

2016年债券市场或有望演绎小幅上涨行情,中间会有一些结构性的机会。目前债券市场面临的困境是绝对收益率、信用利差、期限利差都比较低,显然不如2014年和2015年债市的收益空间大。且7天回购利率一直保持在2%-2.5%之间,货币政策短期缺乏进一步的催化。因此投资中需把握结构性机会,关注信用风险和大类资产转换的节奏。降低收益预期,适应债市的新常态。

2016年将成转型市的重要节点

投资当如一场修行



□博时基金策略部总经理 魏凤春

A股在2015年延续了2012-2014年的趋势:创业板的相对估值在2012-2013年大幅抬升后持续处于高位。这种高估值一是反映了中国经济增长方式转型的预期,即通过激励机制更佳、更加适应资本市场规则、从新的产业中生长出来的中小民营企业实现国内经济的革新;二是反映了这些企业对科技、需求更新更加敏锐;三是反映了国家对创新型民营经济越来越积极的支持。

这也意味着这种预期在过去两年已经成为市场主流,“新”和“旧”的相对估值出现进一步的大幅扩张或收缩的基础并不存在。这些预期与经济、产业、政策的基本面是吻合的,不存在触发市场预期大调整的预期差。

值得重视的是,在这数年间,什么是新兴、什么是热点、什么会受到产业资本和二级市场投资者的追捧,已经是多有变化。在2013年初时候,互联网

还不是大主题,当时带动市场的北斗主题,到2015年末时已经难复当年之勇;在2013年初的时候,苹果产业链才刚刚开始焕发第二春,到2015年末已经渐渐化为背景;2013年炒作上海自贸区的时候,谁也没有想到还有更加波澜壮阔的“一带一路”行情。

因此,上述预期和相对估值的维持,是一个动态的过程,是长江后浪推前浪的过程,是不断有企业走入成熟期,同时不断有企业重归自我革新过程;其中不变的特征,是任何一个时间点,A股中总会有那么一批企业会被看成中国的未来,并给予高到“不科学”的估值;过去三年创业板指的突出表现只是这个特征在近五年的现象而已。

2015年是这个历程中迄今为止最重要的一个节点。杠杆和几乎融化一切的投资狂热制造了创业板指静态市盈率150倍的估值高峰,在任何一个定义上均超过美国的科网泡沫的峰值。无法遏制的热情还进一步扩散到了

“旧经济”板块、B股、港股和新三板。

如果历史还有任何借鉴意义,那可以预见,这次A股的大涨和大跌对投资者、对监管者造成的影响,不是一年两年能淡化的。对杠杆的谨慎、对抱团的谨慎、对“一二级市场联动”和“市值管理”的谨慎、对风险控制和仓位的重视,几乎确定会延续到2016年、2017年甚至更长的时间。

到了2015年第四季度,股市已经逐渐进入自我修复的阶段,这个修复的过程,也是投资者、融资者和监管者逐渐摸索和试探的过程。这样的过程随着注册制的推出、战略新兴板、深港通等各种“通”的推出,很可能也会在2016年上半年继续。

而市场热议的注册制,我们预计也将在两到三年完成过渡。注册制的第一目的是为扩大股权融资的便利程度。这在去年11月中央财经领导小组会议中已经明确提到,对股市的会议第一个要求就是“融资功能完备”。

考虑到A股历来最忌惮的,除了国有股减持外,就是大规模融资。监管层推行注册制,就必须照顾到“改革的结构、力度和市场的承受力”。

就时间进度来看,2016年上半年预计注册制的具体实施计划会出台并付诸实施。此后,发行节奏会渐进加快,在一段时间后,IPO的定价机制还会发生变化。

在这个过程中,监管层、融资者和投资者会互相探底线,并一同逐步形成新的行为规则。在两到三年的时间内,市场总体平稳、大幅扩容,壳资源价值、“并购弹性”逐渐减少,退市制度也会更易实施。但几乎不可能在半年之内发生特别剧烈的变化,这应该是相对合理的预测。



□易方达平稳增长、国防军工混基基金经理 陈皓

股票市场是人性的放大器和检验场,在这里被放大的往往是人性的弱点,被检验出来的更多是我们不愿意面对的缺陷。刚刚经历了A股市场2015年波澜壮阔的一轮行情之后,相信越来越多的投资者会赞同这样的观点。

2015年上半年A股市场的大幅上涨,我们可以简单归结为改革、创新与加杠杆这三大驱动因素的合力。在这个过程中无数投资人、企业家、产业资本等追逐着这一盛宴,也诞生了太多一夜暴富、凤凰涅槃的故事。市场惊人的上涨和身边越来越多的故事,使得越来越多的人放弃冷静独立的思考,贪婪与惰性会轻易地引人进入线性外推的思维,合理化眼前的市场现象;也有越来越多的“新人”加入到这场造富运动中来,同样的贪婪和侥幸心理导致了高昂的学费。

2015年下半年在市场始于从未经历的暴跌,可能去杠杆是这一结果的催化剂,但是却难以简单的

归结为是导致市场巨幅调整的唯一因素。下跌中的恐惧、反弹博弈中的赌徒心理、底部的彻底绝望、修复过程中的猜疑与犹豫、新主题与新逻辑出现后的再度亢奋和理性的再度丧失,周而复始的运行之中我们往往很难克服人性的弱点。

很难想象生活中还有什么职业会像二级市场的专业投资者这样,每天都要直面毫无人为周旋余地的客观检验,承担着自己决定的得失喜乐,直面自身性格弱点的无情暴露,虚荣、面子、主观意愿统治在市场面前被剥得体无完肤。

在这样的战场上,我们于顺境中也要时刻提醒自己危险的来临,竭力规避路径依赖和线性思维;在逆境中要深刻反省自己的观点与决定,需要极大的勇气坚持己见或者承认错误,也需要无比的智慧去判断何时坚持与何时放弃。

虽然众多的因素影响和作用于市场,但是决定一段时间内股价的关键因素往往是一两个主要矛盾,从众多矛盾中寻找主要矛盾,在矛盾变化后能够及时捕捉,这都是对于一个投资者的考验。尤其在瞬息变幻的A股市场,主要矛盾所反映的市场预期可能会将长期问题短期化,并可能在短期内出现偏执的走势,因此投资者需要更加勤勉和敏锐,要时刻思考与关注矛盾的边际变化和市场预期,稍有惰性或侥幸之心就可能付出惨重代价。

难怪有那么多资深的专业投资者总结说,投资最后比的是心态。投资的过程更像是一场修行,通过分分秒秒、日日年的市场洗礼,逐步克服人性的弱点与自身的性格缺陷,修身以先,而后投资有所得。