

# A股利多因素积聚 机构唱多转型主线

## 新兴产业成长股、国企改革概念股受关注

□本报记者 黄莹颖



CFP图片 制图/尹建

市场持续的反弹以及经济数据显露回暖迹象,正在改变机构的价值观。部分机构人士表示,对比始于2014年底的牛市,目前货币环境、经济转型背景并未改变,有些因素反而在逐步加强。代表新兴产业的成长股、国企改革股值得投资者关注,经济转型仍是未来行情演绎的主线。

### 旧投资逻辑或未过时

近日,国泰君安首席宏观分析师任泽平在时隔半年之后,再次罕见的唱多,其报告更是用“春季攻势,继续干”这类颇具煽动性的标题。任泽平认为,未来没有明显利空,应积极把握4-5月做多时间窗口,为净值而战。

包括公募、私募在内的买方机构,在3月底已经开始布局这一波行情。“在看不到新的逻辑、方向情况下,加大力度配置一些超跌的热门股。过去两个星期我的仓位已经从三成打到了八成,主要配置的就是超跌股热门股。”3月底,深圳一百亿规模的私募基金经理表示,其逻辑就是,在没有看到新方向之前,市场仍会按照旧逻辑滑行。

值得注意的是,有公募基金经理更是鲜明的提出,过去半年多的市场调整只是牛市

的调整。“通常情况下,一波牛市走完转成熊市,一定是在投资的大逻辑上发生了根本变化,才能认为是一轮行情的牛熊分界点。2015年行情的启动以及投资逻辑没有发生根本变化,所以现在的行情还是之前那个行情的延续。”创金合信基金量化投资部总监程志田指出。

程志田认为,从主观的角度看,2015年那轮牛市的逻辑没有变,一是经济转型;二是货币宽松。经济转型方面,2016年除了此前提出的“大众创业、万众创新”以外,今年还增加了一个供给侧改革的内容,这个方向是不会变的,一定会贯穿始终。货币宽松方面,剩余产能的出清不可能在货币紧缩的情况下完成。去年底以来央行的动作已经证实了这一猜测,未来一段时间货

币环境仍会相对宽松。

此外,成长股的估值也回到了合理水平。鹏华基金首席策略师张戈指出,从估值来看,经历了年初至今的下跌后,小盘成长股的估值水平已经显著回落。从板块相对估值来看,中小板和创业板的相对PB都回落到2014年12月底的水平,体现了过去几年的成长性。从相对PB的角度看,小盘成长股大概还高估15%-20%左右;行业相对估值分析也显示了这一点。因此,当前成长股的估值基本合理。

市场的情况有些似曾相识。“谈到具体配置,目前行情非常像2014年行情刚起来的时候,整个逻辑脉络很像,看起来有一种似曾相识的感觉,包括整个市场的风格也差不多。”程志田认为。

### 资金面宽松利好股市

对比始于2014年底的牛市,目前资金面情况与当时较为类似。任泽平指出,目前经济数据回升迹象超市场预期,本月15日将公布3月和一季度数据,很可能超预期,积极向好迹象增强;楼市量价大涨从一线向二线蔓延,土地购置大幅回升;预计此轮周期回升会持续到二季度末、三季度初。PPI环比上涨幅度超预期,利好企业盈利改善;CPI同比上涨2.3%低于预期。

可以预期的是,尽管货币环境未来可能会略收紧,但是宽松这一关键词不会变。创金合信基金固定收益部执行总监王一兵指出,未来货币环境的变化调整,其中一个主要观察窗口就

是房地产。目前部分一二线城市出现了轻微泡沫,而宏观经济也出现了回暖的迹象,所以未来货币进一步宽松的可能性有所降低。从中长期看,未来货币的整体中性宽松态势会维持较长时间,但如果城镇化进程不及预期,不排除还会动用利率手段继续对需求进行引导。

中瑞合银则认为,在宏观经济下行压力较大的情况下,积极的财政政策和稳健的货币政策使得流动性仍然保持在一个相对宽松的状态,尤其是财政政策将成为稳增长的关键因素。由于在2015年央行已经连续多次降息和降准,2016年将维持在一个中性适度的状态。从国际

### 经济转型仍是主基调

构的大幅波动。针对A股投资者多空分歧尚在的情况,把经济短期企稳的一致预期线性外推,以发现未来可能的背离,然后紧密跟踪数据变化,以便早一步发现拐点。在目前的市场环境下,通胀、汇率、产业资本行为是三个重点指标。

此前由于市场波动,对经济转型主基调产生怀疑的机构也在修正观点。任泽平表示,改革边际正超预期,包括国务院提出今年是国有企业改革落实年,加快推进十项改革试点,要营造允许试错、宽容失败的机制和环境;5月营改增推开;债转股政策等。

企业层面的数据也表明经济转型正持续

### 积极因素料不断增多

兴业证券首席策略师王德伦表示:“随着制约市场的消极因素不断弱化,促进市场向上的积极因素不断累积,市场虽然震荡前行,但离我们预期的方向越来越近,震荡向上的趋势会越来越明朗。”

值得注意的是,一些机构的投资逻辑仍回归到新经济这一主题上。程志田表示:“我们依然会在代表经济转型的方向加大配置。不少绩优的成长股与高点相比,几乎腰斩,甚至更多,这个时候配置这类股票风险不会

因素考虑,即使美联储只加息两次,和中国的利差也会缩小。2016年的降息空间越来越小,货币政策将以降准为主。总体来看,流动性环境依然相对宽松。

此前,由于人民币汇率波动造成的资本流出恐慌也已大幅缓解。王一兵指出,美元指数由弱变强,对于国际金融市场冲击比较大,会带来较强的震荡。一旦调整的过程结束以后,这个问题就没那么严重。目前中国外汇储备仍相当充裕,有足够的办法去稳定汇率,未来因为人民币汇率问题出现大规模资本外流的几率非常低。

取得成效。任泽平表示:“企业盈利改善。最近经济小周期回升,而且回升的迹象越来越明显。下周国家统计局将公布一季度和3月份的数据,我相信改善的预期会进一步得到证实。我们认为这一波小周期回升会持续到二季度末、三季度初。”

事实上,新兴产业集中的创业板一季度业绩也超出市场预期。数据显示,截至4月11日,创业板公司一季度业绩预告披露完毕,338家公司预计2016年一季度净利润实现同比增长,占比达67.6%。其中,82家公司业绩增长超过100%。这一数据创出近五年新高。

太大,回报也会较好。同时,与2014年不同的是,由于供给侧改革,周期性品种也有机会,但这种机会不是持续性的机会,而是波动性的机会。”

张戈则表示,在市场估值较平的情况下,长、短期景气度成为配置的决定性因素,由于部分周期股缺乏大逻辑,更关注小盘成长的投资机会。需要注意的风险点是,若国内外经济形势出现变化,减仓、配置银行等低估值股票将是最佳选择。

### 国投瑞银王鹏:

## 股市正处于十字路口

□本报记者 黄丽

近期市场陷入箱体震荡整理格局。4月13日,沪指高开回落,市场关于A股下一步究竟是大涨1000点还是下跌1000点的讨论愈演愈烈。国投瑞银新丝路基金经理王鹏表示,股市正处于十字路口。就股市而言,向左转,即遵循自然规律回调,调整越充分,后市越辉煌;向右转,股市相比于亢奋的楼市和萎靡的实体经济,都具有相对配置优势,因此也存在再一次繁荣的可能。“总体而言,我们持相对谨慎乐观的态度。”金牛理财网数据显示,在股市上蹿下跳的过去一年间,其管理的基金跑赢指数近40个百分点,在同类基金中排名居前。

### 对后市谨慎乐观

短短一年间,A股曾遭遇过从5178点到最低点2638点的巨幅调整,也经历了千股跌停的深度低迷。王鹏管理的国投瑞银新丝路基金建仓于2015年4月10日,当时上证指数正好站上4000点。从彼时至2016年4月10日,上证综指跌幅达26%,而国投瑞银新丝路基金收益率却逆势上涨了13.25%,跑赢指数近40个百分点。金牛理财网数据显示,近6个月该基金在1192只同类基金中排名第15位。

对于2016年,王鹏认为,经济和股市都充满了不确定性和挑战。经济方面,工业去产能的力度、地产去库存的程度,暂时没有形成确定性预期。“界对去产能做了很好的表述和分析,但这种去产能以何种方式进行、去产能的力度如何以及相应的影响、决心和容忍度都无法预期。地产行业的刺激政策回旋余地较小,新开工面积预计难有起色,从而有可能拖累经济增速。”

证券市场也存在较多不确定因素。王鹏分析,首先,中证500指数连续3年高速增长,但基本面并没有靓丽表现,估值存在透支的可能性;其次,连续降息的流动性宽松趋势或接近尾声,伴随着美元加息预期升温,进一步的货币宽松受到制约;第三,考虑到宏观经济走势,预期上市公司业绩难有起色;第四,在证券市场的制度建设方面,例如过渡期新股发行具体的实施细则、大致上市数量,目前尚没有预期。

短期来看,王鹏认为中国股市处于十字路口。向左转,即股市将遵循自然规律回调,调整越充分,后续赚钱机会越大。原因在于目前企业债务极高,去杠杆还未进入实质性阶段;一些改革的配套措施尚不明朗,市场估值难以提升;利率降至历史底部,进一步下调空间有限;每次大级别上涨行情,均需要一个靓丽的新故事,但现在还未出现。向右转,股市相比亢奋的楼市、萎靡的实体经济、低收益的债市,具有相对配置优势,存在再一次繁荣的可能。人民币购买力下行的压力较大,50万亿储蓄、20万亿理财以及12万亿保险资金重新大幅配置股市的可能性仍存在。当然,这会受到通胀压力、汇率贬值等问题制约。

### 四原则应对风险

“目前看,第一种情况出现的概率更大,但我们会密切跟踪数据留意第二种情形是否会出现。”王鹏表示,投资是做大概率的事件。“我们将以中性仓位应对当下的不确定性,而不是鲁莽地赌大小。”

“这样做的好处是不会犯大错误,不让基金持有人有大危险。巴菲特强调一定要有稳定的复利增长。例如,第一年涨一倍,第二年跌了50%,实际上两年净值没有变化。但所谓的弊端是,有可能在市场疯狂的时候收益率较低。这只是用低收益率换取更安全的净值保护。”王鹏说,例如其在2015年5-6月份市场疯狂的时候和2015年末都主动降低仓位。“但赚钱概率较大时,我们也需要张开双臂勇敢地拥抱。”

对于后市,王鹏建议,在安全性的前提下考虑收益率,用四大原则应对不确定性风险。一是坚持价值投资,摒弃频繁交易。这主要表现为根据基本面选择个股,注重企业管理层的能力。二是在能力范围内进行投资。王鹏认为,人的认知能力有限,基金经理不是江湖郎中,不能包治百病,研究也很难深入地覆盖所有行业,所以尽量选择自己熟悉的行业进行投资。三是均衡投资成长股和价值股,根据估值进行动态选择和调整。“成长股和价值股没有优劣之分,关键是买入之后的盈利空间,其实真正的成长股凤毛麟角。”四是根据概率进行仓位和个股权重配置。

## 部分海外机构认为 中国经济复苏迹象明显

□本报记者 黄莹颖

近日,国家统计局公布了多项经济数据,海外机构对中国经济评价偏乐观。分析人士指出,如果保持经济能这样的势头,将有助缓解工业企业利润下滑压力。

### 数据超市场预期

高盛高华近日发布报告指出,3月份CPI同比增幅持平于2月份的2.3%,季调后环比折年增幅从2月份的4.9%继续升至5.5%。食品价格季调后环比折年增幅从2月份34.5%的峰值回落至15.6%,但同比涨幅仍保持在相对高位,从2月份的7.3%升至7.6%。非食品价格同比涨幅持平于2月份的1.0%,隐含的季调后环比折年增幅从2月份-0.1%升至1.6%。剔除食品和能源的核心CPI同比增幅从2月份的1.3%升至1.5%,季调后环比折年增幅从2月份的0.7%升至2.8%。

对于CPI数据,摩根大通指出,食品价格是支撑CPI涨幅的主要因素,非食品价格CPI以及核心CPI走势仍然缓和。经季节调整之后,3月名义CPI月环比增长0.3%。摩根大通预计,2016年全年CPI的涨幅为2.3%,低于政府设定的3%的通胀目标。

此外,高盛高华报告还指出,3月份PPI同比增幅为-4.3%,较2月份的-4.9%有所上升,且高于市场的预期。隐含的季调后环比折年增幅从2月份的-2.9%升至2.2%。这是2014年8月份以来生产者价格首次月环比正增长。从农业部 and 商务部公布的每日和每周食品价格变动来看,接近3月最后一周和4月份前几天的食品价格同比涨幅保持在相对高位。

摩根大通判断,如果这样的势头能保持下去,将有助于缓解工业企业的利润下滑压力。PPI全年大部分时间都会处于通缩区,但通缩走势相对温和。PPI未来的活力主要取决于去过剩产能的步伐,这也是今年经济的首要任务。2016年货币仍具

有调节空间,年内剩余时间可能会有3次存款准备金率下调。另外,在二季度还可能有一次降息,以及下调7天期逆回购利率50个基点。

### 出口现改善势头

出口也出现改善迹象。高盛高华指出,按出口目的地划分,3月份中国向所有主要贸易伙伴的出口同比增速均较2月份有所改善。对美出口同比增长9.0%(2月份同比下降23.1%),对日出口同比增长9.3%(2月份同比下降20.1%),对欧元区出口同比增长17.9%(2月份同比下降19.8%),对东盟出口同比增长14.8%(2月份同比下降33.4%),对香港地区的出口同比增长6.1%(2月份同比下降24.7%)。虽然出口同比增速改善,但估算的季调后月环比增速从2月份的1.8%降至-0.3%。这一数字不高,但不像此前数月疲弱的增速那么低。

澳新银行发布报告指出,中国3月出口数据在除去基数效应之后仍表现可观。3月以人民币计算出同比增长18.7%,由2月-20.6%转正,也超出了市场预期。这一表现与3月PMI数据好于预期是一致的。

高盛高华预计,外需改善和人民币有效汇率小幅贬值将带动二季度出口增速好于一季度。尽管二季度国内政策支持力度将减弱,但预计总体经济增速将会趋于平稳。预期中的政策力度减弱是因为政府对积极数据作出反应。不过,出口同比增速不太可能保持在3月份的较高水平上,因为3月的数据存在去年基数低的因素。进口增速有望受到内需和大宗商品价格反弹的滞后效应支撑,贸易顺差可能会进一步缩小但仍处于高位。

澳新银行也指出,央行将继续通过资本管制的措施来维持人民币汇率稳定。今年下半年,监管部门可能逐渐允许汇率走势更市场化。整体而言,政策方向仍将是继续推进人民币汇率双向波动。

