

捕捉盈利增长的确定性机会

□博时主题行业基金经理 王俊

今年以来,市场持续震荡调整,截至8月9日,上证综指依旧在2800点位附近盘整,累计跌幅逾15%,创业板下跌14.55%,对此,笔者认为,目前整体市场或处于比较重要的底部区域,已经完成或正在进行供给侧改革的传统性行业或迎来布局机遇。

看好反弹行情 同时把握风险

回顾上半程的市场情况,笔者认为市场调整的主要原因有以下方面,从经济基本面来看,去年四季度是这轮经济小周期的一个增速高点,向后看经济增速是逐渐下降的,而这会带来对企业盈利、经济前景的悲观情绪;影响市场的内外因素趋于复杂,不确定因素增多,难以吸引增量资金入市,博弈资金也会离场观望,加上频频发生的“黑天鹅”事件,都对市场造成了较为负面的影响。

值得注意的一个现象是,虽说近两周市场起伏较大,但上证50并没有创新低,这或显示出目前整体市场处于比较重要的底部区域。无论是经济基本面还是对经济过度悲观预期,都不支持市场进一步下跌。往后看,随着“稳增长”政策等修复对经济悲观预期,或会对市场形成明显提振。

今年市场极为考验政策面调整的及时性和到位程度,如果调整到位可能会给市场带来



利好,三季度反弹就反映了这种政策面调整。仅从三季度这个维度来看,更看好市场反弹行情,因此更乐观,不过目前预期反弹动能更多来自于对经济下行过度悲观预期的修正,反弹力度可能不会太高。

投资不可盲目乐观,需要时刻保持敬畏之心,展望下半年的整体市场,最核心的是要降低预期,认识到实物需求增长速度或放缓甚至处于一个未知速度下滑的过程,同时要清晰的认识到,未来面临的或是一个蛋糕不再扩大的过程,在这一过程中有些企业选择退出,有些企业选择提高竞争力应对下滑期,在这一过程中既要清晰认识风险,也需要注意把握机会。

具体来看,下半年需要重点

关注的潜在风险点,第一是外部环境变化,这是对经济影响最大的一个风险点,亦会直接影响上市公司盈利能力;第二则是市场资金结构上的风险,从去年开始,越来越多包括私募基金、银行理财资金在内的以追求绝对收益为目标的“资金”进入市场,而目前看这些资金赚钱概率不高,对于一些有刚性负债成本的资金来说,无论是受到资管新规还是受到投资模式的影响,这些“资金”或存在退出市场的情形,对市场来说也是一个重要风险点;第三则是上市公司股权质押的风险,可能会引起一连串的负反馈,也是值得关注的风险。

买盈利的增长 非估值的扩张

从今年投资来看,整体投

资策略及思路上并没有太多调整,因为从年初开始即没有对市场预期很高,虽然目前市场跌幅有些超预期,但整体策略变化不大。笔者还是坚持买上市公司盈利的增长,而不是去买上市公司估值的扩张。

股价永远比基本面涨得快,去年涨得较好的大市值公司,如果收入和盈利的增速并不能和估值水平匹配,或存在较大的调整压力。这主要是因为在经济自去年见顶回落的过程中,包括家电等在内的行业都面临收入、盈利等下滑,有些行业竞争格局还较为激烈,偏消费类公司存在盈利不达预期的压力;另外,这些家电、食品饮料等行业的在调整之前估值都处于历史高位,如果收入和盈利水平无法达到的话,或会面临较大调整压力。

目前来看对三季度会偏乐观一些,布局方向会围绕着“去杠杆、精准扶贫、环保”等三大攻坚战去布局。现在来看“稳内需、补短板”等政策也值得关注,比较直接受益的应该是建筑、水泥等领域,但更重要的是,已经完成或正在进行供给侧改革的传统性行业将迎来机遇,一方面“稳增长”政策预期将明显缓和市场对这些行业需求的担忧,另一方面供给侧结构性改革的推进,让这些行业盈利可以维持,无论是盈利绝对水平,还是盈利持续性都会逐渐增强。

A股投资理念正在加速重建



□华宝基金量化投资部 王正

2018年以来,A股市场连续下行。宏观层面,中国经济面临较为复杂的局面,出口受外部因素影响较大,金融去杠杆导致实体经济持续承压,消费整体也较为疲弱;微观层面,信用收缩造成证券成交低迷,投资者信心不足、情绪趋于谨慎,风险偏好大幅降低。在此背景下,A股主要指数表现均较为惨淡,年初至今累计收益多数在-10%以下甚至更低。

但具体到个股来看,市场仍然延续着2017年的“二八分化”格局,甚至分化程度进一步加剧,在普跌的情况下有一部分股票走出了独立的行情,在整体估值收缩的趋势下取得了向上的估值弹性。这其中不难观察到,优质的龙头公司仍备受关注,吸引市场给予溢价。另外,与2017年市值因子极度强势的现象不同,今年大小风格不再是区分股票表现的主要变量,基本面才是。绩优股正在迅速拉大和业绩平平的股票之间的差距,二者受关注程度可谓云泥之别。

这种现象的背后主要有三方面的逻辑:一是近年来监管层持续大力整顿金融市场,从严打击金融乱象,市场环境得到净化,新的投资秩序逐渐建立;二是在信用收紧、经济增长承压的形势下,存量资金加速流向确定性较高的标的,比如有稳定现金流和靠盈利能力强的优质公司。这种确定性在当前的环境下是非常稀缺的,导致的结果就是存量博弈资金对基本面的要求不断提高、业绩为王;三是随着市场的不断回调,A股整体估值水平逐渐进入历史底部区间,以陆股通为代表的长线资金加快入市,这些资金普遍注重基本面的质量,注重投资的安全边际,从而推动了相关股票的脱颖而出。

笔者这两年感受到的一个非常明显的变化就是A股市场的投资理念正在加速重建,市场的成熟度在快速提升,以往劣币驱逐良币的时代正在发生逆转。过去受制于市场化、法制化程度不高,部分企业野蛮生长,行业竞争生态恶劣。随着市场规则的不断完善、信息传播效率的提升,民众明辨是非的能力和话语权在持续上升,企业也越来越重视社会责任和品牌影响,劣币正在驱逐劣币,优胜劣汰成为自然法则。那些打着塑造情怀、梦想的幌子最后却沦为庞氏骗局的公司,以及那些产品涉嫌造假的公司,就遭到了投资者用脚投票。除此之外,投资者对风险事件的反应也越来越向成熟市场靠拢,例如上半年一些出现“黑天鹅”事件以至生产经营受到重大影响的公司,以及存在股权高比例质押风险的公司等,市场对于相关股票就迅速给出了相应的价格反应。种种现象背后可以感受到,以往A股市场中那种炒作概念、投机取巧、负面事件出现后不跌反涨的博傻乱象已然落下帷幕。以后的市场会更趋机构化和专业化,事实上,即便面临外部不确定的环境因素,那些拥有好品牌、好口碑,坚持正气走正道,同时又有愿景有实力的好公司,才是市场的真正王者,属于他们的时代已经到来。

展望下半年,稳增长的各项政策仍将持续推进,而内外部风险因素也将长期存在。改革开放四十年来我们取得了举世瞩目的成就,但同样也面临不少结构性问题,是否还要走投资拉动经济的老路?有没有持续繁荣的新出路?这些都还需要不断探索。不过可以肯定的是,人民日益增长的物质文化需求以及对美好生活的向往,提升了对高质量增长的诉求。无论是衣食住行医还是休闲文娱教育,品质的重要程度都在上升。旧时代旧经济必将转型迎接新时代,在这个过程中资本和劳动力的边际贡献在减弱,技术进步将成为企业发展的第一生产力,成为推动经济转型的内生动力。当前我们既要实事求是地正视与发达国家方方面面的差距,又要放下焦虑和担忧,保持相对乐观,毕竟我们现阶段所面临的很多问题发达国家曾经也都经历过,复杂环境既是挑战也是机遇,既是压力也是动力。

具体到投资领域,笔者想说莫畏浮云遮望眼,风物长宜放眼量。在风险偏好持续回落的市场环境下,伴随着许多优质公司估值水平的回落,它们内在的长期投资价值愈发明确,另外产业的转型升级也将带来一系列投资机会,这个过程中我们更要坚定基本面投资的信念,坚持对投资标的质量的严格要求,相信以当前的好价格买到的好公司长期必将带来可靠的回报。

以常识做好长期投资

□鹏华基金资产配置与基金投资部FOF投资副总监 焦文龙

养老金投资是一个长期的过程,是财富不断积累、稳健增值的过程,相比博取短期的高收益,养老金投资追求的是长期稳定的增值。因此,我们坚持以长期投资理念来管理养老金。

以股票类资产为例,不论是中国还是美国,随着持有期的增长,股票类资产获得正收益的确定性明显增强,同时波动性显著低于短周期的波动性。根据历史统计,上证综指从1990年到2018年间,一年投资获得正收益的概率为53%,三年投资获得正收益的概率为63%,五年投资获得正收益的概率为76%,十年投资获得正收益的概率为93%,十五年投资获得正收益的概率达到100%。上证综指三年投资波动率为20%,十五年投资波动率下降到4.5%。成熟的美国市场表现更具有代表性,标普500指数从1927年到2018年间,一年投资获得正收益的概率为68%,五年投资获得正收益的概率为78%,十年投资获得正收益的概率为88%,十五年投资获得正收益的为96%。标普500三年投资波动率为11%,十五年投资波动率下降为4.1%。

如果看好股票投资,坚持长期投资,股票投资的波动性显著下降,同时获得正收益的



确定性增强。

股票市场的表现跟一个国家经济增长直接相关。过去中国经济增长主要是靠投资拉动,2015年起,投资增速持续低于消费增速,消费逐渐成为经济增长的主要驱动力。目前中国消费水平相比发达国家较低,未来有很大的增长空间,中国经济具备长期的增长潜力。据国际货币基金组织(IMF)估计,中国在未来几年里也将继续担当世界经济增长的火车头。

在中国经济增长过程中,我们需要去寻找具备长期投资价值的企业。这些企业的内在竞争优势极强,如有些行业经过了几轮残酷的竞争,剩下的龙头企业市场地位比较稳定。盈利模式是通过提升价格、扩大市场份额来获取增长,盈利增长的质量、可持续性得到了

明显的改善。优秀企业随着时间快速增长,盈利能力不断增强,会为投资者带来丰厚的回报。我们选择与优秀企业为伴,与时间为伴,分享企业发展的收益,做企业成长的守望者。

当然,市场上不乏通过频繁交易获取高回报的投资者,由于交易费用、冲击成本的存在,在实践中对交易要求很高,且会受到资金规模的限制。坚持长期投资理念,减少频繁交易,降低管理成本和交易成本。

长期投资的理念简单明了,并不意味着实践中是轻易就能做到的。在适用的过程中,坚定的理念、深度的研究、超强的耐心等素质都是必不可少的。我们在投资过程中,始终坚信以下三点投资常识,以常识来做好长期投资。

相信长期复利。“复利是世

界第八大奇迹”,能够享受复利效应的前提是绝大部分的时候保持正收益。我们不去追求短期市场热点,而是通过深度的研究去寻找确定性的增长机会。战略资产配置立足长期,股权资产的风险溢价只有在十年甚至更长的时间窗口下才具有稳定性,短期市场体现为波动。资产配置的基本出发点是长期资本市场假设,坚持做理性乐观派,相信长期、保持定力、利用波动、实现复利。

相信均值回复。战术资产配置立足把握确定性,对于各类资产风险收益特征短期大幅偏离长期,从控制风险角度出发,基于能力圈,把握确定性,进行战术资产配置。相信“树不能涨到天上去”,无论是资产还是公司,均有周期性。我们对资产未来的表现有一个客观判断。过去表现好的未来不一定好,过去风险低的未来风险未必很低。

相信盈亏同源。收益是风险的对价,通过管理风险获取收益,不参与无法识别或者无法控制风险的短期博弈,立足获取来源于企业盈利和成长的收益。

养老金是长期资金,我们希望通过长期投资理念,帮助投资者实现养老金的稳健增值,让投资者充分享受经济增长带来的红利。在管理过程中,不会因为短期市场波动、相对业绩考核而改变投资策略,才能真正做到不忘初心,方得始终。