

从一杯牛奶看当前A股

□鹏华基金研究部副总经理、基金经理 聂毅翔

半杯牛奶留在桌上,悲观的人说杯子一半是空的,乐观的人会说杯子一半是满的。决定股市起伏的不仅是经济周期,更有情绪周期。看经济数据任何时候总是有喜有忧,于是犹如这半杯牛奶,悲观和乐观的人看到的各不相同。回看以往历次周期,市场的最高点都是由最疯狂的人决定,最低点由最恐惧的人决定。如果跟随最疯狂与最恐惧的人来投资,投资必定会吃大亏。

今年年初以来,截至8月20日,A股三大股指均呈现大幅下挫走势,沪指跌破2700点,所有行业收益均为负值,市场悲观情绪蔓延,均在猜测下一个新低的底部在哪里,沪指何时跌破2638点。从港股来看,恒指表现也受到A股明显拖累,在1月份创出新高之后一路下挫,回调达到17%,从板块来看基本复制A股走势。

在这样的市场环境下做投资的确很难。最难的地方不仅仅在于对经济基本面的分析、对行业的理解和对公司的研究,更在于做好投资是一件反人性的事。约翰·邓普顿爵士有句久经考验的名言:“牛市是在悲观中诞生,在怀疑中成长,在乐观中成熟,在狂欢中死亡”,回想最近的2014年、2015年市场即是如此,这也是人性使然。

从市场估值水平而言,已经无需过多分析,现在横向比较中国已是全球最后一个主要估值洼地,纵向来看也是历史低位。从情绪面角度,市场情绪已是悲观甚至绝望,而往往在这个时候“危中有机”。展望未来,虽然短期有种种不确定性存在,但是稍微



拉长一点看,资产价格会回归理性并与其回报率相匹配。从定性角度来分析,在去杠杆的大环境下,股权类投资相比于房地产、债券、大宗商品等投资品种,长期依然是最有投资价值的资产。

另外很重要的一点,过去一、二十年我们一直处于货币驱动的经济环境,那些掌握资源,具有扩张冲动,敢于加杠杆扩产、铺店、并购、买地等等的公司发展很快。而未来在货币中性降杠杆、经济增速放缓的大背景下,更适合那些真正有自己核心竞争力,有研发精神和工匠精神,能够找到并且迎合细分市场需求,甚至能够通过创新创造需求的公司。这就要求投资者需要更深入细分行业去挖掘个股。

我们非常重视寻找那些符合社会、经济和科技发展方向的,有着自己

核心竞争力的细分行业的好公司,盈利要在未来两三年看到至少有20%~30%的增长,这些好赛道的好公司是我们投资的重点。在合理估值水平上投资于这些有自己核心竞争力的,未来盈利成长确定性较强的龙头公司,即使过程中由于市场情绪、资金等原因,估值可能出现波动,但是在一个周期里待估值再回到合理水平,我们仍可以至少赚到确定性较强的每年企业盈利成长20%~30%的这部分收益回报,也已经非常可观,如果能够进一步享受到在未来趋势上涨市场里的估值扩张则更是锦上添花。

从行业配置角度来看,随着新经济加速转型,拥抱新经济、新科技还将涌现更多投资机会。我们继续看好互联网和云计算行业,因为无论是各行各业的持续云化还是5G的启动都将令其受益,而且也基本不受贸易摩

擦、去杠杆、汇率贬值、油价高位等宏观因素的影响。消费领域的新零售将持续受益于线上与线下的进一步融合和新技术的赋能,低价轻奢消费有望继续保持高增长。很多必选消费品种在本轮下跌后,也出现了逐步加仓的机会,这些品种长期更有机会穿越周期。在医药领域,格局较好、不受医保控费影响的品种,又一次给出上车机会,创新药、受益一致性评价的品种、连锁药店等仍然具有很好的成长潜力。此外,先进制造涵盖了包括机械、电子、精细化工等很多细分领域的机会,很多公司意识到,不仅进口替代的需求更多了,对核心技术研发的更大投入也将带动未来利润率的整体提升。

随着港股通的开通,未来A股和港股正不断融合成为一个更大的、整合的中国股票市场,在这一过程中将出现很多投资机会。港股的新政策也正在吸引更多优秀企业的上市,值得关注与配置。所以只要是好赛道上的好公司,无论它在A股还是港股都可以是我们的投资标的。

只要对中国经济多一些信心和耐心,在情绪悲观时往往危中有机,因为牛市都是“在悲观中诞生,在怀疑中成长”。未来市场风格将是更需要选股的市场,研究体系的坚定支持对于基金保持长期优秀业绩非常重要,在目前的估值历史低位下,即使没有系统性估值扩张的机会,哪怕只赚企业盈利增长的钱其实也可以有不错的预期收益。我们希望能够继续坚持自己的投资理念,在符合社会发展方向、管理层优秀、盈利增速稳定可靠的上市公司里精选投资标的,继续努力为投资者创造稳定、丰厚的超额收益。

机遇与风险并存 发挥美股资产配置功能

□博时标普500ETF基金经理 万琼

截至8月22日,本轮美股牛市已持续3453天,超越2000年互联网泡沫破灭前创下的纪录,堪称“史上最长牛市”。本轮美股牛市的起点始于2009年,在这9年多的时间里,纳指累计涨幅超500%,领跑三大股指,标普500指数上涨319%,道指涨290%。在此背景下,市场开始有越来越多的投资者发出声音,是什么支撑了这样的行情?美股牛市还能否持续?现在还是投资QDII基金的好时候吗?

展望四季度的美股市场,笔者认为,虽然目前美股估值已经较高,但从经济基本面和公司盈利角度来看,标普500指数仍然具有配置价值,能够一定程度上分散组合投资风险。

牛市催化剂:经济增长利好兑现

众所周知,美国股市是一个十分成熟的市场,也是全球规模最大的市场之一,在美国股票市场上上市的公司基本上涵盖了美国乃至国际上全部著名、知名品牌的产品公司和企业,这些经济实体的成长代表着全球经济发展的能量和趋势。同时,美国股票市场法规健全、管理严密而透明,市场化程度很高,投资者需对自己所作的投资承担全部的风险和责任。

美国股市已经长达9年时间,期间标普500指数不断创新高,一方面是源于其不断向好的经济基本面,今年二季度,美国GDP同比增长



4.1%,增速为4年来最快,逐渐走出金融危机阴影的美国经济越发强劲。另一方面从企业盈利来看,截至8月19日,已有94%的标普500指数成份股公司公布了二季度财报,78.9%的公司业绩超出市场预期,销售收入同比则上涨11.1%。企业良好的盈利情况是支撑股价上涨的坚实基础。

其次,从资金面来看,据美银美林发布报告显示,金融危机后的十年间,包括美联储在内的全球主要央行累计降息705次,释放了12.4万亿美元流动性,通过“量化宽松”政策,不断释放低成本资金。同时,根据市场研究公司Trim Tabs数据统计,2018年上半年,美股回购总额达6800亿美

元,高盛预计今年回购规模将达1万亿美元,这将较2017年提升46%,今年以来美股表现亮眼,美国经济持续强劲,美元指数不断攀升,大量资金也持续不断地流入美国市场。

把握美股四季度确定性机会

可以说,未来唯一确定的,是面临更多的不确定性。对于未来的机会,我们仍然相信,优秀的企业是一切收益的来源,而承受合理的风险则是未来长期复利的可靠保证。

立足四季度的投资,我们可以看到,美国经济基本面依然强劲,零售业销售涨势如虹,7月份,美国零售销售环比增长0.5%,预期0.1%,前值由0.5%修正为0.2%;核心零售销售环

比增长0.6%,预期0.4%,前值由0.3%修正为0.2%。拆分来看,除了家具、医疗、运动书籍和杂货店拉动为负之外,其他分项均为正值,显示居民部门消费仍然较为强劲。

同样令我们惊喜的是,美股二季度业绩披露已进入尾声,根据自下而上汇总的成分股情况,二季度业绩在去年同期相对高基数的背景下依然维持了强劲增长。可比口径下,2018年二季度标普500指数EPS(扣除非经常性损益后)同比增长23%,略低于上季度的24.3%;纳斯达克100指数二季度EPS同比大增30.2%,显著高于一季度的18.1%,并创2014年三季度以来的新高。美股在过去几年中,每年有10%~20%的增长是靠企业盈利增长来拉动的,目前泡沫迹象尚不明显。

目前来看,美股是更优的权益类资产的选择,但投资美股,离不开价值投资,扎实前瞻的基本面研究才是正道,我们应该知道且无法回避的事实是,我们在交易收益预期的同时也在交易风险,一万名投资者中会有一万种“投资价值”的定义,而这都会影响我们对当前美股走势的看法。需要注意的是,目前美国国内政治存在一定的不确定性,加之美股牛市已经持续了相当长的时间,从估值和盈利增速来看,或有过热的迹象。然而,从自上而下的资产配置角度看,标普500具有多重优势,能够很好地分散投资风险,值得投资者进行长期的配置。

了解“市场先生” 与他好好相处



□银华信用四季红基金经理 邹维娜

大师格雷厄姆对投资的讲解深刻而生动,“市场先生”是我最喜欢的一个说法。他大概这样描述:每天市场先生都根据自己的判断告诉你,你的股权价值多少;而且他还让你以这个价值为基础把股份全部出售给他,或者从他那里购买更多的股份。有时,他的估价似乎与你所了解到的企业发展状况和前景相吻合,但在许多情况下,市场先生的热情或担心有些过度。我在中国债券市场经历过几轮周期之后,深深觉得了解债券市场先生,与他好好相处同样重要。

年初以来,一直有个疑惑徘徊在我心里:债券市场先生的脾气是不是变了。从长期视角来看,有充分的理由让我相信这一点。资管新规从酝酿到出台,尽管中间经历了较长时间,打破刚兑和禁止资金池的方向坚定而明确。在此背景下,过去大量成本估值的账户要转变为交易型账户,市场的波动性必然加大,尤其是信用债市场。而信用债市场流动性整体欠佳,一旦交易型资金增加,除了他们自身的买卖需求,市场的一致预期也会使得波动加速和加剧。市场先生会更加情绪化。

从对信用债市场的实际观察中,也能大体得到这样的结论。上一轮牛市虽然略显遥远,我们要回看的是2014年,但那样的行情应该对每位债券投资者都是刻骨铭心的。市场经历了2013年的熊市,2014年经济下行压力逐步显现,市场对于货币政策转向宽松从迟疑到确认,收益率震荡下行。2014年1~8月市场经历了两次调整,分别在3月和7月。虽然我们难以估计2018年的行情幅度能否与2014年相匹敌,两次行情的基本面和政策面有相似之处,所以在相似的背景下面比较市场先生的脾气,更容易看出他的变化。2018年初至今,债券市场也经历了两次调整,分别在4~5月和8月,信用债表现出更强的波动性。为剔除信用风险的扰动,我们可以重点比较市场认可度高的信用债。一方面,信用债自身的波动性加大。2018年4~5月和8月,3年AAA中票分别上行39和38bp(截至2018年8月21日),而2014年3月和7月分别为34和21bp。另一方面,信用债相对国开债的波动性加大,2014年两次市场调整,优质信用债调整幅度普遍小于同期国开债,而2018年高等级信用债的调整幅度反而大于同期国开债。信用债的交易往往有些个性化,2014年市场每次调整,越是活跃品种调整幅度越小,而2018年刚好相反。

市场先生的脾气变了,我想我们需要作出两点适应,一是接受他的情绪化,对债券资产的价格波动给予更多忍耐,才能避免犯大错误。二是信用债作为过去夏普比率最高的资产,未来这一地位是否会有所弱化,配置中如何降低组合的波动性也是需要加强研究的一个长期课题。