

机构认为

# A股估值合理 关注布局机会

□本报记者 叶斯琦

面对全球市场的调整，内外资机构普遍认为，中国有充足的政策工具挖掘内生动力，使中国经济增长保持稳健和韧性。此前各项政策的利好作用将逐步显现。目前A股估值合理，市场大幅向下空间已经有限，布局机会值得关注。

## 美股重挫拖累

10月11日，在全球市场普遍低迷的情况下，沪深两市出现下跌。机构人士在接受中国证券报记者采访时表示，隔夜美股重挫是拖累A股及亚太市场出现大幅下跌的主要原因。

景顺长城分析称，美联储加息、美债收益

率上升、全球紧缩预期升温对新兴市场带来较大压力，A股市场在互联互通机制的实行、全球重要指数纳入的过程中与海外联动有所增强，面对海外市场扰动，投资者情绪低迷，导致11日市场出现大幅波动。景顺长城进一步指出，美国国债收益率在10月5日迅速上行到3.23%，创下2011年中来最高，是这一次全球市场共振的导火索。

弘尚资产也表示，在美股大跌的影响下，A股及亚太股市短期出现下挫。而隔夜美股大跌是因为此前美联储连续加息，市场利率快速抬升，政策变数增加，这使得全球金融市场延续动荡。

数据显示，隔夜美股遭遇“黑色星期三”，道琼斯指数、标普500指数和纳斯达克指数单日下跌3.15%、3.29%和4.08%。

## 积极因素正在积累

展望后市，海内外机构普遍认为，政策利好持续发酵，作用将逐步显现。A股估值合理，市场大幅向下空间已经有限。

弘尚资产表示，中国有巨大的内需市场，财政政策和货币政策有对冲措施，加上各类稳宏观、稳投资、稳预期政策持续出台，将会对宏观经济和市场形成较为明显的支撑。市场经历短期大幅调整后，整体估值合理。

景顺长城也认为，市场对风险及不确定因素已有较充分反应，但乐观预期的发酵需要有催化剂影响。从估值来看，沪深300估值已经接近2014年上半年蓝筹股行情启动之前的估值水平，一些高品质的行业龙头公司长期吸引力在增加。景顺长城建议，在防守的同时，着重布

局基本面坚实、具备核心竞争力、资产负债表健康的绩优龙头公司。

惠理基金表示，已经看到了一些积极变化，如降准措施及国内一系列稳增长政策等。积极因素正处于积累阶段，成效显现尚需时日。海外高估值市场的调整有利于资金进入新兴市场。

“从长期来看，每一次市场大幅波动都是大浪淘沙的过程，给予了好的投资机会。目前中国股票的估值不高，应当更加积极研究和布局。在市场波动的环境下，继续坚持确定性和安全边际的重要性，注重基本面调研与个股选择。”惠理基金相关负责人表示。

对于A股，拾贝投资也认为，目前很多政策在一段时间之后会对经济产生积极作用。考虑现在的估值水平，市场再大幅向下的空间已经有限。

■ “大力发展股权投资 助力新经济发展”系列报道

# 股权投资大浪淘沙 创新激发示范效应

□本报记者 刘宗根 许晓

建立对创新的“失败容忍”文化，对当下的国内投资人而言，正逐渐成为一种新的行业共识。和国外类似，在长达三年的爆发性增长之后，中国股权投资行业也走上了优胜劣汰的征程，进入新一轮调整期。而毋庸置疑的是，真正践行价值投资、拥抱创新，才能最终超越周期、实现基业长青。

## 行业调整

2018年7月上旬，北京华贸某知名创投机构办公室，王雪（化名）焦急地接待来访的客人，她从未像现在这么忙碌过。过去一年，其所在的创投机构在管基金规模同比增长了一倍多，从增量上来看，这是此前从未有过的速度。

“今年投资节奏基本不变。”王雪告诉记者。与不少投资机构为“募资难”忧虑而放缓投资频率不同，由于提前囤积了弹药，这让她们躲过了年初以来的募资“寒冬”，“手有余粮心不慌”。

早做准备现在看来的确不失为一种高明的选择。事实上，年初以来，股权投资规模增速回落已成为一种新的趋势。中国证券投资基金业协会最新数据显示，截至今年8月底，已备案私募基金管理规模12.80万亿元，其中，股权和创投私募规模8.31万亿元，较上月增加了459亿元。单从增量上来看，这一数据明显低于近两年的平均水平：今年1-7月，股权和创投私募月平均增长规模约为1700亿元左右，而去年月平均增长规模为2000亿元左右。

在此背景下，股权投资开始深度调整成为近期市场讨论最多的话题之一。清科研究中心

表示，以PE市场为例，截至2018年上半年，PE市场可投资本量为1.69万亿元，为近5年来的首次下滑。此外，上半年PE市场募资2967亿元，同比下降58%。

投中研究院院长国立波认为，市场自我调整机制和优胜劣汰开始发威是这轮VC/PE基金“募资难”的背后根源之一。人民币VC/PE基金爆发始于2014年、2015年。根据中国证券投资基金业协会数据，截至2017年底，国内共有各类VC/PE机构1.29万家，管理基金规模达到7.2万亿元。在1.29万家VC/PE机构中，仅管理一只VC/PE基金的机构占比高达49.5%，管理2-4只基金的占比23.7%，管理5-9只基金的占比6.1%，管理10只以上基金的占比仅为3.3%。而管理规模在10亿元以上的VC/PE机构仅占11.4%。

“从数据来看，国内绝大多数的VC/PE基金还很年轻，管理规模较小，经验较少，超过50%的机构还没有完成一只人民币基金‘募投管退’的经验积累。从2014年、2015年开始计算，经过2-3年的投资期之后，这些机构才开始纷纷募集他们的第二只基金。”国立波表示。

## 优胜劣汰

不过，如果仅仅从增速回落就判断股权投资进入“寒冬”，显然有失偏颇。日前，发展改革委高技术司副司长朱建武在介绍创新创业情况时表示，中国已经成为世界上第二大创业投资市场。

小村资本董事长冯华伟认为，目前国内有超过2万家私募机构，存在大量专业能力欠缺的从业者，容易导致资本无法投入到真正具有创新力、社会价值和商业价值的项目中，造成浪费的现象。“甚至还会造成投资端的恶

性竞争，推高行业整体投资估值，形成泡沫。从长期视角看，由于无法给出资人兑现投资收益，会影响私募股权投资行业的长远、持续、有序发展。股权投资行业从业机构及人员的质量也影响私募股权资本在创新创业领域的配置质量。”

国立波认为，从海外的数据经验来看，保守预测这些机构达到50%-60%的市场淘汰率也不足为奇。在目前市场情况下，募资往往“冰火两重天”，分化和头部效应越发明显：能给LP带来好回报的机构成为竞相追逐的对象，基金超募不是问题；而无法为LP带来好业绩的基金管理人募资则难上加难。

可以说，中国股权投资正在告别野蛮增长，规模增速回落一定程度上可以说是市场出清的必然结果。从国际经验看，从爆发到整合都是市场作用的结果。美国证券交易委员会日前发布的《2017年四季度私募基金行业统计报告》显示，截至2017年底，美国私募基金管理人2997家，资产管理规模12.54万亿美元（折合85.63万亿人民币）。这个数据远低于国内的私募基金管理人数量，但美国私募的管理规模却远远领先于中国。“美国私募基金最早可以追溯到二十世纪中期，时间远远长过我国私募基金的发展，中间也出现过大量的爆发，但是只有做得好的活下来，最后变成头部的规模都比较大，与此同时管理人数却在不断减小。”北京某大型母基金总监表示。

## 拥抱创新

“从大的逻辑来讲，金融本质上永远是服务于经济的，并且是经济结构调整和经济周期变换的水龙头。股权投资本质上也是金

融商业模式，因此，理应做符合经济规律的事，使得资金能够进入到经济结构调整所需要的方向和结构里。”峰瑞资本创始合伙人李丰表示，比如，中国的制造业的链条很长，制造业要获得长足的发展，必须搞定长链条上关键的几颗“钉子”，解决核心技术国产化等问题。

清华大学五道口金融学院教授田轩表示，创新是一个漫长、艰难的探索过程，要激励创新，就要提高对短期失败的容忍性，在募资过程中引入更多的长期机构投资者。此外，我国政府引导基金参与股权投资市场，为促进创新创业带来了极大的动力。政府引导基金的规模已经足够大，但是多集中于中后期对成熟企业的投资，甚至对IPO阶段的投资。而研究发现，年轻的中小企业属于扁平化结构，更适合做创新。建议政府引导基金应当更加重视对早期项目的投入。

“风险投资行业应加大对于技术创新的重视和支持。”盛世投资管理合伙人陈立志建议，市场化的风险投资机构应根据自身特点，更多关注所熟悉领域的技术创新企业。

冯华伟认为，从资本角度看，随着近几年国内新经济力量的强大，创新带来巨大的社会价值及商业价值，已形成示范效应。特别是一部分新经济力量支持的私募股权资本，对技术创新类项目呈现出前所未有的热情，包括AI、芯片、互联网汽车等都受到大量私募股权资本支持，出现多个独角兽项目。

“目前来看，国内VC/PE机构所面临的一个问题是，LP的成分中高净值个人投资者占比过高，缺乏长期、持续、专业的LP。”田轩指出，在当前形势下，建立“失败容忍”的文化对创新发展非常重要。

合计104.72亿份。

## 市场前景仍然广阔

中短债基金规模和业绩的双增长也引来基金公司的积极布局。2006年，第一只中短债基金嘉实超短债证券投资基金成立，截至2017年底，市场上共存续15只中短债基金产品。进入2018年后，中短债基金的成立加速，平安大华、民生加银等多家基金公司均布局中短债产品，今年前三季度新成立的中短债基金已达15只，存续数量直接翻倍。此外，浦银安盛中短债等产品正在募集，还有多只中短债基金排队等待审批。

广发基金经理刘志辉表示，短债基金今年受宠，是因为相比货币基金具备配置更灵活、剩余期限更长、杠杆可适当提高等三大优势。作为短期投资工具，短债基金与货币基金相似，但其年化收益率超过货币基金。今年资金

面宽松，货币基金年化收益率持续下滑，因此，基于对银行理财和货币基金的相对优势，短债基金获得投资者的青睐，并成为今年市场的一大热门品种。

一位基金经理表示，在资管新规实施的大背景下，银行将中短债基金作为弥补理财产品空白的重要产品，在理财领域，未来中短债基金仍然有较大的市场需求，基金公司势必抓住机会布局这一产品，完善产品线。

但一位中型基金公司人士指出，近期中短债基金收益率下行，对投资者的吸引力有所下降，加上越来越多的公司纷纷成立中短债基金产品，这一细分领域的竞争也越来越激烈，该类基金布局的最好时机已经过去，一些中小基金公司很难取得“后发优势”，他所在的公司会在其他产品研究上着力，争取捕捉下一个风口。

□本报记者 万宇

今年的公募基金市场上，中短债基成为一抹亮色。15只在2018年之前成立的中短债基金平均收益率为4.09%，在各类基金产品中表现瞩目。与此同时，多家基金公司也大力布局，今年前三季度新成立的中短债基金就多达15只，存续数量直接翻倍。业内人士普遍认为，中短债基金受欢迎主要是因为资管新规实施后此类产品填补了银行理财产品留下的空白，而对于其后续的发展，部分公募人士认为这一细分领域的市场仍然庞大，但也有人指出，中短债基金布局的风口已过，公司会在其他产品种类的研究上着力。

## 前三季度全部取得正收益

今年由于A股市场持续调整，权益类基金业绩普遍不尽如人意。据银河证券基金研究中

心数据，前三季度权益类基金产品近八成出现亏损。相比之下，受益于今年债市行情，债券型基金前三季度则普遍收获良好正收益，八成以上债基取得正收益。

其中，中短债基金更是成为债基中的亮点。Wind数据显示，目前市场上30只（A/B/C类分开统计，下同）已经成立的中短债基金今年前三季度全部取得正收益，平均回报为2.46%，其中10只中短债基金前三季度收益率超过4%。值得一提的是，2018年之前成立的中短债基金共15只，今年前三季度的收益率均在3%以上，平均收益率为4.09%，超过今年同样表现亮眼的ODII基金，更高出债券基金2.64%的平均回报。

此外，今年前三季度中短债基金的份额也出现了显著的增加，在15只2018年之前成立的中短债基金中，11只基金前三季度规模增加，

# 东方基金许文波：投资应是长期价值观的贴现历程

□本报记者 李惠敏

“价值投资的核心是长期价值观，基于更长时间判断公司质地进而选择好公司，而投资则是长期价值观的贴现历程。”东方基金公司总经理助理、权益投资总监许文波如此总结自己十七年的投资之道。他在接受中国证券报记者专访时表示，当前A股市场的估值回归并未彻底完成，应具备底线思维和保持定力，在市场到达真正底部时，有足够的资金买入足够的优质公司。

## 选“好公司”是核心

对于选择好公司的标准，许文波有一套标准：挑选具有中长期稳定高ROE（净资产收益率）的公司，再将ROE分成杜邦拆解中的“三级梯队”，即通过净利率、总资产周转率和权益杠杆系数三要素进一步分析，从中找出不同属性的优质公司，剔除不够好的

公司。他解释称，“净利率高的优质消费品公司，通常有较好的定价能力，并能长时间保持，其次，周转率高意味着效率更好，该方面有部分优质的制造业公司。而权益杠杆系数方面，存在部分资产端有明显稀缺资源优势，具备稳定可靠现金流的公用事业、能源类公司，以及公司自身具有杠杆属性和资产负债结构的金融、地产、非银类的龙头公司。”

优质企业普遍将经历“三级阶梯”：“当公司进入净利率不能提升或长期稳定阶段时，可通过降低净利润率提升周转率来释放增长‘势能’；当周转率无法提升则通过增加杠杆或并购整合维持盈利。以上阶段均实现后，企业的成长期才会进入尾声。”另外还需考虑ROE质量和企业全生命周期。不过他指出，市场很容易低估优秀公司成长期的时间跨度。

“好公司也会出现糟糕表现，需重点区分

是‘好公司的坏时刻’还是‘好公司不够好’。”许文波强调，“一旦发现公司的本质属性问题，则将其列入观察列表或逐步降低评级。此时涉及的问题，需长期数据积累观察，切忌一卖了之。”此外，长期分红的公司也值得关注。“一般来说，长期分红公司意味着大股东和长期股东利益一致，多数情况能有效避免非主业并购或再融资等动摇长期价值和确定性的情况。”

## 坚持长期持有

正是基于这样的投资理念和方法，许文波并不特别偏好哪类行业，更主张行业适度均衡。“各行业都有类似属性的标的，我们会在各行业中选择符合标准的龙头公司长期持有，这样组合也能经受住更多阶段性市场考验。”

“选好公司是核心，但长期持有好公司也十分重要，决定资产管理公司命运的是长期持

有资产的优劣程度。”在他眼中，绝大多数优秀的公司均被市场长期低估。

当前市场时点是否已是底部？他认为，“当前A股市场的估值回归并未彻底完成，经济也未完全出清”。

在此情况下，他与团队一直强调要具备底线思维和保持定力，以便有足够的资金买入足够的优质公司。

此外，投研团队建设亦是许文波非常重视的工作。在他看来，“想走得快，可以独自上路，但若想走得远，则需要多人同行。团队需要大家努力协作，长期按照一个理念、一个方法、一个标准打造，营造纯粹而长期的投研文化。在此基础上，一年见效、三年有所成，逐步提升产品业绩，为投资者带来持续回报。”据了解，许文波负责的东方基金权益投研团队，基金经理近十人，另有十多位不同行业的研究员，量化投资部也正在搭建新的投资平台。

## 中欧预见养老2035成立

中欧预见养老2035三年持有（FOF）在弱市中提前结束募集，并于10月10日正式成立。公开资料显示，这只由中欧直销平台、商业银行和互联网代销平台等多渠道发行的养老目标基金，共募集资金3.22亿元，4万余名持有人参与认购。其中，中欧基金全体合伙人和多数员工都自发参与了养老目标基金的认购，共计认购300余万元。

“中欧养老2035正式成立，而养老投资和养老投教之路才刚刚起步”。中欧基金董事长竇玉明向记者表示。他指出，基金管理人应该承担起更多的社会责任，多一位参加投教活动的民众了解、接受养老产品，就意味着多做了一件利国利民的好事。而据记者了解，经过此轮养老目标基金的发行，中欧投教团队带回了来自一线真实客群的实地反馈，对行业未来养老产品的设计、投资管理和投教工作具有参考意义。未来，中欧将继续布局“养老目标日期系列产品”，为老百姓提供更多养老投资服务。（李良）

## 南方养老目标日期2035 下周一发行

南方养老目标日期2035三年持有期混合型基金中基金（FOF）将于10月15日至11月2日间发售，该基金托管于工商银行。

作为一只典型的目标日期基金，该基金以2035年附近退休人群为目标投资者群体，通过大类资产配置，投资于多种具有不同风险收益特征的基金，并随着目标日期的临近逐步降低基金整体的风险收益水平，以寻求基金资产的长期稳健增值，且无需投资者频繁申购、赎回基金，从而一站式解决了投资者个性化的养老需求。与此同时，南方2035养老目标日期混合FOF每份份额封闭期设定三年。

南方养老2035拟任基金经理黄俊告诉记者，南方养老2035基金采取FOF的运作模式，不仅可以力争获得资产配置的常规收益，还可以通过持有优秀的主动型子基金，尽量获取额外的超额收益。在子基金的筛选条件上，对运作合规、风格稳定性、中长期业绩、波动性均有底线要求。在实践中，重点考察能力圈较广、坚持价值投资的基金经理，力争使产品的最终风险收益特征可以满足养老投资稳健增值保值的需求。（张焕昀）

## 恒生前海基金：A股估值处于历史低位

针对A股市场在隔夜美股大跌的情况下出现下挫，恒生前海基金在接受记者采访时表示，A股反弹的进程被美股的调整所打断，短期美股对港股和A股的压力将持续存在。但需要看到的是，A股年初以来已下跌超过两成，相比美股的高位已释放部分风险，估值已回到历史的较低位置，下行空间相对有限。

中期来看，恒生前海基金指出，如果美股持续下跌，则对全球资本市场都存在不利影响。但美股下跌对美国经济的影响相对更大，中期有利于A股外部扰动因素的缓和。如果美国就此终止或者缩短加息进程，则对全球市场的流动性改善也将有所帮助。

“基金经理将进行两个维度的布局：利用市场回调机会布局优质个股，有选择性参与有近期政策支撑的反弹机会。”恒生前海基金表示，在板块配置上，强调攻守兼备，坚持基本面为先的长期投资策略，注重估值的安全边际。

另外，短期内港股仍将有一定调整压力。随着美国加息进程逐步推进，全球风险偏好逐步下降，香港跟随美国加息将进一步压制港股走势。

但恒生前海基金同时也强调，应当看到国内积极的政策应对。当前，保基建、补短板财政刺激政策仍在推进，减税降费的政策讨论将逐步改善企业的盈利前景，叠加经历近期的巨幅调整，港股估值已经具备较高安全边际，基金经理将在做好仓位控制的同时把握优质企业超跌的投资机会。（王蕊）

## 大成基金冉凌浩认为 美上市公司盈利状况良好

10月10日美股大跌，大成纳斯达克100指数基金经理冉凌浩认为，10月以来，美股市场主要指数出现了5%左右的下跌，主要原因是因为美国国债收益率快速上涨，但综合来看当前对美股无需恐慌，一年内持续看好美股。

“首先，宏观经济数据表明美国第三季度的经济增长状况非常理想。”冉凌浩表示，美国二季度年化季环比GDP增长率为4.2%，创下了2015年以来的最高值，这也暗示着本轮美国经济周期达到了中后期的高速增长阶段；同时，季度的其他经济指标也全部保持在非常好的水平区间。

其次，引发此次下跌的主要原因即长期收益率快速上涨，实际是持续利好美股的重要支撑因素。“我们的模型显示，美国长期国债与短期国债收益率利差是支持美股上涨的关键单一指标，而长期国债利率的上涨，进一步拓宽了长短期国债利差，同时也扩展了美股持续上涨的时间与空间。”冉凌浩认为，今年2月份的美股调整也是因为长期收益率上涨，但事实证明长期收益率的上涨保证了今年的美股牛市。另外，长期利率上涨意味着利率水平正在逐步走向正常化，也意味着美国经济已经是健康的自然增长，而非美联储货币政策刺激下的增长。最后，冉凌浩指出，美国上市公司盈利增速仍非常好，2018年盈利增速预计会超过20%。同时，美股估值水平也基本位于历史平均水平区间，纳斯达克100指数2018年预期市盈率为20.6倍，标普500指数2018年预期市盈率为17倍。未来美股指数预计会随着上市公司盈利的增长而进一步上升。（王蕊）