

信心比黄金更重要 A股底部信号渐强

□中欧基金研究部

上周五, 国务院副总理刘鹤携“一行两会” 主要负责人发表重要讲话,大幅提振市场信心。午后各大指数一路上扬,截至收盘,沪深300上涨2.97%, 深证成指上涨2.79%, 上证综指涨幅2.58%,创业板指上涨3.72%。上周六,利好再度袭来,《个人所得税法实施条例》及《个人所得税专项附加扣除暂行办法》正式公开征求意见。据测算,个税改革每年可减免税收约2万亿元,对社会消费品零售总额的提升幅度约为3%。

今年以来,受国内外宏观经济面临的诸多不确定性影响,A股经历了

连续探底,恐慌情绪蔓延,投资者信心陷入冰点,上证综指一度跌破2500点,创四年来历史新低。综合分析股市下跌的基本面原因,我们认为主要有经济增长、去杠杆以及海外市场风险三个方面。

第一,三季度需求和生产端的经济数据已经出现疲软,经济结构的转型使得过去通过地产拉动经济的模式不可持续,而新经济还需要培育;第二, 去杠杆对实体经济产生了影响,特别是民营企业融资困难,以及近期一些上市公司的股权质押面临强制平仓的风险;第三,海外市场的风险上升,美联储加息导致非美元计价资产贬值,美债收益率飙升导致全

球政府与企业的偿债压力加大。

除了上述基本面的影响,恐慌情绪对股市造成了二次伤害。股票价格不断偏离其内在价值,本应是买入并持有、等待中长期收获的好时机。而一些投资者对目前A股的连创新低产生恐慌, 反而选择离场。“在牛市顶部买入、在熊市底部卖出”,这往往是股市进入周期性尾声常见的非理性表现。

此次高层发声以坦诚的态度正面回应投资者最为关心的问题,正是抑制市场非理性恐慌、给市场注入信心的一剂良药。

信心比黄金更重要。除了高层发声外, 新的个税改革方案公布超

市场预期。根据修订案,居民在5000元基本减除费用扣除和“三险一金”等专项扣除以外,还可享受教育、医疗、住房和养老等方面的专项附加抵扣。随着居民可支配收入增加,有助于进一步提振内需,对宏观经济起到重要支撑。

股市通常提前反应宏观经济的变化。回顾历史,2001年以来A股一共出现过三次由熊转牛的重要拐点。每一次股市下行均伴随着经济增速放缓、企业盈利下滑,市场情绪转为过度悲观,而拐点的到来与改革高度相关。具体而言,2004年“股权分置改革+汇改”,2008年“4万亿经济刺激计划”以及2015年“双创和互联网

+

都改变了中国的经济前景,由此形成的乐观预期推动股市上涨。

年初以来,A股的大幅调整,既反映了中国经济当前所面临的现状和压力,也隐含了市场对于未来宏观经济的悲观情绪。我们认为A股发生系统性金融风险的概率极低,目前政策转向的预期已经明确,股市处于底部区域的信号也随着前期下跌而不断增强。高层的积极表态有助于引导投资者对中国经济形成良性、稳定的预期。短期而言,市场可能还需要一定时间来打磨底部,但在“低估值+强改革”的预期背景下,A股或将迎来新的发展阶段。

坚持宏观和信用基本面结合 灵活把握短债投资机会



□广发安泽回报基金经理 刘志辉

今年以来,股票市场在经济走弱及外部环境趋紧等因素影响下震荡调整,投资者避险需求上升。而债券市场的回暖行情则令债券基金收益走强,尤其是在银行资管新规实施后,符合监管要求、收益稳健、流动性佳的短债基金逐步成为投资者底层资产配置的选择。

作为广发安泽回报基金经理,笔者自2017年以来采取短债策略管理该基金,以该基金为例,笔者与投资者分享短债基金的投资框架及投资思路,让投资者更好地理解这一品种,为投资决策提供参考。

宏观基本面+ 信用基本面分析为主

对于过去习惯于购买银行理财产品投资者而言,短债基金是一个相对陌生的品种。与普通纯债基金一样,笔者管理短债基金时坚持从基本面出发的价值投资理念,采用宏观和信用基本面相结合的研究方法。具体而言,研究基础包括分析宏观基本面和信用基本面。首先,从宏观基本面出发理解债券市场的趋势和走向,以此为背景框架再做债券类属资产(包括信用债、利率债)配置,并在不同债券类属资产中选择不同期限、不同品种。其次,信用债也同样强调基于基本面分析的信用研究,优选基本面有保障的个券,再通过估值比较,选择便宜、信用利

差比较大的品种。这是大的投资逻辑体系。

对于债券投资而言,宏观基本面研究是基金经理投资决策的重要前提。目前市场上较多专业人士喜欢对“三驾马车”的相关数据做拆分研究,笔者更倾向于基于理解不同部门主体的运行阶段及驱动因素后,再对经济周期进行分析。例如,在本轮三四线城市地产周期启动以前,市场普遍认为三四线城市库存较大,地产销售难以放量,但笔者认为,经济周期根植于人性,而追涨杀跌是人性的重要表现,价格上涨会刺激居民的购房行为。在价格指引下,地产市场的价格上涨从一二线城市不断地向三四线城市发展。这是居民部门对房地产价格做出反应的行业。如果将制造部门、居民部门、出口部门、房地产部门、政府部门等综合起来,每个部门的行为聚集在一起构成总体,就能较好地理解当前经济周期的具体发展阶段。

除了研究宏观经济基本面,基金经理还需要关注货币政策,货币政策是对基本面的反应,它针对不同经济周期所处阶段,发展目标有所不同,但不同阶段可以出现一定的偏离。结合货币政策及其变化,可以更好地理解债券市场趋势。

其次是信用基本面分析。笔者更青睐基本面向好的企业,其未来出现风险的概率更低。例如,去年广发安泽回报配置的多是产业过剩领域的受益企业,因为去年在经济复苏过程

中,周期性行业需求超过供给,供给侧行业受益更大,这使得上中下游利润都在扩张的同时,上游分配了更多市场份额,产业过剩的企业资产负债率下降,信用利差明显,具有较好的配置价值。

维持灵活风格 精选高性价比的信用品种

在坚持挖掘信用品种价值的方向下,笔者在管理短债基金时尽量做到风格灵活,捕捉阶段性波动中的收益机会。就国内环境而言,短债基金收益会跟随资金面波动,而资金面波动往往较大,经常会有几十BP波动幅度,在此过程中,可以通过适当的波段操作增厚基金收益。

例如,今年7月份,笔者判断经济环境偏温和,此时货币政策出现了一定的宽松,债券长端有所反弹。广发安泽回报也适当增配一些三年以内的利率债,事后复盘,久期给基金贡献了正的绝对收益回报。随着8月初市场有所回调,笔者在降低基金组合久期的同时,适当提升杠杆水平。

站在当前时点来看,债券市场利率曲线非常陡峭,3个月利率收益率较低,而9个月到1年期限的债券利率比较高,较合适的策略是买9个月到1年的债券,持有到久期接近3个月时,再转换成其他品种。

除了结合市场灵活操作外,对短债基金而言,信用品种的甄选也非常关键。广发基金固定收益研究部搭建完善的信用评价体系,制定严格的信用评价标准,为投资管理提供支撑。笔者会在研究部的信评基础上根据自己对品种、收益率的理解,配置高性价比的个券。其中,广发安泽回报在配置企业信用债时,会优选如医药等主营业务稳健的企业,同时通过期限和仓位控制来提升安全性。

展望第四季度,笔者对宏观基本面维持经济温和回落的判断,货币政策维持流动性合理充裕,银行间回购利率区间振荡,因此短债有较好的配置价值。基于此,四季度广发安泽回报按照票息策略,以信用债+杠杆+ABS为主,适当配置存单并参与阶段性交易,兼顾票息和交易收益,力争为投资者实现稳定的回报。中期内随着经济下滑进一步确认,存在进一步宽松的可能,组合也将在控制波动的基础上适当增加久期。

价值投资者的黄金时段



□理成资产首席执行官 吴圣涛

今年7月以来,市场又经历了一轮大幅调整,从结构上看,很多个股跌幅远远高于指数,以成长为代表的中小市值股跌幅居前。股票市场的连续下跌加剧了悲观情绪,但笔者认为应该理性去看待,也许其中正蕴藏着机会。

公司业绩增长 是检验长期表现的试金石

在成熟市场上,为世人所熟知的长线投资者巴菲特通过对很多经典个股的长期投资,获得了卓越的投资业绩。我们通过研究国内长期表现优秀公司的统计数据也可以看出,股价上涨最大的动力来源于业绩增长,而非估值的变化,亦或概念炒作。从伊利股份、万科、贵州茅台、云南白药、格力电器、恒瑞医药等市场耳熟能详的标的来看,如果分析其上市以来的股价年复合增长率与业绩年复合增长率,可以发现两者之间存在高度的相关性。同样纵观我们自己在历史上取得积极业绩贡献的个股,很多都具备业绩持续增长的特征。

市场的波动通常源于两方面:企业自身的业绩波动和市场估值的波动,但在市场下跌的过程中股价往往呈现出两者共同下跌的特征。对于优秀的企业而言,估值的下跌往往会带来更多的投资机会,投资者一方面可以享受企业业绩增长的收益,同时可以在市场信心恢复的时候还可以享受估值修复带来的价格上涨。

因此市场大幅调整对价值投资者而言,是投资的黄金时段。一方面,我们可以在远低于正常估值水平时,去买入理想的个股;另一方面,持续下跌的市场环境给了足够多的时间去充分地研究公司的基本面和把握买入的时间段。价值投资者要做的就

是在普跌的个股中寻找那些业绩能够持续增长的优质个股。

当前已具备挖掘 估值与业绩匹配个股的机会

近期关于市场成交量、海外市场估值与中国股票市场的历史估值对比统计数据有很多,多数投资者都看到A股市场估值已经处于历史上较低的水平,具备了中长期的绝对投资价值。

当然不可否认的是,一些内外部因素给中国未来GDP增长带来了一定的冲击,由此可能导致部分行业和公司从2018年四季度开始出现业绩向下修正的可能性。并且因为基数的原因,部分行业和公司四季度和2019年一季度还存在业绩下滑导致股价下跌的可能性。但考虑到市场的悲观预期已经部分反应了业绩下修的因素,同时还有很多公司并不会受到这些因素的冲击,他们完全可以充分享受中国经济仍然维持较高速增长的事实,因此,在市场普跌的环境下,这些业绩能保持持续较快增长的个股,将会提供相当好的投资机会,尤其是那些业绩增长具备持续性、且增速与当前估值水平相匹配的个股。

在市场下跌过程中做逆向投资,需要的不仅仅是勇气,更需要研究的是深度。因此,构建有战斗力的投研体系至关重要。只有持续不断的深入研究,充分把握公司的投资价值,才可能成为一个敢于逆势抄底并获得成功的智者。做勇敢无畏的智者,更多是建立在团队协作基础之上,我们希望始终坚持以公司价值为基石,通过自下而上的深入研究,注重公司内部投研的互动交流,找到那些能陪我们走得更远的上市公司,力争以合适的价格买入,以优秀公司的业绩成长奠定投资业绩,这些核心理念是笔者所认可也长期坚持的。