

“机构牛市”可期 考验选股能力

□天弘基金股票投资总监 肖志刚

年初以来的普涨行情在3100点左右已基本结束，接下来股市将进入到分化的第二阶段，有利好的股票上升，利空股票下降，全年来看，股市将呈现震荡向上的格局。今年可能是主动基金显著战胜指数的一年，继续看好2015年5000点后上市的次次新股。

散户牛市两大推手：互联网和产业资本

自1991年A股开埠以来，经历三轮波澜壮阔的牛市，都是由个人投资者蜂拥入市推动起来的。1992年的暂且不去深究，这里重点讨论一下2007年、2015年两次散户推动的大牛市，各自都有两个共同的推动力，一是互联网的推动，二是产业资本的推动。

如果引入景区模型，就可以比较容易理解A股牛熊的变迁。一个景区有三种角色，分别是原住民、商人、游客，对应A股的专业投资者、产业投资者、业余投资者。围绕着一个景区，资金基本上是从游客单向流向商人，原住民搭便车。围绕着A股的一轮牛熊，资金基本上是从业余投资者单边流向产业投资者，以基金为代表专业的机构投资者，并不是参与资金分配的主力。

一轮估值层面的牛市，就是由一种投资者增加为两种，再增加为三种的过程，熊市则是从三种投资者减少到两种，再减少到一种的过程。就像一个景区，冬天里只有原住民，等到春暖花开的季节，商人会先上山摆好摊子，坐等游客上山送钱。

对于A股历史上两轮“游客”推动的大牛市，其表现都是产业投资者先行入场，业余投资者再跟随其后。因为驱动业余投资者入场的根本原因是赚钱效应，而且必须是产业资本带来的赚钱效应，那种二级市场自身带来的赚钱效应是不足以撬动业余投资者海量入市的。

2006年的股改，2014年的产业并购浪潮，开启了两轮较强的赚钱效应。同时，2005年



—2007年正好是PC互联网快速普及的三年，2013年—2015年正好是移动互联网快速普及的三年，这一便捷的工具有极大激活了活跃交易者数量，活跃率从1%跃升到10%伴随着2007年的大牛市，活跃率从10%跃升到100%伴随着2015年的大牛市，这种交易手段驱动活跃率的跃升，对两轮牛市起到推波助澜的作用。这种作用类似于景区先修通了高铁，对旅游旺季是一轮推波助澜，后修通机场又带来一轮推波助澜的旺季。

回顾过去4年，市场先是经历业余投资者离场，再次经历去年的产业投资者批量离场，市场仅剩剩下专业投资者，因此估值继续下行的阶段暂告一段落。

普涨行情结束 分化在所难免

年初这波行情和之前熊市后的恢复性上涨类似，根本原因是市场跌无可跌，但涨势之迅猛让人猝不及防，以至于不少机构踏空。在笔者看来，推动行情快速演变的技术原因是移

动互联网的发展，使得行情的爆发力剧增。以前的信息传播一传十、十传百、百传千，现在是一传一千，一传一万，得到消息的人，拿起手机打开APP，“子弹”就飞出去了，这一技术带来的改变，使得本来三个月走完的行情，能在三天涨完。

股市走势可以分为上涨三阶段和下跌三阶段，总共六个阶段。去年下半年就是熊市第三阶段，无论利好利空都在跌。过去几个月是牛市的第一阶段，无论利好利空都在涨。现在牛市第一阶段，也就是普涨阶段结束了。第二阶段是分化阶段，有利好的股票上涨，利空股票下跌，未来一年考验的是选股能力。既然主动基金经理擅长的就是个股选择，那么在今年这一市场环境下，优势很可能会反映到业绩上。

“机构牛市”可期 看好次次新股

展望未来，第一，类似互联网这样的新技术驱动投资者活跃率跃升，这一牛市助推器或不会再有了。第二，活跃的产业资本经过这几年的疯狂，现在财务报表严重受损，未来三年预计难以见到产业资本继续入场的可能。第三，伴随科创板注册制的落地，会让产业资本进一步远离原有的A股市场，对于激发赚钱效应，负面作用不可小视。

综上，可以推测，传统意义上大众期待的业余投资者驱动的牛市，未来很长时间可能是看不到的。值得期待的是专业投资者主导的，基于盈利增长的选股牛市。

今年继续看好次次新股，即2015年下半年5000点后，以及2016年、2017年IPO的股票，笔者认为这类股票大概率不会再创新低，原因在于：一方面，这些股票只经历过熊市，没有享受过牛市，所以这些股票基本都很便宜，且这类股票一直跌，估值足够低。对于股票来说，足够便宜就是最大的利好。另一方面，这些股票不用担心商誉减值，且下一次可能轮到它们用商誉、资产负债表来换利润表，轮到它们进行资本运作，对它们来说是一个双重的机会而非风险。

立足价值投资 分享科创板企业成长红利



□博时权益投资主题组、投研一体小组负责人
兼博时特许价值混合基金经理 曾鹏

3月28日晚，上交所公布第三批科创板受理名单。连同前两批，科创板受理队伍已扩大至19家。科创板自诞生之日起就以超预期的速度发展，成为今年以来市场最大的焦点。对此，笔者认为，作为科创板的重要参与者，公募基金的参与或有助于稳定市场；作为专业的投资机构，公募基金应立足于价值投资理念，以挖掘企业成长性为初衷，为投资者提供分享成长企业资本回报红利的投资工具。

公募基金助力科创板投资

从产品层面来看，公募基金可通过设立产品、资管计划以及子公司私募基金等各种方式参与到科创板投资，极大地丰富了公募基金的产品线和投资渠道。从市场层面来看，公募机构的参与或有助于市场稳定，且引入向机构投资者非公开转让股票、做空等各种交易机制，规避过去一些由于制度因素而导致扭曲的交易价格。

由于科创板投资门槛较高，绝大多数中小散户将无法直接参与科创板，市场有声音认为这会制约科创板的流动性。但笔者认为，尽管散户是资本市场重要的流动性提供者，但市场的流动性取决于是否有赚钱效应而不是参与者的身份。因此，在科创板健康、良性且有赚钱效应的发展状态下，对于具有庞大理财需求的市场而言，流动性不会成为科创板的制约因素。

此外，正是由于科创板在制度设计上对中小投资者的专业投资知识和投资门槛都提出较高要求，因此对于想要参与科创板投资的散户来说，公募基金将会是更好的选择。应引导和鼓励散户通过公募基金等机构投资者间接投资科创板上市公司，以引导市场从散户投资为主的状态转变成机构投资为主的状态。

两大维度防范溢价风险

根据相关规定，科创板的发行原则是市场化定价，很多登陆科创板的标的具有一定的稀缺性。那么，市场化定价是否会因机构博弈而出现较高溢价，笔者认为，采用市场化定价是适合科创板发行原则的定价方式，是由市场真实供需状况决定的。

尽管拟上市标的受到稀缺性和政府扶持的因素影响，但科创板公司也会受到A股中对标科技公司的估值束缚。此外，从机构参与科创板战略配售的角度来看，由于有锁定期限制，机构也会对最终定价做出更多合理预测，而不是采取博弈策略最终给出比较高的溢价。

对于科创板基金来说，可以从两个维度防范溢价风险：一是，借鉴目前A股投资框架中的风控原则，回避企业财务有瑕疵、企业战略定位不清、产品终端销售收入与实际调研匹配度较低的个股等；二是，适度借鉴一级市场的投资风控思路，从主要管理层的个人履历、征信报告、公司员工、客户及竞争对手多维度访谈的方式进行风险识别，并最终辅助二级市场的投资决策。

而在基金运作方面，如何对企业进行合理估值定价，笔者认为可以从三个方面进行考量：首先，参考海外科技股和国内一级市场的定价标准，多维度评估科创板上市公司的合理价值区间；其次，在合理定价区间之下分批建仓，均化买入成本；最后，将流动性风险纳入重要考量，对流动性差的标的要严格控制持仓金额。

市场风格之谜

□鹏华研究智选混合基金经理 包兵华

从历史上看，A股市场出现过多次比较明显的风格切换。最近的两次极端风格分化，一次出现在2013年到2015年，该时期中小成长股的表现明显超越大盘蓝筹股；另一次则发生在2016年到2018年，该时期大盘蓝筹股走出了一波波澜壮阔的行情，而中小盘成长股则持续下跌，即使是在2018年全年单边下跌的行情，以上证50为代表的价值股相对收益仍旧非常明显，持续了三年大盘价值行情也让价值投资的理念深入人心。

无论是2015年的成长股行情，还是过去三年的价值股行情，本质上是一轮又一轮风格轮动的结果，市场风格本身是一种外在的表现。短期阶段性影响市场风格变化的因素或许较多，可能会导致短期内风格频繁切换，但从长期来看市场会围绕一条风格主线发展，影响市场风格的主要因素有三点：

企业盈利变化和趋势

实体经济的增长状况是决定上市公司盈利的根本性因素。宏观经济处于不同周期或不同的增长阶段对于不同性质企业的影响是不一样的。当经济数据较强或边际改善时，比如2016年到2018年初，大盘价值股明显走强，原因在于大盘价值股多来自于金融、地产、采掘、机械、化工等周期性行业，而家电、家具和白酒也是地产后周期或者经济后周期行业。无论是上证50或是中证100，金融和周期行业占比都相对较高，这些周期性行业与GDP增速具有很高的相关性。与之相反，中小盘成长股则以新兴行业为主，周期性行业相对偏少。比如在中证500指数中，大金融仅仅占比约3.7%，周期性行业整体占比较低，而医药、计算机、电子等行业占比较高，相比于周期性行业，这些板块



盈利状况同宏观经济增长的相关系数明显更低，在经济下行阶段受到的冲击要小于其他行业，这意味着当经济数据较为弱势或由强转弱时，中小成长股的基本面状况会相对优于大盘蓝筹股，继而在指数表现上更佳，从而呈现出成长风格相对占优的市场，而2013年到2015年就是一个比价明显的经济下行周期，同时伴随移动互联产业红利的爆发，导致成长股的盈利趋势明显优于大盘价值股。

市场资金环境

与经济增长相似，货币政策环境也是影响风格变化的重要条件。从理论上来说，宽松的货币政策环境更有利于成长股行情的启动。在利率下行阶段，高估值个股受益程度会明显大于低估值个股，而在利率上行期阶段，高估值个股受到的负面冲击也会明显大于低

估值个股。从历史上看，2013年到2015年，经济增速不断下行，而以10年期国债收益率为代表的市场利率先上后下，央行连续降息，货币政策从紧缩变为宽松。而2016年底到2018年初，经济企稳回升且市场预期上行，叠加去杠杆，国债收益率出现大幅上行，反映出货币政策的快速收紧，再加上金融强监管政策的推进，导致这一时段价值板块的表现显著强于成长板块。

市场风险偏好

影响市场风险偏好的因素很多，就目前A股市场看，影响风险偏好的主要因素包括投资者构成、市场监管政策以及内外部风险事件等。投资者构成是风险偏好变化的重要驱动因素。总体上看，个人投资者和游资风险偏好比较高，而机构投资者整体风险偏好较低，更注重追求长期稳定收益，而在2016年到2018年，市场主要的增量资金是外资，这些资金也更青睐大盘蓝筹股，从而进一步促使投资风格偏向确定性强的大盘价值股。

今年以来，资金驱动及风险偏好提升带来的估值修复，市场开启了一轮普涨的行情，那么接下来市场风格将会如何演绎，考虑影响市场风格的因素，从流动性来看，2018年以来央行4次降准，整体流动性相对宽松；从监管政策看，2018年10月以来，回购放松、再融资政策调整等，正从过去3年的从紧周期进入边际放松。科创板的推出伴随着资本市场的制度改革，有望开启新一轮创新周期。

展望未来，无论对相对业绩变化、流动性与监管政策都相对有利于成长风格，整体市场风格会更加均衡，真成长公司弹性更大。但对于价值蓝筹来说，2019年北向资金的流入仍旧将持续，仍旧有机会，但是涨幅最快的阶段已经结束，会更加稳健。