

私募预期市场短期下行空间有限

□本报记者 王辉

4月22日至4月26日A股市场遭遇快速回调,主要股指出现大幅下挫。私募机构表示,近期市场的高位走弱并不意味着年初以来的上行趋势已经扭转,从短期来看,虽然市场因为政策预期、部分个股一季报业绩不及预期等因素面临一定整固压力,但继续回落的空间预计较为有限。

A股全周持续走弱

上周A股市场自年内高位附近快速下行,全周市场主要指数均出现较大幅度下跌。

具体来看,截至上周五(4月26日)收盘时,上证综指、深证成指、中小板指、创业板指当周跌幅分别达5.64%、6.12%、6.55%和3.38%。此外,进一步从市值风格角度来看,前期表现强势的上证50、中证100等大盘风格指数,上周则明显由强转弱。其中,上证50、中证100、沪深300三大权重指数当周分别下跌4.92%、5.39%和5.61%,与沪综指、深成指的同期跌幅相当,而创业板指反而体现出一定的抗跌性。进一步从市场成交量来看,全周市场量能环比呈现小幅萎缩。上周沪市、深市全周成交金额分别为15463亿元和20006亿元,均较前一周萎缩一成左右。

而从市场估值角度来看,在上周A股继续小幅走强的背景下,市场整体估值水平则仍旧处于历史低位。来自WIND的最新统计数据显示,截至上周五收盘时,上证综指、深证成指、中小板指、创业板

主要股指最新市盈率		
证券代码	证券简称	市盈率(整体法,倍)
000001.SH	上证综指	13.63
399001.SZ	深证成指	25.53
399005.SZ	中小板指	26.16
399006.SZ	创业板指	60.14
000016.SH	上证50	10.14
000903.SH	中证100	11.66
000300.SH	沪深300	12.69

数据来源:Wind;数据截至4月26日收盘

指、上证50、中证100、沪深300等七大指数的最新市盈率(整体法),分别为13.63倍、25.53倍、26.16倍、60.14倍、10.14倍、11.66倍和12.69倍。从历史纵向对比来看,除创业板指外,其余六大指数的估值水平,均继续运行在历史底部区域。

政策面边际变化引发关注

来自私募业内的分析观点认为,近期一季度货币政策例会等会议,均在一定程度上传达出高层对宏观经济的定调趋于乐观,货币政策回归稳健,边际或趋于收紧。而这一预期变化,很大程度上正是引发上周全周A股市场冲高动力不足、高位承压回落的重要因素。私募排排网上周面向多家私募机构展开的一份调查显示,56.25%的受访私募机构认为目前宏观经济正出现企稳迹象,货币政策也将回归稳健。

对此,高溪资产合伙人陈继豪表示,从A股市场过往的经营表现来看,货币政策往往直接影响股市。一般货币宽松时A股市场就有增量

资金,收紧时市场就相对缺资金。在很多情况下,市场行情往往由资金推动。在今年前三个季度的金融数据显著好于市场预期的背景下,货币政策有所调整也在情理之中。

上海宽桥金融首席投资官唐弢表示,从货币政策方面来看,近期市场比较担忧货币政策转向。而针对市场的关注,央行也回应称,目前主要采用稳健货币政策,总体上力度得当、松紧适度。从场内国债逆回购利率方面来看,近期回购利率确实在回升,但是幅度并不大。4月下旬为年报披露的尾声,是业绩“爆雷”集中期。市场对于货币政策的担忧和上市公司年报效应,可能是造成本轮市场快速回调的主要原因。

私募乐观看待后市

经过上周的快速回调之后,目前私募业内看待后市仍相对积极。一方面,业内认为市场进一步调整的空间预计也将有限;另一方面,目前私募业内对于优质个股的长期投资机会仍然较为看好。

唐弢表示,从短期来看,A股市场在经过上周的急跌之后,短期在沪深3100点、3000点等整数关口附近都存在一定支撑。市场在相关关键支撑点位附近,仍然可能出现力度较强的反弹。从更长时间来看,A股市场仍然有望在沪深3000点至3300点的区域内保持区间震荡的运行格局。而陈继豪则表示,当前一段时期内,货币政策稳健偏松的市场环境仍将会得以延续,从A股市场的长期运行趋势来看,在今年前三个多月可能只是慢牛行情的开始。

巨泽投资董事长马澄认为,目前高层将一季度经济定调为总体平稳、好于预期、开局良好,并重提结构性去杠杆,这表明短期稳增长政策将逐步让位于长期的改革开放。综合考虑到2019年货币政策重心可能进一步转向“宽信用”,未来实体经济有望进一步稳中向好。A股市场长期趋势依然值得继续看多。

上海联创永泉权益投资总监卢扬分析表示,上周密集公布的一季报数据正在成为A股市场去伪存真、去粗取精的试金石。不少基于前期流动性宽松和风险偏好提升、但又缺乏基本面支撑的题材股,上周出现大幅调整在情理之中;很多一季报业绩超预期的大消费、医疗设备以及新兴产业的龙头个股股价出现较大幅度调整,也同样给关注相关优质个股的场外资金,提供了较好的介入机会。本轮市场调整之后,市场的主线将更加聚焦在上市公司业绩方面,并据此选出真成长、真价值的公司。从长期角度而言,本轮市场在去除之前的投机因素之后,有望迎来更加健康扎实的走强。

证券私募 PE能力重要性凸显

□好买财富 曾令华

公募科创主题基金获批,为科创板的热度又添了一把火。私募基金中还未见科创主题基金,但是也有不少私募机构在筹备科创板的打新基金。科创板的推出将深刻改变资本市场,以及资本市场的重要参与者——私募基金的行为。笔者认为证券私募投资科创板不妨借鉴私募股权投资机构(PE)投资思路。

发行制度改革驱动经济转型

据中信证券统计,2019年初,代表A股市场优质蓝筹股的沪深300指数,市值占比前两位的行业分别是金融(35.6%)和工业(12.6%),而在10年前,市值占比前两位的行业分别是金融(29.7%)和材料(15.7%)。与之对照,过去10年美股踏上了移动互联网和生物医药的浪潮,促进了大量新经济公司上市,在这10年的美国IPO企业当中,平均每年有58.9%的企业在上市前一年利润为负。这背后灵活的上市机制起到了至关重要的作用。

以标普500指数为例,2018年末科技和医药类企业,市值占比分别居于指数的第一位和第三位,分别达到24.2%和13.9%。两行业合计达到38.1%,较过去40年累计提高了23.1个百分点。可以说,截至目前,美国经济彻底完成了行业结构变革,经济从能源和材料驱动转变为科技驱动,这背后灵活的发行制度功不可没。

科创板放松了对于利润规模的要求,引入了五套上市标准,以适应各种商业模式的企业,尤其是研发驱动型企业的融资发展需求。当预估市值达到40亿元以上时,科创板甚至没有收入规模的门槛要求。以预估市值为核心的上市公司门槛体系意味着投资者的选择决定了未来上市公司结构的演化方向。

PE能力越来越重要

基本面投资和趋势投资是投资的两种思路。长期来看,基本面投资者胜出的概率大。查理·芒格说得更绝对,股票的长期收益大致等同于企业的ROE。从2017年开始,以食品饮料为代表的稳定增长类企业受到资金追捧。这些企业竞争格局清晰,ROE稳定,2017年以来,这些低垂的果实已经被陆续摘取。科创板企业和这些企业有显著不同。科创板企业未来发展空间大,但当下还处于行业竞争中。部分企业有收入没有利润。这要求证券私募要向PE靠拢。

首先是在赛道的判断上。行业的成长取决于市场需求,深入产业链的上下游。私募机构需对市场需求变化敏感并具有前瞻性,能够掌握判断行业大趋势的能力。其次是对估值的判断。退出市场的回归理性倒逼一级市场估值的回落,未来一二级市场的估值差会日趋缩小。一级市场主要赚企业成长的钱,专注于企业本身。最后,近两年来,创投机构在投资结构上也偏向科技类企业。2012年以来,中国股权市场对科技创新领域的项目关注度逐渐提升,投资案例数不断增加,投资金额也稳步上涨。2018年,中国股权市场共有5250起科技创新领域投资,占所有投资案例数的52.4%;投资金额达3,861.90亿元,占总投资额的35.8%。清科研究中心科技创新相关领域定义为:IT、电信及增值业务、半导体、电子及光电设备、广播电视及数字电视、装备制造、清洁技术及生物技术/医疗健康八大行业。

在A股二级市场的团队中,部分私募团队已在布局类似PE的投资能力。笔者去年拜访淡水泉时得知该公司早在打造T形生态圈,多能力中心配置。该机构研究队伍含有全球、固收、量化、股权等基础研究团队。不同资产类别的团队从不同的角度为二级股票团队提供相关的支持。股权团队作为T中的一横的重要组成部分,通过深入洞察行业的发展趋势为淡水泉行业和产业研究提供支持。此外,景林资产也在致力于通过一级市场的研究为二级市场找机会。该机构一二二级市场可以充分共享研究支持。这表明部分机构已经先行,以PE赋能证券私募。笔者认为随着科创板诞生,PE能力对于二级私募的重要性将提升。

规模超50亿私募“冠军”业绩三年翻倍

百亿私募研判后市相对乐观

□格上研究中心

尽管上周大盘下挫,但拉长时间来看,今年市场整体走势强劲,上证综指最高上攻至3288点,相比2018年底,反弹幅度超过30%,沪深300、中证500指数最高反弹超40%。格上梳理知名私募机构业绩发现,过去三年来管理规模超过50亿元的私募机构旗下股票型基金平均收益超过43.98%,最高收益者三年业绩已经翻倍。

长期业绩更显投资能力

私募十大策略2019年一季度均录得正收益,其中,股票策略以20.71%的平均收益位于各策略业绩榜首,不少股票型私募基金净值已经创出新高。

但由于2018年上证综指曾一度下跌到2440.91点,为2015年6月以来最低,且今年以来股市快速反弹,格上研究中心认为,短期亮眼的业绩仅能作为参考,合理评价私募管理人管理能力,需要拉长时间维度来看。

2016年初,A股在经历过2次暴跌后,上证综指最终从2655.66点的低位开始震荡修复,也是这一时期,不少大型私募机构发行了三年期封闭型基金。在三年时间里,A股既有上升时期的赚钱机会,也有下跌创新低(2440.91点)的历史时期,三年中风险与机遇并存,而这一背景下的私募管理人业绩收益,最能对其管理能力进行说明。因

此,我们统计了全市场股票管理规模超50亿元机构的三年平均业绩,以对私募管理人管理能力提出参考性评价。

最高收益者近三年收益翻倍

股票管理规模超50亿元的私募现为24家。2019年初,全市场百亿私募共有27家(不仅仅是股票型机构),但由于越来越多的私募机构进行多产品线布局,目前全市场旗下股票管理规模超50亿元的私募机构也只有24家。其中北京地区最多,有11家,其余则是上海8家、深圳4家、福州1家。这24家私募机构总规模达3000多亿元,占证券类私募行业总规模的15%左右。

50亿元以上股票私募旗下基金近三年业绩平均值为43.98%,复合年化收益率12.92%。格上研究中心对上述24家机构旗下运行满三年的股票型基金进行业绩统计,其中盈京投资由于成立时间较晚,旗下无三年期产品,故而在统计范畴外。截至2019年一季度,23家股票管理规模超50亿元的私募机构中,旗下股

票型基金的近三年平均收益43.98%(同期私募行业平均收益为18.73%),对应复合年化收益率12.92%。前十名机构的整体平均收益达69.46%,折合复合年化收益率19.22%;其中,近三年平均收益最高的机构达到100.53%,实现翻倍,其对应的复合年化收益为26.10%。

据格上研究中心统计,绝大部分大型机构的近三年业绩均为正

收益,其中表现最好的股票型基金的三年期平均业绩达100.53%,实现翻倍;在百亿私募中,表现最好的平均收益达82.31%。

百亿私募后市相对乐观

经历2019年一季度的上涨,站在目前时点上,A股未来走势如何?根据格上研究中心调研,百亿私募机构整体对接下来的行情走势相对乐观,认为要好于去年,虽然短期走势可能进入震荡,但2019年仍存在一些结构性机会。

高毅资产认为2019年的经济基本面比2018年更加乐观,中国经济有望在今年下半年企稳。近期陆续发布的年报显示部分龙头公司的业绩增速显著高于行业,可能一些企业的盈利增速仍然较差,但我们可以把目光放长远一些。对应到资本市场的表现,2019年也会强于2018年。依然看好金融行业,已经公布2018年年报的银行、保险的业绩普遍表现比较理想,相信这些公司在接下来的表现将持续领先行业其他公司。

景林资产认为,考虑到目前为止市场估值修复并未过度、各类资金入市尚有潜力、盈利增长预期可能并没有市场想象的那么差,目前仍持积极看法。从估值水平来看,景林资产认为目前A股估值仍处于合理水平。从资金流入来看,各类资金入市尚有潜力,2019年强劲的外资净流入是可以预期的。考虑到外资定价权,景林资产将更加关注估值

水平和业绩成长的确定性,依然把重点放在企业价值上,继续寻找确定性高、拥有优秀管理层、擅长长跑、能够穿越牛熊市和经济波动的优秀公司,比如消费升级、集中度提升大趋势带来的机会。

星石投资依然看好2019年A股市场的表现,后市上涨的节奏可能变化,但慢牛的趋势不会改变。目前正处于企业盈利增速向上拐头的初期,上市公司的盈利表现是股市最大的基本面支撑。去杠杆以及货币政策回归中性,对题材股炒作不利,有助于避免市场出现牛皮疯牛,让市场回归到基于基本面的慢牛行情,星石投资认为符合高质量发展方向的龙头企业将在后续的市场中脱颖而出,成为后市行情的主力。

拾贝投资认为中国经济相对自己过往增速的下降并不意味着投资机会的减少。投资者需要的是利润,很多行业收入增速在下降,但是利润率的提升空间很大,美国过去10年的牛市也是在远低于我们的GDP增速下获得的,经济质量的提升有时候比数量的提升对于股东更加有利。虽然过去一段时间涨得有点快,但我们看到政策的转向也在比较克制地进行,中长期的目标并未放弃,同时降税减费的力度依然很大,这些都是对于短期经济压力下企业盈利不佳的一个对冲。短期的颠簸不掩中期的趋势,拾贝投资还是立足长远、选好股,积极参与到这个大的变化中去。