

徐荔蓉：改革牛市在路上

□本报记者 黄淑慧

上涨核心逻辑未变

中国证券报：11月末以来，A股市场经历了一波“任性”上涨，这背后主要的支撑逻辑是什么？未来这些因素能否支撑市场继续向上？

徐荔蓉：我总结此轮上涨行情有三个原因和一个催化剂。原因之一在于无风险利率的下行。自去年年中市场利率非常态飙升之后，央行转变思路，过去一年以来宽松政策持续加码，推动无风险利率持续下行，政策目标也由过去的盯信贷和社会融资总量转变为盯利率。而到了此次降息，事实上已经是对市场利率下降的确认。未来半年，我们判断，利率下行的趋势不会发生改变，这是研判后市的一个关键点。

原因之二在于投资者风险偏好上升。这其中又有以下几个原因：一是投资者对社会、经济未来的信心度极大增强；二是投资渠道收窄。随着无风险利率持续高位回落，银行理财产品、余额宝收益率已从年初高点分别回落至目前的4.5%、4.0%附近。信托产品“刚性兑付”预期打破，资金需要寻找新的投资方向。这也是一些银行配资通过伞型信托流入股市的原因所在；另外，值得注意的是，中国民族性中的赌性成份较重，无论是在房地产市场、股票市场还是其他市场，当趋势出现后，会引发后续更多跟进，形成自我强化的行情。

原因之三在于，居民大类资产配置的变化趋势。从我国居民目前的大类资产配置结构来看，银行存款及理财产品，房地产，以及股票、基金等权益投资是几个大的品类，随着前两类资产逐步进入平稳发展期甚至面临拐点，配置占比较低的权益投资正成为新的投向。本轮快速上涨行情正是在市场上涨成为一个“现象级事件”的情况下，居民大类资产增加权益类配置短期内集中爆发的体现。

我们总体判断，从中长期来看，市场上涨的核心驱动因素没有改变，因此对未来市场保持偏乐观的态度。

本轮行情的催化剂是券商的表现。券商在牛市格局中确定的基本面逻辑和叠加的金融改革逻辑使其站在了时代的“风口”，成为确定受益且弹性最大的领涨板块。不过，短期来看，在经历了前期的急速大幅上涨之后，券商板块需要略作休整之后再继续上行。

中国证券报：上周市场从急促上涨转入震荡调整，后市行情演进的节奏会有什么变化？

徐荔蓉：在短期获利盘了结、存量资金调仓换股、中长期乐观的增量资金进场的多方博弈下，指数狂欢之后短期正进入宽幅震荡期，所谓“疯牛结束，慢牛开启”，过去几周中这种斜率很高的上涨行情已经结束了。

实际上，这种过于凌厉的上涨已经威胁到了一些政策目标的达成效果。比如说，降息之后，市场利率不降反升，这中间固然有中登公司关于企业债质押回购新规所引发的资金面紧张，也与股市过于火热形成的虹吸效应不无关系。由于股市短期诱人的回报率，对资金的吸引力加大，资金对于加杠杆的成本不敏感，这与降低社会资本成本的政策初衷完全背道而驰。

在此背景下，市场预期中的降准时间节点也可能推迟，以防止给股市“火上浇油”。待到股市略微降温、日成交量降到6000-7000亿元左右，降准措施可能才会出台。具体行情演进的速度和节奏还是要边走边看，注意观察增量资金继续进场的情况。

A股市场在经历了一波“任性”上涨、急速调整之后将以什么样的方式继续演绎？2015年的市场将呈现哪些投资看点？国海富兰克林基金副总经理、投资总监徐荔蓉在接受中国证券报记者专访时表示，推动市场上涨的核心逻辑没有改变，“改革牛市”仍将延续，因此对未来市场保持偏乐观的态度。不过，此前指数凌厉上攻的“疯牛”行情将告一段落，未来市场在较大概率上将呈现逐级而上、个股活跃的慢牛行情，继续看好以银行为代表的低估值、大市值蓝筹股的估值修复行情，以及互联网类个股的未来表现。



徐荔蓉，现任国海富兰克林基金管理有限公司副总经理、投资总监、研究分析部总经理，国富中国收益混合基金、国富潜力组合股票基金及国富研究精选股票基金的基金经理。CFA, CPA (非执业), 律师 (非执业), 中央财经大学经济学硕士。历任中国技术进出口总公司金融部副总经理、融通基金管理有限公司基金经理、申万巴黎基金管理有限公司 (现申万菱信基金管理有限公司) 基金经理及国海富兰克林基金管理有限公司高级顾问、资产管理部总经理兼投资经理。

坚持哑铃型配置

中国证券报：站在目前的时点看，下一阶段哪些行业和板块会有更好表现？

徐荔蓉：我们的思路是“哑铃型”配置，一端是新兴的互联网领域，另一端仍然是低估值、大市值蓝筹以及估值调整合理的白马成长股。

先说互联网企业。互联网多个子行业处于萌芽期和成长期，应该享受更高的估值，而且互联网的估值体系不同于传统产业。明年陆续将有尚未实现盈利、只拥有盈利模式或者方向的互联网企业上市，这在A股市场没有先例，如何给这类公司估值对投资者提出了挑战。按市值还是按流量估值，估值的基本原则是什么，都是新的课题。但毫无疑问，这其中蕴藏着投资机会。

低估值蓝筹中，我们比较看好银行、地产等行业的机会。过去一直压制银行股估值水平的最重要因素是坏账问题，根据我们测算，银行股价格中的隐含坏账率实际上要大于真实坏账率，一系列宽松政策有助于降低经济尾部风险，大大缓解市场对于银行坏账风险的担忧。并且，我对银行明年的增长速度也偏乐观。

第三类则是估值合理的白马成长股。这类股票符合经济转型方向，估值与成长性较为匹配，PEG在1以下。

中国证券报：但也有一些观点认为，在不对称降息、存款保险制度推出等因素下，银行的利润增速甚至可能为零。

徐荔蓉：首先，我们预期明年银行业能实现5%甚至更高的利润增长。静态地看，的确利息差下行对银行利润贡献下降，但我们对于银行

的经营弹性要有一定的信心，一些银行的“转身”速度也比较快。资金面宽松推动资产扩张，将成为银行在2015年利润的重要贡献者。随着央行正式打开宽松政策的通道，降准的前景已经比较明朗。无论是正式下调存款准备金率，还是可能实施的营业税适度调整，都将作为对冲措施为银行基本面带来一定利好。

同时，当前阶段影响银行板块估值中枢的核心要素并非盈利能力而是长期风险预期。过去一直压制银行股估值水平的最重要因素，是系统性风险以及由此带来的银行资产质量问题。系统性风险源自于两点：房地产和地方融资平台，借助影子银行渠道不断从银行体系吸取资金；二是实体经济产能过剩，主要集中在制造业。这两方面的问题目前正朝着风险出清的方向前进，系统性风险出现边际改善的迹象。先说地方融资平台，中央政府大力度规范地方政府融资行为，特别是43号文明确划分政府债务责任，去除中央的隐性担保。再说周期性传统行业，我国此前消化产能过剩的思路主要是做减法，通过生产端的破产重组去消化产出缺口。而随着“一带一路”政策的逐渐成形，通过扩展海外市场，做加法化解产能成为新的思路。在“一带一路”战略下，各行业去产能的进程将会提速，而银行信用风险也可以看到新的变化。

对于地产板块，同样对于买房和投地产业需要持不同的思考角度。尽管地产行业处于大周期向下的环境，但随着市场估值中枢上升，地产龙头相对低估值凸显，距离重估价值还有相当的距离。

警惕波动加大风险

中国证券报：目前来看经济数据并不乐观，是否意味着当下的这轮牛市与2006年-2007年的牛市存在本质差别？明年需要注意的风险主要有哪些？

徐荔蓉：当下的这波行情与2006年-2007年经济周期驱动的完美牛市不同，与1996年的“改革牛市”更为相似，市场可能更多地表现出“政策市”的特征，凭借市场自身的估值吸引力，叠加投资者信心和预期提升、宏观流动性改善而形成资产再配置。

需要注意的是，明年市场的波动可能比今年更大。首先，伴随杠杆交易的提升，由于资金成本的原因，融资融券投资者行为更加短期。一旦市场出现调整，融资融券会反过来增加市场的波动幅度；其次，金融创新工具频出，无论是股指期货，还是即将推出的ETF期权等新金融工具，都可能放大市场波动；第三，在移动互联网时代，信息的传播速度和范围迅速提升和扩大，市场贪婪或恐惧情绪都会在更短时间内蔓延，这也会起到助涨助跌的作用；第四，在人民币国际化战略的大背景下，A股市场对外开放是大势所趋。随着QFII和RQFII继续开放、沪港通平稳运行，2015年A股将更有希望被纳入MSCI指数系统。随着外资介入度的加深，外资在资产配置上的思路和操作可能也会对A股市场产生较大的影响。举个例子，从海外基金经理操作的一个细节

来看，当遭遇赎回需要卖出股票时，通常会首先选择卖出配置不多、自己也不是特别熟悉的韩国股票，这导致韩国股市的估值水平一直较低。这样的情况不一定会发生在中国市场，但外资的行为习惯可能会对市场产生一定的影响，值得研究。

此外，明年海外市场的风险，特别是美国货币政策的变动可能会对市场产生阶段性影响。美国明年年中开始加息周期，美元指数走强，都可能引发全球资本流动的逆转，从而给新兴市场带来一定的不确定性。这在一定程度上也会影响到A股市场投资者的风险偏好，从而导致市场波动较大。

中国证券报：考虑到未来资金调仓、注册制临近等原因，成长类小股票的风险是否正在加大？

徐荔蓉：中国市场投资者结构较为单一，基金等机构投资者只能被称为中期投资者，多数个人投资者是短期投资者，这导致A股市场的资金博弈色彩较重。在过去两年存量博弈的市场上，大市值股票被压制到极致，中小市值股票的估值则被推高到相当高的水平。值得注意的是，这轮牛市并非2007年大牛市，并且在注册制等因素的影响下，未来成长类股票的分化会比较严重。如何给其中一些股票重新估值，找到其均衡价值，是对市场的另一重考验。总体而言，未来半年内，低估值的蓝筹股相对收益率会比成长类小股票更高。