

邱杰：转型牛市将持续五至八年

□本报实习记者 黄丽

用股息率选股

中国证券报：为什么想到用股息率作为新基金的投资特征？

邱杰：股票投资收益本质上来自于分红。比如投资一个债券，就是借钱给别人，中间会不断收到利息，最后本金会返还，那么评估这只债券的价值就是按照利息加本金折现来做价值评估。如果公司没有在二级市场上市，权益投资获得收益的主要方式就是分红。只不过有了二级市场后，大家更多地去追求股价的弹性，将分红这件事淡化了。但是如果将投资者作为一个整体来看，他是无法通过相互间的博弈来盈利的。投资者作为一个整体，它的收益只能来自于分红，来自于公司内在价值的增长。因此，分红是股票投资最重要的收益来源之一。

晨星公司做过一个研究，美股80多年的历史中，平均分红收益在整个投资回报中占比达到40%，剩下一部分才是股价上涨，但这个股价上涨并不是纯粹的估值波动带来的价格变化，而主要是由于留存收益再投资带来上市公司内在价值增长的回报。

选择股息率作为选股指标，还有一个重要的原因就是A股市场分红环境的变化。近几年在监管层的政策推动下，A股分红情况发生了巨大的变化：2006年，大概有50%的上市公司发放现金分红，所有上市公司每赚100元会拿出26元来分给投资者，总的现金分红金额不到1400亿元；2013年，75%的上市公司都发放了现金分红，上市公司平均每挣100元会拿出33元分给投资者，当年分红金额合计超过了7500亿元，这是比较可观的。

实际上，股息率是一个比较好的用来区分企业质地的指标。一个公司可以把账面盈利做得很好，通过弄虚作假，通过对财务报表进行会计调节，所以有时候投资者会看到有些公司盈利很好，但没有现金流回来。这种公司如果没有在资本市场上市，没有融资的渠道，可能干不了几年就会破产。但是有高股息率、高分红的公司，如果没有很好的现金流想做假都很难。如果有些上市公司本身行业就比较好，在自身行业中也处于比较强势的竞争地位，这种公司不仅挣了钱，而且有现金流回来，这种真正有盈利能力的公司就是值得投资的。

中国证券报：当股价上涨的时候股息率相对下降，在实际操作中怎么平衡股价和股息率这两个指标？

邱杰：股票投资收益来源于现金分红和股价上涨这两个方面。我们投资的公司ROE都很高，平均下来超过12%，有的公司更高。假设有一家公司ROE是12%，每年分掉4%，留下8%作为再投入的资本，又会产生新的盈利，如果在投资收益率不变，长期回报实际上和ROE是相等的。也就是说，从长远一点看，我们所做的投资年均回报率会在12%或略高一些的水平。如果从中短期来看，我们投资的这100家公司平均收益率在3.8%左右，标普500的股息收益率是1.9%，如果我们投资的公司股价上涨了一倍，股息收益率和美股接轨，结果就是基金的净值涨了一倍，我们赚了1倍的价值重估的钱。那么我们所获得的投资收益就是这个价值重估的收益加上一个合理的长期的平均收益。价值蓝筹近年来估值一直处于历史低位，而沪港通的开通将推动海外成熟市场资金入市，海外投资者更青睐高分红公司，未来五到十年A股投资理念可能被重塑，高分红公司的估值可能会持续提升。所以我们选择在这个时间建仓其实是有好处的，除了可以获得股息收益，还可以获得高分红的股票价值回归带来的收益。

从投资组合的角度来讲，这只产品的调仓会相对被动一点，在上市公司每半年一次公布分红预案后，我们将根据新的股息率高低进行调整，把股息收益率下降的公司剔除，补充新公司进来，投资组合会有一个动态的平衡。所以我们基本上不参与热点和主题的炒作，换手率会比较低。

“长期来看，股权投资收益本质上来源于分红。”前海开源股息率100强股票基金拟任基金经理邱杰说。股票市场为投资者提供了方便、快捷的交易场所。由于二级市场价格波动较大，投资者关心更多的是股价变化带来的收益，而忽略了分红这个最基础的收益。

邱杰认为，A股的这一波转型引起的牛市预计可以持续5-8年。随着利率进入长期下降周期以及海外资金对A股投资理念的重塑，蓝筹股票的投资价值将回升，股息率会成为选股时一个非常有用的指标。



邱杰，北京大学经济学硕士，7年金融行业从业经历。历任南方基金管理有限公司研究部行业研究员、中小盘股票研究员、制造业组组长；建信基金管理有限公司资深研究员。现任前海开源基金管理有限公司执行投资总监、研究业务负责人。

金融股息率最高

中国证券报：股息率比较高的公司通常分布在什么行业？

邱杰：根据我们的统计，银行占比比较高，交通运输、公用事业与环保也比较多，地产也不少，还包括食品饮料、家电、汽车，医药行业也有一些。银行差不多有5%至6%的分红收益率，交运中部分公司也有5%以上的分红收益率，电力、食品饮料、纺织服装也有一些在4%以上。

中国证券报：你认为明年的经济环境是否会影响这些行业的股息率？

邱杰：我们认为明年经济会继续向下，核心因素还是来自于地产的冲击。在中国固定资产投资中，制造业大约占三分之一，地产投资大约占四分之一，地产投资增速下降对整个中国经济增速肯定会有影响。

但是，经济减速不代表企业盈利会往下走，也不代表股票价格会往下走，因为经济增长代表了需求的变动，同时还要考虑供给的变化。我们准备投资的这些行业，比如交运、电力、家电、机械、化工等等，看起来都是传统行业，大家往往觉得长期的顶部已经接近，用十年到二十年的眼光来看，这些行业会走下坡路，但是用三到五年时间来看，过去几年行业产能都在收缩，投资的增速都在下降，这些行业因为供给收缩，一些行业竞争结构也在好转，盈利能力还是会有所好转的。

中国证券报：银行板块最近上涨得比较多，你觉得对股息率水平有多大影响？

邱杰：股价的上涨肯定会影响股息率，因为分红确定的话，股价的上涨会导致股息率下降。从现在模

拟的情况来看，我们的组合中金融地产大概占到接近20个点，但是整体来看我们明年对金融地产还是相对比较乐观，主要原因就是金融地产是对利率具有高度敏感性的行业，从前段时间的降息开始，整个货币政策进入了一个相对宽松的周期，后面降息降准的政策可能会陆续出台。

以银行为例，前段时间降息，大家都觉得对银行不利，但其实我们在那个时候是看好银行的，后面银行确实也涨了。因为对于银行来说，利差只是一个方面，还有一个重要的因素是银行的坏账率，如果银行的利差很好，坏账率很高，银行的利润也会很低，因为银行的杠杆太高了。降息带来的结果就是，所有企业尤其是制造业的利息负担下降了，破产的风险也下降了，银行虽然利差有小幅收窄，但坏账率也下降了很多。财政政策和货币政策综合起来考察，可以很明显的看出政府对经济的托底思维，这对银行是一个好消息。

地产也是同样的逻辑。资金利率是影响地产需求的一个重要方面，利率一降，地产的销售就出现了比较明显的回升。另外，地产负债率很高，地产公司平均负债率70%以上，财务负担较大。我们判断明年至少还会有2-3次降息或降准，届时对地产需求和财务上的利好就会非常明显。地产是一个基本面与政策之间博弈最重的行业，对别的行业来说，量价齐升是最好的，但对于地产来说，销量涨而价格企稳或者微涨是最好的。如果真的出现房价上涨10%以上，地产就不能再投了。

牛市会持续五到八年

中国证券报：你认为这一波行情还能走多久？

邱杰：我们应该算是比较早公开看多的基金公司。今年上半年和一些朋友交流时，只有我们看好市场。当时大家都认为地产的长周期见顶，对经济对股市都是不好的因素，但是我们认为地产的见顶就是中国新一轮成长的开始。因为地产产业链对经济的影响非常大，但这种影响是双面的。一方面，地产的大发展拉动了中国过去多年的快速增长，但同时地产的发展也给中国经济带来了一系列的问题。比如，由于地产占用了太多资金，投资回报率又很高，所以给出的融资利率很高，导致制造业等实体经济融资非常困难，很多真正有成长潜力、有创新活力的公司无法融资，这对经济的活力和长期发展非常有害。企业家精神和创业氛围也受到了影响。很明显的一点是，过去很多上市公司都去买地，因为赚钱太容易了，长久以来创新的企业家精神一直被压抑。但最近两年，随着地产大周期的回落，不管是商业模式还是其他方面的创新都有了积极的变化。实体经济融资好转，创新和活力的恢复，是中国经济进入下一轮增长的基础。所以，地产的长周期拐点出现之后，或许就是中国经济从大国向强国转变的一个开始。

很多人会问，为什么现在经济

向下股市还会这么好？实际上，股票的价值是由分子和分母决定的，分子是未来的分红或者盈利预期，分母就是无风险利率和风险溢价的利率之和。正如之前所说，供给在发生变化，所以盈利不一定下降。风险溢价实际上就是看投资者对中国长期的经济发展有没有信心，如果有信心，这个风险溢价就会变得很低。此外，长期的利率会下降，那么股票的估值也能提高。

这个市场不像2006年至2007年那一波牛市，那一波是因为经济快速发展，盈利快速增长，但持续的时间不会太长。这波牛市更像1996年至2000年那一波，即经济不是特别好，但是整个经济处于转型期，牛市的持续时间会更长，我们预计此次会持续五到八年。

现在正处于牛市初期，即市场正从过度悲观预期中修正过来的一个阶段。经过这个阶段后，可能会有两三年是一个横盘的阶段。随着改革措施的显现，经济企稳后迅速向上，股市也会迅速向上，这时候就是牛市的偏后期了。整体来讲，我们对市场的判断倾向乐观，并且认为这是一个转型的牛市，持续时间会比较长。

具体到明年的市场，我还是看好。但是市场会出现分化，大盘蓝筹会表现得更好，同时市场会出现比较剧烈的波动，两三百点的大幅调整也会出现。