

# 分享时代红利 深挖系统机会



北京和聚投资 李泽刚

2014年的A股市场不仅让我们遭遇了猝不及防的“疯牛”,更见证了“蓝筹起舞”、“历史天量”和“满仓踏空”。新年伊始,对2015年的行情,和聚投资认为,我们刚刚迈入新一轮牛市的大门,场外资金持续涌入资本市场,A股市场的供求关系正发生逆转。接下来的半年中,市场机会非常高。大胆预测的话,2015年A股平均还有20%—30%的上涨空间。同时,市场热点将持续蔓延,个股的分化也将进一步加剧。

和聚投资一直强调一个逻辑,即A股市场的“供求关系”论。2015年股市的流动性有望得以大幅提升,大背景是我们正处于社会财富配置转向的阶段。驱动中国社会财富配置结构的两大因素已经开始发生逆转。首先,伴随宏观经济下行以及大宗商品迅速回落,市场无风险利率持续回落,低风险资金寻找新的出处。其次,投资者的风险偏好发生切换,这是更重要的一个因素。房地产投资偏好显著回落。信托等刚性兑付被打破,量化对冲型产品出现系统性问题等,都促使更多的投资者配置偏好转向资本市场。

和聚投资认为,2015年的A股市场存在两方面的机会。一是低估值蓝筹仍存在系统性机会,轮动的节奏应该取决

于行业景气和政策的驱动,当前阶段我们相对看好保险、家电等板块。二是成长股和转机股将重现价值魅力,部分主题投资将退潮,而基本面将成为驱动股价的核心力量。

和聚投资认为,国企改革在2015年将全面提速,节奏仍然存在变数,大概率看,国企改革顶层设计框架已日臻清晰,数以十万亿计的优质国有资产正逐步迈入资产证券化的版图。从地方看,改革将盘活超过50万亿美元的国企存量资产,顺带缓解地方债务的困局。央企改革也多处于箭在弦上的状态,我们判断,本轮国企改革对资本市场的影响将堪比2005年开启的股权分置改革。

国企改革给资本市场带来新的改革红利,影响范围包括金融、采掘、化工、机械、公用事业、交通运输、建筑等传统领域,其总市值高达20万亿,占A股比重三分之二。

A股市场已经从2010年步入全流通时代,民营社会资本的财富效应在资本市场得到充分体现,市值管理驱动的企业扩张已经开始进入新阶段。我们有理由相信,未来三、五年正是中国A股市场分享时代红利的欢乐时光,各类风格的投资策略也将百花齐放呈现在投资者面前。2014年和聚各期产品的平均收益率

在50%左右,是过去5年我们收益率最好的一年。

中国正在经历一轮史无前例的并购浪潮,2014年A股市场的并购主要集中在高估值的几个领域,像军工、通信、互联网等。和聚投资判断,2015年并购活动将在更多的领域中风起云涌。产业转型期的并购还会活跃,如互联网对于各个领域的渗透甚至颠覆助推产业进行横向、纵向整合,下阶段将驱动更多领域的跨行业整合。

当前一二级市场仍然存在显著的价差,或套利机会。在全流通时代,产业资本具有更加强烈的动力。2014年,A股上市公司里平均每2家公司就有1家涉足并购。国有资本在国企改革的浪潮下也将实施更多的资产证券化。某种程度上讲,这可能是注册制全面实施之前,在A股市场史上后无来者的一轮并购浪潮。

此外,值得重视的是,过去一年人民币伴随美元经历了新一轮货币升值。历史数据显示,资本输出和扩张将随影而来,跨国并购也将更多涌现在A股市场。若干年后,我们回顾这段历史,很可能用这样的一些词汇来概括,“经济周期步入新常态,中国国运逆势而来”、“历史性的,中国资本市场驱动产业弯道超车,打造出一批具备全球竞争力的产业集群”。

## 分级基金上折该不该卖

□海通证券 单开佳 孙志远

随着牛市持续,一大波分级基金B份额发生上折。折算时B份额多会连续涨停,但有些人赚了,有些人却莫名其妙的亏了。到底上折对B份额有什么影响?

人都是趋利避害的,融合了各种人性的资本市场更是复杂,所以我们的分析将从有强假设的理想状态开始,逐步放松假设,不断接近真实环境。

假设1:资本市场在折算期间维持平稳,投资者心理预期不会扰动B份额价格;

假设2:套利者是积极的,不存在整体折溢价套利机会。

假设3:A份额投资者按照替代品长期收益率做出买卖决策,且拥有比B份额投资者更为雄厚的可用资金,此时B份额投资者相对弱势,A份额投资者拥有定价主导权,A的折溢价率确定后,才有无整体套利机会下的B份额折溢价率。

在这种强假设环境下,我们可以得到以下两个结论:

结论1:折算前后B份额投资者投资组合的市场价值不变;

结论2:B份额折算前后投资组合的有效净值杠杆和价格杠杆都不变。

简单起见,假设A份额约定收益为0(纯为计算简单),且B份额上折方式为净值超过A份额净值(1元)部分折算为母基金。A、B份额数量配比为7:3,上折触发条件为母基金净值达到1.4元,考察B份额持有人折算前后瞬间的组合价值和净值杠杆的变化。

首先来看组合价值。一般认为,上折后一部分溢价交易的B份额会被折为无整体折溢价的母基金(假设2),因此存在价值损失。但事实上,如果A份额的定价具有独立性,而且折算前后其净值与约定收益没有任何改变,那么A份额的折溢价率和折溢价金额也就不会有任何变化。我们不妨假设A在折算前折价10%,即为0.9元,如果



整体无折溢价,那么B份额的价格应该等于  $[1.4 \times (3+7) - 0.9 \times 7] / 3 = 77/30$  元,B份额的净值应该等于  $[1.4 \times (3+7) - 1 \times 7] / 3 = 7/3$  元,其折溢价率同样为10%。折算后,三类份额净值全部变为1元,A份额净值和价格都不受任何影响,原来旧的1份B份额将被折为新的1份B份额和新的  $(7/3 - 1) = 4/3$  份母基金。无整体折溢价假设下,新的B份额的价格等于  $[1 \times (3+7) - 0.9 \times 7] / 3 = 37/30$  元。此时投资者组合的价值应当等于B份额和母基金价值之和,即  $1 \times 37/30 + 4/3 \times 1 = 77/30$  元。不难看出,折算前后B份额投资者组合价值不发生改变。

关键点在哪?原因在于A主导定价权的假设3。由于A独立定价,因此折算前后每份A折价的金额(注意不是折价率)没有任何改变,由此导致需要补偿B份额的溢价金额也不会变化,即  $77/30 - 7/3$  (折算前B的溢价金额)等于  $37/30 - 1$  (折算后B的溢价金额)。

再来看投资者的组合净值杠杆。折算前B份额净值杠杆等于  $1.4 \times 10 / (3 \times 7/3) = 2$  倍,折算后组合变为2部分,B份额净值杠杆等于  $1 \times 10 / (3 \times 1) = 10/3$  倍,母基金为1倍杠杆,此时组合净值杠杆的两项加权平均,即  $(10/3 \times 1 + 1 \times 4/3) / (1 + 4/3) = 2$  倍,折算前后也没有任何改变。

接下来让我们放松一些假设。例如牛市环境下,B的吸引力上升,那么其定价也会具有一定的独立性,具体来说,杠杆越高的品种,相对溢价也会越高。另外,牛市赚钱效应下,套利交易者也不会立即出场,而是持有组合一段时间来分享上涨收益,这样也会导致整体折溢价率的长期偏离。此时应该如何分析上折前的投资选择呢?

投资者可以计算一个B份额折算后的折溢价率盈亏平衡点,将该折溢价率与相同杠杆的近似品种进行比较。若替代品种更高,则折算后折溢价率还有较大的上升空间,可以选择等待折算,反之则不然。

沿用前面的例子,假设折算前母基金整体溢价2%,且全部都由于B份额的溢价所造成,此时折算前B份额价格将变为  $(1.4 \times 10 \times 1.02 - 0.9 \times 7) / 3 = 266$  分,溢价率为14%,假设折算后B份额在折溢价率为X时组合价值与折算前相等,那么以下等式应当成立:

$$266 = [0.9 \times 7 + (1+x) \times 3] / 10 \times (4/3) + (1+x) \times 1$$

计算可得X等于30%,即只有B份额折算后溢价率达到30%时,折算前后投资者才不会发生亏损。

最后再让我们来看看什么因素可以支撑B份额溢价率从14%上升到30%呢?

首先是我们之前提到的牛市当中B份额的比价效应,如果另外一个具有3.33倍净值杠杆的B份额给出35%的溢价,为什么我不行?其次,由于折算后一半的B份额会变成母基金,在上涨的市场环境中,分级基金往往容易出现整体小幅溢价,投资者可以通过拆分母基金,在二级市场变现获利。

分析了这么多,其实一切都要以投资者看好基金投资标的的短期表现为基础。之前分析没有考虑市场涨跌的影响,如果折算期间市场大幅下跌,那么一切分析都是徒劳。只有在不看空标的前提下,才可以计算折溢价盈亏平衡点,并与当前同类品种进行比较,才能决定是被折算还是卖出。

## 债市盛宴渐入转型深化期

□摩根士丹利华鑫基金  
固定收益投资部 施同亮

今年我国将进入转型期的深入阶段。这是一个低速增长与改革并存的新格局。新格局主要体现在几个方面。

第一,我们面临着低增长的延续。近年来宏观政策一直不断采用维稳手段,但经济刺激效果微弱,固定资产投资增速持续下滑,经济内生增长动力依然持续下滑,实体经济意愿较差,私人部门扩张动能较弱。今年,一线城市房地产情况稍显乐观,但制造业整体内需仍不强,上半年经济存在压力。

第二,增长率波动性在减小,即增长弹性减弱。这是过剩产能与政策维稳长期角力后的阶段性平衡。低弹性意味着经济周期的消逝,对市场而言,经济数据的解释力度在下降。特别是增长数据对债券市场的影响性在变差。

第三,“流动性陷阱”正逐渐形成。2014年全年贷款总额近10万亿,达到近年来的峰值,但CPI全年只增长了2%,货币宽松并没有改变通胀预期,甚至面临通缩压力。这其中自然有大宗商品下跌带来的输入性通缩压力。

因此,经济新常态是一个纠结而漫长的过程,2015年,我们仍大概率处于增长下滑与政策宽松的框架之中。货币政策有继续调整的需求,以降低融资成本,放松流动性刺激实体需求。基准利率和准备金率都有下调的空间。随着外汇占款流入减少和人民币升值阶段性见顶,内生性制造基础货币是未来趋势,准备金率和贷存比

放松是短期需要也是长期趋势。而随着理财收益、货基收益下降,基准利率下降并不会对银行存款产品冲击,也是顺应实体利率下行趋势。

从货币宽松政策的初衷看,央行期望着从宽货币向宽信用的转折,但并不能轻言转折,即使目前信贷增长较快,也应看到贷款流向都集中于基建和地产等领域。私人部门信贷需求较差,企业融资额度空闲,票据融资不紧。宽信用是否能转变成功要待二季度节后新开工确定。从年底反应的情况看,一季度仍可能是虚拟经济流动性宽松,实体融资意愿不强阶段。

在这样的背景下,我们仍然看好2015年的债券投资,一季度是个基本面支撑较强的时间窗口,一方面,降息刚刚开始,未来预期仍然较强,连续暂停回购后,降准也在市场预期中。另外,增长和通胀数据低迷,国际原油价格下跌引发全球通缩压力,有利于利率债上涨。一季度新增的银行机构新年配置需求也将支撑市场。

信用债市场上,地方债务管理办法改革引起短期内发改委对债券审批与发行的态度趋紧,一季度城投债供给压力不大。而理财产品规模仍是银行角逐的焦点,信用债需求端并不会减少。在基准利率稳中有降的基础上,信用债收益率和利差有缩窄空间。上半年是债市持有期回报可以期待的时点,资金成本预计较为稳定。短融、中等级的城投债和产业债表现预计相对乐观。

此外,债市的主要风险点在于,第一,信用风险发生预期仍然较高,民营企业高管频繁跑路下马,排名前二十的地产公司遇偿债危机等,暴露了民营企业脆弱的经营环境。大宗价格持续下跌,将对有色金属、煤炭等行业产品价格产生负面影响,全年爆发信用事件的概率很大。第二,股债跷跷板效应仍将持续施压。蓝筹股在连续上涨后估值仍有吸引力,还有进一步吸纳流动性的空间。