

牛兴华、张媛媛:蓝筹修复有赖地产投资恢复

□本报记者 曹乘瑜

估值修复续集 依赖年中数据

中国证券报:2015年股市的关键点在哪里?

张媛媛:2015年首先要判断的是估值修复到底能不能持续,需要什么条件来支撑它持续。

经过2014年的快速上涨,现在A股的估值水平已经很高,相当于2010年-2011年的水平。回想当年,正是中国经济开始出现问题的时候,所以2010年底,股票估值从高位跌下来。现在也可以说估值又到了一个坎儿,再往上走,需要经济层面上比较好的信号。

浅显地说,投资者购买股票,相当于投钱给企业,要赚的是企业的ROE(资本回报),如果ROE往下降,投资者的钱为什么要进来呢?之前,大家认为股市之所以上涨,一个原因是因大类资产配置的转移,资金从房地产和银行理财等领域过来。这个理由看似成立,但是从国外和历史数据来看,如果资金要在股票资产做配置,前提条件在于股票能赚钱,也就是企业的ROE上升。日本在2003年到2006年,美国在上世纪80年代到2000年,都出现过资产从房地产往股市转移的情况,但是背后的根本原因是经济层面向好,企业ROE提升。如果经济一直下行,单纯靠货币宽松,那么估值修复行情难以持续。

中国证券报:如何看待2015年的经济?

张媛媛:关键是看房地产投资能不能带动经济起来。实际上房地产销售已经回暖,但销售对投资的带动作用,有8个月的时滞,所以,关键时点是2015年年中。2015年年中,如果房地产销售能带动投资,经济就会起来,那么周期股、蓝筹股的估值修复可以持续。

中国证券报:如果关键的因素在2015年年中才出现,那么上半年股市会怎么样?

张媛媛:当前市场仍然是资金驱动的行情。此外经济较差,货币宽松预期还在,所以一季度蓝筹行情能够延续。

但是到二季度,市场会出现扰动,扰动在于美元加息预期。市场预期是2015年年中美国开始加息,这一预期会提前反应,导致新兴市场国家的资金流出。中国是资本管制的国家,这种资金流动带来的冲击较小,再加上当前股市情绪较高,这个因素可能被忽略。但是到二季度时,经历大幅上涨之后,市场调整情绪增强,那么美元加息的负面因素可能会在市场上有所体现,因此,我们预期二季度大盘表现将不如一季度。但总体来说,美元加息只是扰动因素,不构成改变市场趋势的核心因素。

中国证券报:如果经济转型见效,2015年ROE提升的应该会是成长型企业,是不是意味着小盘股今年将有行情?

张媛媛:从2014年的行情可以看到,像钢铁这种行业,确实是业绩有增长,所以涨幅很大,可见增长是非常稀缺的。A股市场不缺钱,缺的是增长。成长股增长质量非常好,如果估值调整到位,2015年还是非常重要的一个配置方向。但是现在,成长股的估值调整还不充分,收益空间太小,很难操作。收益空间要打开,创业板的估值水平起码要降到30倍。

创业板另一个问题,是它的融资买入量占市值比例较高,所以创业板应该要有一波比较剧烈的调整,但现在还没有看到。

中国证券报:2015年的投资机会在哪里?

张媛媛:从板块性的机会来看,首先,环保行业的业绩增长,今年会比2014年提速,这是源于环保法的严格实施,部分治理标准的提高。其次,医药行业里有一些新兴方向,例如生物制药中新的治疗方法,新的药物等值得关注。此外,TMT里信息安全方向、新能源汽车的行业增速也比较高。

2014年,建信基金创造了股债双牛的整体性投资业绩。银河证券基金研究中心数据显示,建信旗下权益类和固定收益类基金平均净值增长率分别达到28.63%和22.43%,在近70家可比基金公司中分别位居前30%和前26%。

具体到单只基金的投资业绩,Wind资讯数据显示,建信转债增强债券基金凭借97.24%的年净值增长率,在所有开放式基金中排名第2,一举拿下债券类产品业绩冠军;银河证券基金研究中心数据显示,建信基金旗下多只权益类基金业绩同样跻身同类基金前十,如建信上证社会责任ETF联接基金以60.59%的年度净值增长率,位居指数型基金第6位,建信恒稳价值、建信优化配置混合基金分别凭借43.82%、28.76%的年度净值涨幅跻身混合型基金业绩前十。

谈及A股市场未来表现,建信基金策略研究员张媛媛认为,当前蓝筹估值修复行情的持续性不容乐观,尤其是在二季度以后,经历前期大幅上涨后,加上美元加息的扰动因素,需要更多来自基本面的利好来支撑。“关键是看年中的房地产投资表现情况。”

而对于债市的展望,建信稳定得利基金经理、建信基金固定收益研究小组负责人牛兴华认为,货币宽松和经济基本面下行、通胀维持低水平将对债市形成支撑,但是此前债市降息效果不及预期,加上年中经济有企稳可能,收益率下行的空间不大,将面临窄幅震荡。短久期利率债将是短期内的配置品种。整体而言,2015年债市投资需要较高的操作水平,投资者需谨慎挑选基金。



牛兴华,硕士,2008年毕业于英国卡迪夫大学国际经济、银行与金融学专业,同年进入神州数码中国有限公司,任投资专员;2010年9月,加入中诚信国际信用评级有限责任公司,担任高级分析师;2013年4月加入建信基金管理公司,任债券研究员,2014年12月2日起任建信稳定得利债券型证券投资基金管理的基金经理。



张媛媛,硕士,2009年毕业于中国科学院研究生院投入产出经济学专业,同年加入中投证券,任策略研究员;2011年加入长盛基金管理公司,任宏观策略组组长;2014年10月加入建信基金管理公司,任策略研究员。

降息降准短期难见

中国证券报:2015年货币政策会有如2014年11月份降息那样的大动作吗?

牛兴华:目前,直接融资渠道受到严格监管,现在还没有找到一个很好的替代品,所以短期资金解决,可能要通过央行在货币层面的宽松。在年初的时候我们测算过,要完成GDP7%的增速,有大概3万亿左右的资金缺口,这个资金缺口要央行配合做很多的动作。

但是短期来看,央行态度非常坚决,认为货币总量没有问题,而是结构问题。此外,2014年11月份的降息并没有达到央行的目的,各大行的贷款利率仍然高高在上,并且造成股市大幅度的上涨反应,所以央行对于降息手段的使用,目前还处在降息之后的效果检测期。第一次降息之后,它的效果目前还没有达到,可能会通过其他的手段来实现第一次降息的目标。

虽然经济情况倒逼央行放水,但是从上一次降息之后到现在已经有近三个月,央行态度较为强硬,市场也在调整自己的预期,所以目前的收益率向下,但再往下来的空间不大,而且去年确实把降息预期打得太满,市场已经提前反应。

所以,债券价格方面,今年已经没有太多的想象空间。但是经济基本面还在持续向下,对债市形成支撑。总的来看,今年债券收益率会处在一个相对窄幅的震荡区间,大的趋势性机会可能并不会出现。

中国证券报:为什么说今年的基本面对债市是支撑?

牛兴华:从经济局势来看,经济的复苏相对不太乐观。首先,制造业方面,PMI还在往下走,新订单指数表现相对疲弱;其次,地产方面,虽然一二线城市地产数据逐渐显得积极了些,但从对地产商微观的调研来看,还是处在去库存阶段。房地产销售的积极数据能否传导到投资的积极性上来,还有待观察。我们预计,地产行业仅有可能会出现边际好转。因为今年如果要保证GDP7%的增速,地产和基建目前来看还是两个比较大的板块。如果地产投资增速下降太多,会有经济失速的风险,所以预计后续政府对地产仍将有支持政策。但尽管如此,仍然不构成目前基本面反转的基础,所以说经济的基本面还是处于走弱的阶段,有利于债市。

从通胀来看,近期,一些食品价格在下降,大宗商品价格在暴跌,全年来看,通胀问题并不大,对债市形成支撑。

中国证券报:你会采取什么样的债券配置策略?

牛兴华:在配置上还是会延续稳健的配置策略。

利率债方面,由于未来存在降息的可能性,所以为防止踏空的风险,不能完全不配置,但是必须缩短久期。如果把久期拉得太长,一旦债市调整,会面临风险。短期来看,一季度,会配置中等久期的利率债,长期则需要边走边看。如果经济企稳,央行在货币宽松的态度上可能转变,边际上资金趋紧,所以上半年来看利率品这边还是机会可期。

转债方面,和2014年相比,2015年在操作层面上可能不会有这么牛的局势。转债是跟着正股涨的,任何一个产业都不可能一直上涨,对现在的大多数转债来说,其转股溢价率已经很高了,一定会有调整,但在春节前我们对转债还是相对乐观。首先,从存量来讲,转债具有稀缺性。从2014年初的1600亿元,到现在只剩600多亿元,而市场上有很多转债基金,需求较大。这个逻辑依旧存在,存在向上的空间,但操作难度也很大。

信用债方面,过去较受追捧的城投债,我们短期内不会参与。因为地方政府债务清理甄别结果于1月5日汇总到财政部,但哪些会被回归为政府债务还不清楚,什么时候公布结果也不清楚。在这件事落地之前,大家对城投债偏谨慎,至少新发城投债,我们短期暂不参与。

中国证券报:城投债受限后,存量债务怎么化解?项目收益债和资产证券化有没有可能取代城投债?

牛兴华:对于存量债务的化解,目前并没有很清晰的方案,但是中央层面在反复研究、推广PPP模式(Public-Private-Partnership,公私合作)。

但是,PPP短期很难担当大任,因为PPP做公私合营的模式,改变了企业的股权关系。所以,政府是否愿意拿出好的公共事业和有特许经营权的资源是个问题。政府拿出的资源对于民间投资者来说,是否有足够的吸引力很重要,在试点上可能有很多的摩擦与尝试。因此,PPP短期内要形成规模并取代城投债还比较难。

项目收益债是城投债和PPP的一个折中方式。因为项目收益债不改变项目公司的关系,还是等于政府融资,只是把项目剥离出来作为一个主体,但是这个在法律层面来讲,其实跟母公司、即现有的城投公司很难摆脱关系。其与行政部门的对接,是以母公司的口径来对接,从法律机制上来讲,项目公司还是没有做到完全的独立。