

# 上善若水 曲折孕育新生



□上海朱雀投资

新年伊始,上证综指以阴线报收,结束了月线八连阳。表面上看是规范“两融”打断了指数奔腾的进程,根本原因则是在经济增长现实压力和金融信用风险上升的背景下,金融地产等周期性板块估值修复与基本面的背离加大,引发股市杠杆率的波动并导致震荡加剧;同时,创业板创出历史新高,联袂中小板指共同收获2014年以来最大的月阳线,表明

受益和引领经济转型领域的优势公司的慢牛格局没有改变,反而加大了对相关指数的影响。

2014年,股债市场双丰收,这是资金选择平衡各大类资产风险收益的结果,2015年是深化改革的关键之年,经济增长继续放缓的同时经济结构有望改善,效益有望提升。在紧信用、松货币、加大直融比例的背景下,居民资产配置向金融尤其是权益资产转移的进程才刚刚开始,主板市场实现注册制和依法退市以及新三板的逐步成熟都将促进这一进程。

上善若水,震荡和调整孕育新生。

## 经济增长放缓 进程中存在不断反复

1月制造业PMI数据在26个月之后再次跌破了荣枯线,这印证了2015年经济内在的下行压力;地产方面,峰值投资规模收缩趋势难改;基础设施在投资赚钱项目减少之下需要政策支持;制造业产能过剩尚在化解之中,而行政化合并又抑制了一些企业的竞争和创新动力;“一带一路”旨在提高中国与亚洲其他国家的经济融合度以及在亚洲的政治经济地位,但短期难以落地,过程也有不确定性,丝路基金等市场化运行需要时间;PPP利益关系复杂,海外经验亦不成熟,还处于摸索阶段。

深化改革从长期看能够提升效率,只是在新的激励机制建立起来之前,地方政府和国企投资会出现积极性降低的情况。

要实现2020年建成全面小康社会的目标,6%的GDP增长率是底线。我们预估,今明两年经济面可能是最困难的时期,这段时间如果短期经济下滑速度过快,金融风险,尤其是区域性风险增大,而结构改善则将成为宏观经济增速放缓过程中的亮点。

## 全面深化改革稳中求进 破解各项难题

中央指出全面深化改革,既要取势,

又要取实。这意味着深化改革不同于反腐狂飙突进,它可能更多采取稳中求进的方式;反腐降低的动力,有待长效机制建立提升;国企改革需要自上而下地取得突破,同时通过自下而上试点积累经验,当然其中也存有阻力;此外,土地改革在中央定调之前也难以大动。

要稳增长就需要财政政策发挥更大作用。2014年财政政策未能完成1.35万亿的预算赤字安排,赤字率为1.8%,较2013年的1.9%不升反降,与年初确定的积极财政政策方向相悖,部分抵消了流动性放松的效果,对于经济增长放缓雪上加霜;在中央和地方债务并表的情况下,中金预计2015年中央财政赤字1.5万亿,赤字率2.2%,否则不仅经济增长压力加大,且在预算法约束下,在一些土地出让金收入与税收收入均大幅下降的区域,地方政府或面临“财政悬崖”。不积极的财政政策需要转向,而宽财政亦有赤字扩大的压力,这些都需要从深化改革层面破解。

## 人民币不会明显贬值 汇率稳定为宽货币创造条件

正如投资者可能对反腐间接影响投资等估计不足,市场短期对资金“脱实就虚”下的货币政策前景可能也过于乐观。央行多次表示,在经济结构调整过程中,货币政策应防止过度“放水”,对通缩亦表现出容忍度,央行行长周小川甚至罕见要求“股市的参与者要以关注上市公司的基本面为主”。虽然现实中降息降准也许能部分改变对通缩的预期,但实体经济的问题首先在于没有需求,传统模式和干预手段的边际效应在递减;其次,货币政策传导机制伴随银行理财的崛起也已经发生了巨大变化;第三,人民币贬值使得货币政策处于两难境地;另外,美联储一月议息会议鹰鸽两派之间的模糊表态给未来美元加息节奏、幅度变化埋下了伏笔。这些都给市场留下一致通缩

预期的隐患。

在美元升值背景下,近期人民币快速贬值,说明人民币汇率趋于均衡后更易受到外部因素的影响,目前人民币采取爬行盯住一揽子货币,并在一定程度内自由浮动的汇率政策,占比较多的美元走势对人民币汇率影响最大。另一方面,观察兑美元中间价变化,贬值也可能与央行有意放任有关,可控情况下适度贬值有利于缓解出口部门压力。近期证监会主席肖钢表示人民币对在亚洲的强势地位的诉求,加之各行业退税增加也表现出不会引导汇率连续贬值的意图。长期看,人民币国际化是强国梦的核心任务之一,政治经济稳定和军事逐步崛起会提升国际地位,国际贸易盈余和金融市场健康有利于币值的长期稳定。因此,人民币难以明显贬值,汇率稳定利于维稳国内资产价格,也为降准降息创造条件。

如上所述,近期,通缩预期可能埋下资产价格波动和负面影响的隐患,渐进式深化改革和资本市场高涨的预期之间存在一定差距;注册制和新三板市场一起极大丰富投资标的,也迅速降低主板市场二三四线高估值公司的性价比,结构上风险和机遇并存,因此,现阶段战术上应强调防守反击。长期看,经济增长放缓和结构改善有助于企业盈利提升,利于A股进入基本面驱动的慢牛行情,改革决心和流动性宽松下社会存量资产配置转移也在战略上奠定了中长期牛市的基础。

资本市场与房地产业的泡沫不同,它以更加市场化的方式催生一批有理想有能力的企业快速壮大。在发达经济体崛起的过程中,企业创新占据了核心位置,资本市场投资成功的关键在能够抓住时代潮流趋势。互联网对传统经济变革中提供了莫大的机遇,目前传统产业和新兴产业互相渗透,未来的巨人既会来自新兴产业,也会由传统产业变身,关键在于谁能更高效地满足客户需求。

# 今年债券牛市有望延续

□南方基金 李璇

2015年债市的投资策略如何?在通缩特征突出的经济背景下,债市的投资价值仍然值得关注。我们认为,当前经济基本面和货币政策仍有利于债市,2015年债市牛市行情有望延续,上半年或好于下半年。可转债方面,由于股市上涨的逻辑没有发生变化,可转债中期趋势乐观,可关注四类题材转债标的。

2015年支撑债市的经济基本面和货币政策没有发生变化。经济“新常态”意味着在保证就业和不发生大规模债务违约的前提下,政府对经济增速减缓的容忍度提升,预计今年经济增长的目标将进一步下调。从房地产市场来看,降息后销售有一定的回暖,但由于二线库存较多,长期抚养比发生改变抑制了房地产投资冲动,近期新开工数据仍不太乐观,未来房地产投资对经济的拉动作用有限。制造业投资也处于下降的趋势,固定资产投资主要依靠高铁、机场等基建项目拉动,难以带动经济的大幅回升。通胀方面,2015年全年的CPI预测是1.6%—1.8%,较去年进一步下降,根据最新出炉的经济数据,今年1月份的PPI同比只有-4.3%,已经连续35个月负同比,CPI为0.8%,大幅低于市场预期,经济通缩特征明显。

政策上看,中央提出财政政策的赤字,国开行通过注入流动性,发挥第二财政的作用,为财政政策提供保障,从而对基建投资形成保障,稳定经济,另外财政政策也将为防止系统性风险提供保障。货币政策上,中央经济工作会议及央行四季度货币政策报告定调稳健的货币政策为“更加注重松紧适度”,未来的货币政策更多要起到托底和维稳的作用。如果经济增速再失速的话,央行可能再次降息。而降准主要是考虑到基础货币投放渠道变化情况,为保持流动性合理适度进行的对冲。

对于政策出台的节奏,我们认为,上半年货币政策空间较大,如果1、2月份经济数据不佳,3月份降息降准的可能性较大。海外多个国家争相放水,也为我国宽松政策提供了空间。而下半年如果美联储进入加息周期,货币宽松政策将受到制约。

整体来看,2015年债券市场牛市有望延续,由于目前收益率已经处于偏低位置,债市可能随市场预期呈现震荡态势。

具体到债券投资品种,我们认为,今年利率债需要把握阶段性机会。信用债方面,12月调整后,收益率回到适当的水平,具备配置价值,上

半年投资时机或好于下半年,建议积极精选个券。当前比较看好优质产业债和地级市以上的城投债,但由于经济已经持续低迷2年以上,并且去产能政策导致企业资质分化,部分产业债的信用风险有所增加,需要警惕。

可转债方面,中期有望保持比较乐观的趋势。虽然今年可转债开局不佳,但目前股市上涨的逻辑没有发生大变化,一方面是货币政策上经济托底,降低尾部风险,新常态下的经济结构调整也需要比较活跃的资本市场;另一方面是股市的赚钱效应也在形成正反馈,房价中期上涨的预期现在是在减弱的,货币理财的收益率也在下降,使得居民资产配置现在对股市应该是情绪上有一定的好转,所以配置上也会逐步向权益市场转移。当前存量的可转债纷纷公告强制赎回,但随着新可转债和可交换债的出现,将为我们提供比较丰富的投资标的,可转债仍然值得积极关注,主要关注个券。

题材上可重点关注四类:1、有国际竞争优势和估值优势的蓝筹标的;2、热点题材,国企改革、一带一路、区域经济发展、自贸区、核电等;3、白马成长回归,这是今年以来市场的一个热点;4、相当于条款博弈,需关注一些转股意愿强的中小盘转债。

# 牛市中场 震荡加剧 远离喧嚣

□上海理成资产合伙人、基金经理 杨玉山

今年以来,沪深指数出现调整,去年底强势的金融、“一带一路”等行业、板块跌幅居前,市场是否结束了去年以来的上涨行情?好多投资者表达了担忧。在理成年初举办的客户年会上,我们发布了理成2015年市场展望,判断2015年市场虽然将延续牛市氛围,但面临的不确定性因素在增加,市场不会呈现像2014年最后一个季度那样单边上扬的行情,震荡幅度将会加大,因此理成资产认为2015年证券市场将呈现“牛市中场,震荡加剧”的行情特征。今年以来市场的表现也基本符合我们的预期。

过去一个季度,以大金融板块为首的大市值个股带领市场一路过关斩将,沪深300指数季度涨幅高达40%。行情走好,赚钱效应出现,引发了许多新投资者跑步入市,许多初入市的投资者通过各种方式增加自己的杠杆。他们在2014年第四季度的投资收益颇丰,市场中出现了“大妈”收益超过“专业投资者”的现象。然而,许多新投资者对证券市场尚不熟悉,对所买的公司更不了解,对杠杆入市的风险也无警惕心理。面对波动的行情,许多投资者可能是惊喜,也可能是惊慌。

理成资产认为,市场的疯狂必然引发市场的躁动,远离喧嚣,投资者的

心里应该静如止水。投资,买的是行业趋势更是公司的趋势,买的是行业未来更是公司的未来。如果投资者了解自己的持仓,相信短期的波动后,好公司会有好价格,好公司会带来好收益。投资者不应该太在意过去一个月或一个季度的短期波动,更应该关注两年、三年或是更长期的表现。

对于一个非专业投资者,怎样判断行业的趋势,怎样把握公司的未来呢?理成资产认为,投资源于生活。我们的周围充满了各种上市公司的产品,从衣食住行,到教育娱乐,再到吃药看病,甚至已经有殡葬类公司上市。一些投资者可能尚未察觉到,实际上他们自己每天都在使用上市公司的产品。例如你可能在京东网购物,喝伊利的牛奶,吃双汇的肉食,夏天使用六神花露水,冬天可能穿波司登的羽绒服,可能坐南北车生产的高铁,也可能乘坐国航的航班。虽然投资者不一定使用每一家公司的产品,但可能对某个公司的主要产品很熟悉,知道它的质量好不好,它的销售好不好,它的前景好不好。如果都把平时忽略的信息收集起来,可能有助于增强你在这方面的判断力,对这个产品的未来有自己的判断,由此会在证券市场中发现机会。

有心人,能把身边的机会抓住了,你可能会在证券市场很成功。因为上述萦绕在我们身边的机会集中于各类消费行业,这些行业容易诞生牛股,投资者也容易挖掘出牛股。