

震荡无碍强牛 耐心捂股待涨

券商点金指

中国版QE何时到



□许维鸿

2015年一季度中国股票市场的火热,超过很多投资专家的预期,似乎再次印证了A股“短牛、长熊”的规律。究其根本,中国资本市场发展不均衡,可供个人投资者选择的渠道少,在房地产投机退潮、地方政府债务信托渠道受阻的情况下,预期中的中国版量化宽松政策(QE),成为各路资金齐聚股市的合理选择。

即便是相对平稳的银行间债券市场,在过去一周的剧烈震荡,也让很多投资者猜测是资金“搬家”的结果。但是,如果我们更加深入分析债券市场内部结构性的变化,就会发现以国开行债券为代表的利率债相对跌幅,明显高于以城投债为代表的信用债,这就意味着无风险利率上涨似乎是这一轮债券价格下跌的表征。要知道,无风险利率是股票价格的重要参照基准指标,债券市场的波动会不会传到股市呢?

答案是显而易见的。任何关于基准利率的波动,都会直接影响到股市资金成本,特别是目前高融资产融券余额下的高资金杠杆,更是对资本市场波动非常敏感。虽然市场对中国版QE的传言“有鼻子有眼儿”,但我认为这远不具备说服力。中国的债务问题主要是四万亿投资带来的巨额地方政府债务,只要形势不够严峻,没有中型以上商业银行面临破产危机,央行很难下决心祭出QE,因为QE的负面效果也是显而易见的。

中国版QE虽然对债券市场和股票市场是核武器般的重大利好,但是对中国经济的负面影响却不容小觑。参照美国几轮QE的经验,如果中国央行扩大资产负债表,把坏账风险更高的地方政府债务纳入央行本币资产池,势必将加大本币供给、对冲外币资产池的规模,降低国际资本对人民币信用的评级,人民币汇率下跌就是大概率事件了。

中国毕竟还是一个强烈依靠外向型工业出口的国家,而且结算货币还是以美元为主,人民币维持一个稳定的兑美元汇率,是中国宏观经济稳定的预期保障。特别是中国国家战略“一带一路”正处于关键性的基础机制的构建阶段,一个稳定且略强硬的人民币汇率水平,是沿线国家参与亚投行等投资机制的信心来源。

另一方面,随着美国经济的根本性好转,美联储加息预期逐渐升温,美元重新回归强势姿态,人民币国际化进程面临挑战。进入2015年以来,以人民币为结算货币的境外结算规模有逐渐萎缩的趋势,如果人民币再进入贬值预期通道,人民币国际化进程很可能夭折,那就是不能由此引发对人民币汇率稳定的预期变化。

中国版QE博弈的另一方,是财政部和地方政府。很多近期到任的省市领导,都不禁感慨“三十年河东、三十年河西”,既要盘活存量坏账,又要面临经济发展转型困局;既要解决民生问题,又要解决发展问题,资金从哪里来呢?

雪上加霜的是,财政部“3号文”把地方政府融资平台信用举债的渠道断了,寅吃卯粮的传统模式不再适用,地方小贷公司早已哀鸿遍野,而迷信政府信用的商业银行也开始担忧。因为存款保险制度实施后,个别中小商业银行破产不会再像以往那么严峻,或有坏账比例高的中小银行,现在唯一能做的,就是尽量拖延债务违约时间和降低坏账比例,一直坚持到中国版QE推出的那一天。

可见,中国版QE并不是像美国QE那样简单的资产信用置换,而是包含更深层次的改革含义。在财政部看来,通过对地方政府债务存量的PPP改制,促进中国各级地方政府投融资体系改革,增加全口径预算管理透明度,提高中央转移支付使用效率,才是本轮存量债务危机的预期目标。

因此,容忍经济增速暂时下行,容忍债券市场短期内波动,对无风险利率短期内的上升不加干预,允许个别地方政府债务违约,甚至允许个别地方国有金融机构破产重组,都是可以接受的改革成本。如果真是如此,债券市场对财政部改革决心的解读也许才刚刚开始,股票市场一旦清醒过来,中国版QE预期落空,配合通胀的高估风险释放,应该会引发一轮像样的调整行情。

本周A股重拾强势,主板指数和创业板指数再度上演新高秀,强势格局能否延续?市场风格将如何演变?投资者应如何把握机会?本周财经圆桌邀请兴业证券首席策略分析师张忆东、申万宏源证券高级策略分析师谢伟玉、广发证券策略分析师郑恺三位嘉宾,共同展开讨论。

强势行情将延续

中国证券报: 上周的震荡是否已经结束?强势行情能否延续?

张忆东: 至少在4月中旬之前,强势行情仍有望延续。首先,短期增量资金入场惯性强大。最新一周计算的沪深合计新增股票账户数创历史新高,证券市场交易结算资金期末余额持续维持1.6万亿元左右。社会财富向资本市场再配置大潮汹涌,除非出现类似1996年“12道金牌”或者2007年“5·30”之前的连续股市政策调控,否则,这些新开户新入场资金有望延续A股短期强势上行惯性。其次,改革及各种稳增长政策,有助于降低市场对于系统性风险的担忧,进而提升A股的配置吸引力。近期,各种兼融民生、调结构和稳增长的政策,都有利于提升价值股的风险偏好,推动大盘短期估值中枢稳步上移,并刺激那些高度凝聚人气创业板、成长股“任性”上涨。需要观察的风险点是4月中下旬是否出现货币政策该“松”不松,或者股市监管力度进一步加大。

谢伟玉: 震荡并未结束,大方向向上。新股发行市场短期可能小幅调整,但不改变指数向上趋势。未来半年,强势行情有望延续,主要原因是居民大类配置从实业、房地产等转移到股市的趋势短期不会停止。

郑恺: 最近半年国内货币政策和财政政策都在向进一步宽松的方向发展,且居民存量资产向股市转移的步伐也在加快,因此大盘蓝筹股估值上行也在情理之中;另一方面,受兼并收购资产并表影响,去年下半年以来创业板业绩出现明显加速,新兴产业扶持规划也陆续出台,这些都推升了创业板的估值上行。

目前来看,今年二季度的通

胀和房价压力都会较低,而宏观数据依然疲弱,这意味着政策放松有望进一步加码,同时也意味着地产和理财产品的资产配置率很难回升。因此今年二季度A股市场仍将处于非常良性的环境中,建议投资者积极参与,即使有震荡也是短期的。

风格均衡机会多

中国证券报: 本周市场风格出现多次风格骤然转换,资金是否在进行调仓换股?市场风格将如何演变?

张忆东: 其实不应纠结于风格转换问题,这并不是行情的关键问题,重点在于按照自己擅长的投资风格来参与牛市即可,不必频繁调仓换股。我们一直强调,这是一轮大牛市,有两条主线即改革相关的价值股和成长线相关的成长股,两者都会涨,所不同的只是行情节奏和阶段性的相对收益。2013年到2014年上半年是创业板为代表的成长股牛市,而2014年下半年则是在改革旗帜下的价值股大牛市。

我们判断2015年蓝筹股价值股对应的上证综指和沪深300指数,以及成长股对应的创业板、中小板指数都会收获涨幅。虽然代表成长股的指数涨幅很可能比上证综指大,但是,从赚钱的角度则各有千秋,蓝筹股价值股下行风险有限,底部稳步抬高,适合利用融资杠杆做波段;而成长股经过连续大涨之后,鱼龙混杂,更适合精选投资。所以,按照自己熟悉的投资风格进行投资就有收获,最怕踩错节奏,追涨杀跌,导致两边挨巴掌。

每轮大行情涨幅最大的一定是对经济推动最强的行业,这是我们先前提出的“风口上的鹰”这一概念,鹰是搏击长空,即使下来还会高飞。2015年是互联网+,利用互联网商业模式重新塑造中国经济、推动中国经济转

型,成为时代最强音,因此,2015年年初至今,A股市场呈现出成长股行情占据主导的风格也很正常。大盘蓝筹股是“风口上的猪”,需要政策面和基本面多因素利多共振,趋势在的时候往往一鼓作气,但是快涨之后需要修整,等待新的利多。

近期,虽然市场多次风格骤然转换,但总的来说,还没有形成压倒性的改变,总体依然是成长股自下而上的风格占据主导,但是,价值股投资的风险收益比开始明显改善。我们预期,后续市场风格将阶段性呈现价值和成长风格均衡化,短期都会有机会,但是震荡风险都会加大。

谢伟玉: 从我们和机构投资者沟通的情况来看,看多者居多,看多成长股的居多。不过,3月下旬不少机构冲高略降了一些仓位,但不至于大幅减仓成长股,更不会追蓝筹,一是因为风格偏好,二是目前仍是年初而非年末,大幅调整组合的参与不大。一些价值投资者坚持不参与高估值的成长股,冲高不追,回落更不碰;一些投资者深刻认识到政府的转型决心和成长股潜力,更倾向于借回调调整结构,从均衡到偏向成长,他们会逢低买入成长股。我们预计短期市场回调后,会有不少资金涌入并推升成长股,“互联网+”是我们今年最看好的“恒星”,但国企改革方案出台后,蓝筹或有一波崛起。

郑恺: 二季度的通胀和房价压力较低,而宏观数据依然疲弱,这意味着政策放松有望进一步加码,大盘股有望迎来估值修复的最后时机,“大小齐涨”可能是二季度的市场风格。

下半年,可能出现的潜在风险在于房价和通胀。地产销量从去年四季度以来开始回升,而地产宽松政策也在进一步加码,这可能会使房价在今年下半年出



兴业证券首席策略分析师
张忆东



申万宏源证券高级策略分析师
谢伟玉



广发证券策略分析师
郑恺



主持人:本报记者 张怡

现回升;而除美国以外全球其他经济体均处于货币宽松周期,到下半年可能逐渐对实体经济需求形成拉动,进而对大宗商品价格形成支撑,并给国内带来“输入性通胀”压力。因此,今年下半年,国内的房价和通胀都可能先后见底回升,届时则会制约市场对进一步宽松政策的预期,从而对大盘股的估值形成压制。

耐心捂股待涨

中国证券报: 当前投资者应该布局哪些品种?是持股待涨还是短线操作?

张忆东: 市场连续上涨之后,无论蓝筹股还是成长股都积累巨大的获利盘,因此,短期震荡风险有所加大,短期行情双向波动幅度加大,因此应该立足长

期牛市进行布局,不必过度进行短线操作。

首先,从风险收益比考虑,应适当提升金融股、地产股、农业股、资源股配置。当前,稳经济的压力依然较大,预计后续财政政策、货币政策乃至房地产行业政策将继续推进,债务置换等改革措施也会尽快落实,有助于价值股反弹。

其次,建议关注改革热点的共振效应,《中国制造2025》可以和国企改革、一带一路、东北等老工业基地振兴、互联网+、工业3.0、军民融合等结合起来,从而产生自下而上的投资机会。

第三,对于成长风格的投资,可利用创业板的震荡,低吸商业模式清晰、具备流量优势或

者牌照稀缺性的互联网公司。

谢伟玉: 我们认为,“互联网+”(包括工业4.0)仍是“恒星”,全年将跑赢指数,尤其是移动医疗、智能电视、智能穿戴,而新能源汽车、体育教育等新兴服务业、国产软件、民参军、基因测序、环保、迪斯尼等则是“行星”。

在经济转型背景下,也需要在价值股中寻找Alpha,可能是转型“互联网+”、国企改革、一带一路(高铁、建筑),供给收缩,成本下降(航空、化工)等。因此,投资者要重配“恒星”,把握“行星”,切忌留恋“流星”——纯概念炒作的壳资源标的。

郑恺: 由于大趋势向上,即使有调整也是短期震荡,因此不建议投资者短期频繁换仓。

■ 中证之声

京津冀一体化升温 概念股业绩整体乐观

□本报记者 李香才

京津冀一体化战略提出已经有一年之久,规划推出预期也在不断升温。中国证券报记者统计发现,已经公布2014年年报的12家京津冀一体化概念股整体盈利同比增长近三成。为抓住这一机遇,相关公司在年报中也对未来工作进行部署。综合当前各方信息来看,交通一体化、环保治理、产业对接等有望成为京津冀一体化关注的重点方面,相关基建、房地产、环保等公司值得关注。

相关公司提前布局

根据Wind资讯统计,截至4月2日,27家京津冀一体化概念股中已有12家公司公布2014年年报。12家公司合计实现营业收入8156434.09万元,同比增长40.97%;合计实现归属母公司股东的净利润399339.34万元,同比增长28.82%。从营业收入来看,华夏幸福实现营业收入最多,天房发展营业收入增幅最大。12家公司中7家公司营业收入同比增长,现增长,5家公司出现下滑。从盈利情况来看,华夏幸福实现盈利最多,沧州大化则亏损1.92亿元。2013年业绩出现亏损的首钢股份和廊坊发展2014年成功扭亏,巨力索具、龙星化工业绩出现下滑,其余公司实现业绩增长。

华夏幸福可谓京津冀概念房地产龙头,华夏幸福在2014年年报中称,公司产业新城开发建设业务主要集中于河北省廊坊市、张家口市、秦皇岛市等环北京区域,2014年正式与保定、任丘、涿鹿、房山等地政府签订合作协议,进一步巩固公司产业新城业务在京津冀区域的领先地位。公



新华社图片

司投资运作的产业新城项目还包括文安园区、广阳园区、昌黎园区、霸州园区、永清园区、保定白洋淀科技城、任丘区域等,这些区域目前部分处于建设起步阶段,部分处于规划定位阶段。公司表示,2015年将围绕国家三大战略重点区域进行拓展布局,巩固京津冀,积极布局长江经济带,谋划卡位“一带一路”和自贸区,并尝试在海外开展业务。

成功实现扭亏的首钢股份在年报中称,未来将集中力量在重点区域做优做强钢铁业,成为北京市率先落实京津冀协同发展战略的实施主体,成为实施京津冀协同发展战略的平台和纽带。

三方面挖掘受益股

京津冀三地人口总量、GDP总量分别约占国内人口比重、

GDP比重的7.71%和10.6%。京津冀一体化已经上升为国家战略,凸显出京津冀三地协同发展的重要战略意义。

需要注意的是,北京、天津、河北的两会政府工作报告中无一例外均将京津冀协同发展列为今年工作的重点之一,表明地方政府也将加大力量推进一体化战略。河北省提出,积极配合国家编制京津冀协同发展总体规划和专项规划,组织编制河北省与京津冀协同发展规划方案,推动交通互联互通、生态共建共享、产业对接协作等。天津提出,积极构建京津冀协同发展共同体,深化与北京科技创新合作;积极推进京津冀及周边地区大气污染联防联控;交通方面,将加快推进京津冀机场引入线、南港铁路等项目建设,推动京津冀第二机场规划立项,

建成京秦、津汉等高速公路,开工建设津石高速公路。

根据顶层设计规划方案,结合京津冀三地一体化协同发展方面的布局来看,京津冀一体化有望率先在交通一体化、大气污染治理、产业对接三个方面实现突破。按照这一逻辑,京津冀区域相关建筑、地产、环保等行业公司有望受益。

建材相关公司中,冀东水泥、金隅股份等公司值得关注。房地产公司中,华夏幸福、荣盛发展、廊坊发展等在北京周边布局的公司有望受益。环保公司中,可关注河北本地上市公司先河环保。京津冀一体化发展也有望使土地增值,三友化工在唐山曹妃甸区及附近拥有20万亩优质土地,唐山是京津冀一体化核心受益城市,而曹妃甸则是重中之重。

量化投资大有可为

□大摩华鑫基金公司 王联欣

量化投资可以通过技术手段实现完全的程序化交易,以回避“人性的弱点”,但完全的程序化交易并不等于绝对的收益风险比。因为每一个交易模型都是在一定量的历史数据和基本假设上建立的,而资本市场具有不确定性,过去的历史数据和基本假设不一定适用于未来。所以量化模型也只能竭尽全力做到保证盈利的概率,而不是绝对性。这也导致诸多量化投资基金在市场行情出现极端变化的时候,也会像其他主动型投资基金一样,发生急剧震荡。

回顾2014年,我们发现并不是所有的阿尔法模型都遭受打击,其中有一些精选的价值策略不仅回撤幅度很小,还能够有可观的超额收益入账,其在2014年全年的表现更是可圈可点。但从历史回测结果看,这类模型具有一个普遍的劣势:年均超额回报并不明显。然而高收益风险比模型始终是量化投资不可缺少的一部分,尤其是在市场相对有效的美国,价值因子驱动的量化模型受到诸多机构投资者追捧,随着资本市场结构的逐渐完善,真正有效的价值类策略也会受到越来越多投资者的关注。

相反,去年年底回撤较大的阿尔法模型也具有一个普遍特点:年均超额回报极高。这一类模型是我国量化、对冲基金的惯用策略,在我国A股市场近十年表现突出。它们往往倾向于小盘成长风格的股票,因此能够受益于我国资本市场的市值效应。但

随着蓝筹行情的突然启动,这一类策略往往容易遭受巨大打击,而这也是选择这一类策略必须承担的风险之一。长期来看,只要市场逻辑没有发生根本性的变化,过去具有极高年均超额回报的阿尔法模型未来有可能取得同样的高回报,投资者需要考量的是其高收益背后是否隐藏着匹配的风险等级。只要风险价格合理,模型就值得深挖,尤其是在量化投资方向未艾的中国市场,这一类高回报策略依然大有可为。

此外,好的择时模型在行情急剧变化或风格轮动明显的市场中也显得尤为可贵。因为对大多数投资者而言,准确择时是十分困难的。究其原因,在于影响市场的变量非常多,包括政策调整、利率波动、市场情绪等,而其中诸多变量又难以量化。但这并不意味着择时毫无意义,因为我们可以通过择时信号对投资计划作出适当调整,并在引入止损止损技术的同时,构建一套能够及时吸收并消化新信息的交易系统,即使择时的准确率不高,依然有助于改进传统投资策略。

除了传统的阿尔法模型、择时模型外,最近兴起的新闻挖掘等事件驱动类策略也不断丰富着量化投资的舞台,其主要假设是市场对信息的消化具有延时性,因此在特殊事件发生后及时买入关联标的就可以获得超额收益。新闻挖掘等事件驱动类策略的蓬勃发展为量化投资打开新视野,也再次印证量化投资作为一门科学的投资技术,只有精益求精才能持续盈利。