

牛市更重独立思考 坚定前行

□浙江盈阳资产投资总监 薄君杰

尽管浙江盈阳旗下的盈阳7号成立3个月收益率接近170%，排进了朝阳永续统计的私募基金股票多头的第七名，但当中国证券报向我约稿时，我内心还是有些犹豫：一方面自己做投资以来，很少有时间提笔写文字与公众交流；另一方面，毫不避讳地说，面对当前的市场，我和很多投资者一样，内心也同样纠结。2014年初，我们坚定看衰利率、看涨股权投资，坦率地说到目前为止，A股市场、以及新三板等股权市场的繁荣超出了我们的预期，而且很难用传统的基本面模型或者经济学理论去解释。

泡沫是很难确定的，除非它破了”，格林斯潘的至诚名言也适用当下的A股市场。预测很重要，但应对更重要”是我们一直奉行的投资逻辑。一方面，我们敬畏市场，钱是最聪明的。在中国经济转型的背景下，传统周期大盘股面临盈利压力和估值压力，而创业板、中小板中涌现出来新兴的产业和商业模式，蕴含着巨大的潜力。从过往的发展历史来看，在这些公司中，真正成长起来的公司很少，因此大家普遍从PE/VC的角度采用类指数投资。

另一方面，在牛市中顺势而为无可厚非，但坚持独立思考更为重要。从当前创业板来看，不少公司的股票价格已经进入博傻阶段。创业板指数在2012年底见底以来，维持了30个月的强势，创业板指数的TTM市盈率超过100倍、市净率超过10倍，我们倾向于谨慎地认为这种高估值难以在较长时间内保持。



在我们的研究框架中，这轮行情的本质为大类资产配置调整背景下的资金推动型行为，而创业板公司更受益于超募资金等宽裕流动性下并购式成长。基于我们对未来的情景分析，我们对于中短期行情的判断是：波动更加剧烈，风格上大小盘将更趋于均衡。

首先，监管政策和舆论风险的不确定性在增强。一方面，A股市场空前繁荣，很多毫无经验的新投资者蜂拥而入，监管层频频提示风险，此前两融口径的变化带来了显著调整。股票发行注册制稳步推进，年底前有望适时推出，这将对目前有限供给的A股产生系统性的压力。另一方面，在高估值状态，质疑涨幅可观的公司往往能带来轰动效应，可预见被质疑的公司逐渐增多，这意味

着坐实质疑的可能性也在增强，会带来较大的市场压力。

其次，宽松的边际空间在减少，地产复苏预期下资金面临分流压力。从海外来看，在经济复苏预期以及美联储加息预期推动下，今年4月份以来美欧10年期国债利率出现了显著反弹，幅度达到了30-40个基点，这值得我们警惕。2013年5-6月美欧利率的攀升，对中国的固定收益类资产、权益类资产都带来了明显的负面冲击。

从国内来看，猪价上涨可能带来的通胀是政策进一步宽松的制约因素。搜猪网数据显示，自3月18日猪价开始上涨至今已整整两个月，瘦肉型猪出栏价格累计涨幅为21.55%，而市场普遍预期持续下降的生猪和能繁母猪存栏量将推动猪价出现周期性上行趋势。房地产复苏预期将对资金产生分流，资金将重新配置房地产类资产。在降息降准以及限购放松等政策推动下，房地产市场出现初步回暖，高频数据显示，一二线城市房价出现明显反弹，预期核心城市房价继续上行。

最后，由于新三板的火爆，让A股上市公司并购式成长的空间在变小。数据显示，新三板做市转让企业平均市盈率为46.12倍，新三板上市没有盈利门槛，在巨大财富效应下，国内传统的并购标的突然消失，10-15倍市盈率的并购价格成为历史。A股上市公司利用一级和二级市场的巨大价格差套利的并购模式难以继续，上市公司并购的收益越来越小，成本越来越高。

我们怀着敬畏之心去观察、研究市场，但也不盲从市场，历史的

启示是“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽”。美国历史上，新技术、新经济一再被反复使用的词汇，而在1971年中期标准普尔出版的《股票指南》中，以计算、数据、电子、科学和技术等词汇开头的46家公司，相比1968年，价格上涨只有2家。从2007年牛市中我们获得的一条经验是，牛市主流热点品种最终进入了长达3至5年的大熊市，包括股改带来的资产注入、强周期行业等。共识走向风险，分歧带来机会，大幅跑输、估值不贵的大块头可能仍有机会。另外，消费、医药是永恒的主题，西格尔在《投资者的未来》一书中汇总出1957-2003年表现最佳的20个标准普尔500“幸存者”，它们主要出自两个产业：高知名度的消费品牌公司和大型制药企业，共17个，占比高达85%。

从战略角度而言，我们仍然坚定看好中国资本市场的长期发展，这也是我们服务中国投资者、分享股权盛宴的初衷。第一，从融资结构而言，以股权融资为代表的直接融资大发展契合大众创业、万众创新的方向，包括A股、新三板等股权投资繁荣与创业创新水乳交融；第二，从居民资产配置而言，股权投资还有很大发展空间，股票资产比重有望显著提升。发达国家的经验表明，居民资产配置宜以股权、共同基金等非存款类金融资产为主，而我国居民资产配置主要集中在住房和存款。最后，从世界强国的发展历程来看，国家的强盛与资本市场的强大相辅相成，从荷兰到英国，再到美国，莫不如是。

基金仍在等待疯狂扫货 从基民行为来看牛途未完

□海通金融产品研究中心 桑柳玉

2015年随着股市继续加速上行，基金发行也异常火爆，新基金“日光”频现，而4月27日易方达新常态基金首日销售规模已近150亿元，不仅成为近5年来最大的主动偏股新基金，同时也创下了近5年来最高首日募集规模记录。从日光基金看到基金投资者热情越来越高，基民的疯狂是否已经是市场见顶的信号？的担忧与日俱增。在上一轮牛市中，大部分的基金投资者都是“精准择顶”，不顾当年基金公司的各种限购和规劝，在最疯狂的时候冲进市场而不得不痛苦的疗伤数年才能解套。

当前时点，基金投资者是不是已经疯狂到2007年顶峰的程度，中国大妈是不是已经倾巢出动开始冲进股市？我们认为当前和2007年牛市顶部还有一定距离，牛途未完。

“日光”潮才刚刚开始

经历过2006、2007年排队买基金的投资者对基金“日光”并不陌生，但自上一轮大牛市结束后，股混基金的销售一天结束似乎是个幻想，不少基金不得不延长销售时间以达到成立规模。从下图可以看出，上次基金日光潮集中在2006年到2007年，日光基金数量达到18只，占同期发行基金数量（117只）的15.4%，平均首发规模高达125亿。

而本次日光潮中，2014年仅有2只基金日光，今年以来日光基金数量才逐步增加，2015年以来有10例基金销售日光的案例，但仅占同期发行基金数量的3.7%，平均首发规模也仅为42.48亿。无论从日光基金数量、占同期发行基金比例，还是平均发行规模上看，本轮的日光潮似乎才刚刚开始。如果基金认购金额超过了基金公司能够接纳的基金规模，基金公司可能会采取按比例配售的方式进行处理。在上一轮牛市中，频现基金配售，2006和2007年共发生的24例配售案例，占同期发行基金总数的20.5%，且配售基金的平均募集规模93.81亿元，最终投资者获得的平均配售比例不足50%。其中配售比例最低的案例是2007年9月发行的华夏复兴，当时配售比例仅9.71%，最终募集规模50亿元，充分显示了当时投资者对基金产品的狂热。

“百亿巨基”依然稀少

百亿巨基数量直观的反映了基民热情程度，我们统计了历史上百亿巨基的分布情况，与上一轮牛市大量百亿巨基涌现相比，当前新发百亿基金的数量还相对较少。2006年到2007年，新发基金中合计诞生了28只百亿基金，占当时新发基金总量的24%，而2015年新发基金中仅出现了3只百亿基金，占今年发行基金数量的比例仅为1.1%，百亿巨基发行似乎才刚刚拉开帷幕后。

从新基金整体的发行情况看，本轮牛市以来新发基金的平均发行时间缩短的很明显，但相比于2007年大牛市中平均5天左右的募集时间，当前基金平均的募集时间依然较长，2015年以来基金平均发行时间依然长达10天。从募集的规模看，2007年基金平均募集规模高达94.5亿元，而今年以来基金的平均募集规模仅为20.87亿元，仅为当年大牛市中募集规模的五分之一左右，似乎与当前市场钱多任性的特点不相符。

拆分、复制、大比例分红尚不多见

为了迎合基民的需求，在上一轮牛市中，基金公司采用了拆分净值归一、大比例分红等降低面值的做法，同时也出现了很多的复制基金，比如富国天益进行了拆分，南方稳健进行了复制基金，大比例分红的案例更是常见。而本轮牛市以来，基金公司还没有采取这些手段进行营销，当然一方面是当前中国的基金投资者日趋成熟，但另一方面也说明市场还没有盲目和疯狂到一定的程度，静待市场的继续发酵和疯狂。

事实上，本轮牛市以来股混基金方面新发基金的数量和规模相对于存量的占比始终处在相对较低的水平，新发基金的规模占基金存量规模的比例依然处在历史低位（不足5%），新发产品数量占存量基金数量的比例更低，刚刚突破1%，大妈们的扫货或许刚刚开始。

犇牛格局不改 创业板分化渐显

□广州世袭投资管理有限公司
执行董事 曾凡欣

当前A股市场情绪总体比较乐观，中国经济在转型，正面临从积极转型发展“大众创业，万众创新”的崭新阶段，这样的大背景下，中国融资市场整体上将是很兴旺的。改革是A股上涨的原动力，2015年是全面深化改革之年，政府狠抓金融、户籍、医疗、土地、财税、社保、国企改革，改革红利仍在释放中。因此，A股市场的“资金牛、改革牛、结构牛”的犇牛格局仍未改变，未来投资重点来自改革的方向。

我们认为结构性牛市格局没变，即便短期大盘会出现震荡阶段，原因无非是涨多了会回调，获利出逃导致大盘短期震荡。中长期看好大盘走势，快牛会回归到慢牛。另外，不可忽视的是近期监管部门采取降温杠杆、调节供求、舆论宣传等方式调控市场，券商调低融资担保折算率，银行下调伞形信托配资杠杆，主流舆论宣传“慢牛”，对投资者提示风险，旨在引导市场温和上涨，回归理性慢牛。

牛市下的创业板“分化”

创业板可以说代表中国经济转型的方向，受到资金青睐上涨有一定的道理。整体来看，当前创业板整体处于高涨幅、高估值状态，基于市场法则，没有无限上涨而不下跌的股票，因此，对市场热点快

速轮动，不宜盲目跟风，不妨沿改革主线精选个股，创业板里面有一部分确定是高成长性的企业，未来上涨空间还是比较大的。当然，还有一部分是没有中长期业绩支撑的，股价超高，已经透支了未来几十年的增长，这类股票，上升是偶然的，价值回归将是必然的。创业板会分化，但不能否认整个板块的投资机会，理性看待创业板，应该立足于企业的成长性，关注企业的中长期业绩。

总体上看，创业板因为体量小，场外资金充足，接下来短期内继续惯性上冲的可能性是很大的。但谈起所谓“创业板的牛市”，准确的说可以理解为“互联网+”为代表的高成长型公司为主的牛市，尤其看好互联网金融、产业互联网等。

关注创业板时必须注意，由于前期涨速过快，创业板危险信号已经形成，市场很大概率进入分化行情，创业板风险的上升是必然的。因此，后期创业板接盘也是大问题，这会导致创业板指数的波动随之加大，尤其是那些缺乏实际业绩支撑、纯粹靠炒作的个股将会面临较大的调整风险。当前更要关注部分创业板企业的投资风险，在部分创业板上市公司估值过高的情况下，投资者一定要注意风险，理性投资。

注册制渐行渐近

今年是中国加入WTO后15年保护期的最后一年，随着保护期的全面结束，中国金融业对外



开放的程度会不断加大，相应的改革力度也会进一步的加大。金融改革行至今日，已逐步摸索涉入“深水区”，步伐也不断加快，围绕服务实体经济推进金融体制改革，进一步扩大金融业对内对外开放，健全多层次资本市场，促进资源优化配置，推动解决融资难、融资贵问题。

实施股票发行注册制改革既是今年资本市场改革的重中之重，也是统领市场发展的首要工程。注册制改革，其本质是以信息披露为中心，由市场参与各方对发行人的资产质量、投资价值作出判断，发挥市场在资源配置中的决定性作用。市场会大幅扩容，同时注册制也将会强化严格的信息披露，还有一个强制退市的机制。过去的十多

年里，A股市场的退市率严重不足，相关数据显示，到目前为止也仅仅有80多家上市公司退市，包括有部分是主动退市的，被动退市只占了较少的份额。

特别值得注意的是，注册制短期内可能会对股市构造造成一定的冲击。因为一方面，未来发审权力与责任不对称的局面有望被打破，但是另一方面，注册制的落地也将会让股票发行“堰塞湖”的问题得到有效解决。未来市场新股发行的节奏会加速，对市场的流动性会构成一个新的影响。

注册制改革能够积极推动单一市场改为多重市场，原来以主板和创业板为主的市场，未来市场层次会更加多元。相应的，企业会有更多的融资渠道，也能够实现更高的直接融资比重，有效的增加企业的运营资金。尤其是对初创型的高科技型企业有着非常好的支持作用，为初创企业提供了更多的资金，同时也会提升他们对于未来经营管理和商业运营经验，进而实现更大的经济效益。

在注册制度下，上市公司股票不再是稀缺资源，能够打破核准制下新股频繁遭疯抢和恶炒的局面，壳资源价值大跌，劣质公司借助壳壳或重组混迹于A股将难以继，有助于优胜劣汰。注册制改革是让未来资本市场变得更健康有序的制度改革，有利于市场壮大和整体市值的提升，对A股是呈正面影响的。