

风险市场首先应学会生存



□旭诚资产董事长 陈赟

投资界有句名言:机会是跌出来的。当然,这是针对空仓者而言的,对于已经深套其中的人们来说,每创一个新低,每多跌一分钟都是在加重心头的深深恐惧,直至绝望。

截至上周五,本轮大调整已经使各指数在三周时间内跌去30%以上,而个股更是惨不忍睹,跌幅超50%的比比皆是,20多万亿市值灰飞烟灭,以至于管理层连出利好以期托市都只能带来一个又一个的新低和跌停。而最可怕的是,调整似乎还根本没有结束的迹象,恐惧和悲观像瘟疫一样弥漫在市场,传说中的“市场底”并不是越来越远,而是离我们越来越远了。

在目前惨淡的市道下来谈操作其实并不

见得有什么意义,对大多数人来说,现在的操作就是“减仓”或者“坚守”这两个选择,主导这个操作的依据,则来自于心中不断要直面的恐惧。而近期消息面的变化更是让人犹豫难决,做空担心政策利好,对抗趋势做多亦非明智,市值逐日缩水又着实焦虑。在猜疑、犹豫、焦虑种种负面情绪叠加之下最终加深恐惧,更失去了应有的理性判断能力。

大多数人现在关心的问题是:“市场底”到底在哪?这个问题,如同在上涨时猜顶一样,在下跌时预测底部,而且是在非理性下跌中预测底部,都不过是在心理可承受或不可承受的悲观或乐观预期下得出的一个情绪值而已,纠结于此,只会扰乱心神,增生负面情绪,于操作毫无帮助。与其无根据的猜测,不如重整一下思路,从逻辑和历史经验中寻找应对后市发展变化的方法,再看看目前能做什么和怎么做。

本次的调整可以算是前所未有的,和以往历次的下跌相比,主要的不同在杠杆的作用和各类新型金融衍生工具的参与,还有一点不同在于,以往的调整是预期改变导致下跌,而本次是下跌改变预期,场内降杠杆作用传导形成的连锁做空效应的释放,其突然性有如美股1987年股票暴跌,同世界股票史上很多次著名的暴跌爆发时的表现也都非常相似。而本轮下跌中的滚动杀跌则体现出非常明显的筹码博弈特征。

值得一提的是,对于做空力量当前有很多市场传闻,人们更宁愿相信这是一场有组织有预谋的恶意做空行动,阴谋论向来在立场不坚定又热衷八卦的散户群体中都是很有市场的,其实稍加分析就可基本判断出市场做空动能的来源。

首先是使用高杠杆的场外配资,这批资金是杀跌的源头,主要是集中清理带来的短期做空力量释放过快,就好像对高山上的堰塞湖采

取了决堤放水而引发了山体滑坡一样。其次是杠杆型的私募产品,包括伞形信托及结构化理财产品,以及场内的融资筹码,由于都是带杠杆的筹码,在市场下跌时其杠杆率被动抬高,要么是主动降杠杆,补充保证金或持续降低仓位,要么就是等待净值跌至清盘线被强平。虽然杠杆比例高低有区别,但也只是平仓的先后顺序的不同,性质上是一致的。再次是公募基金为应对赎回压力而不得不进行的减仓。总体而言基本上都属于被动做空方,由于连续跌停导致场内流动性也在降低,部分机构只能选择利用期指对冲风险。所谓船大难调头,在进出交易方面,大资金远没有小资金灵活。而持续主动做空动能的最主要来源,正是散户自己,其中包括不断出现的绝望清仓者,和不断抄底不断止损的投机者。而且,他们或者说我们,都依然是潜在的巨大的做空力量。当然,机构程序化交易的止损机制和金融衍生品的对冲机制也成为跌势中的推手之一。简言之,现在就是在证券市场发生的一次“挤兑”风潮。

应做如何应对呢?

首先我们应看到的是,非正常因素的下跌仅仅是短时期内的风险释放。从长期主要趋势的逻辑基础来看,长期的预期始终没有动摇。任何一个长期主要的趋势运行过程中包含有逆向的中级趋势都是十分正常的,所以对于本轮的调整,即便形式上存在夸张和非理性的成分,其实质上也应当认为是长期大牛市行情的回档而非终结。美国1987年股票暴跌,2008年次贷危机和香港1998年金融危机后股指仍能创出新高,都是值得充分借鉴和思考的。

其次,我们应看到管理层面对危机时的积极作为。在本次调整过程中,管理层的应对态

度是陆续升级的,虽然政策暂时受制于趋势,但从世界范围的历史经验来看,最后仍会发挥出积极作用渡过危机。

再次,任何事物都有两面性,股票暴跌虽猛,但也对市场起到了净化作用,许多问题得以暴露消除,有利于我们更加正视市场,在矫正和规范中夯实行情基础,迎来更加稳固和有质量的上涨。更何况对于部分真正具备长期成长性以及价值型品种,错杀式下跌更是难得的中长线介入良机,巴菲特就非常善于在这种非常态的极端暴跌中挖掘真金,也因此留下了“当别人恐惧时应当贪婪”的名言。

目前来看,重要的是熬过最艰难的时刻,无论是留下资金还是筹码,都将是未来行情中的“种子”,只要不是加了杠杆而不得不被平仓以致连本钱都输掉,终究都会有回来的机会。当然作为我们每一个参与者,特别是投机心态严重的新股民,也应反思自己的行为,重新审视市场风险和自身的承受能力,树立正确的投资理念,而对于那些热衷打探小道消息,不加思考四处散播谣言的行为应当自觉克制,不然最终的受害者只会是自己。

综上所述,行情涨跌都是市场上的正常表现,即便再不合常理的极端走势,也是随时都可能发生的,不过即使再极端的短期走势,如果放到一个长周期内,其波动也都会被均值逐步抹平,这次的风险教育每个参与者都应牢记,风险市场上首先应学会的是风险的控制。对于当下的操作而言,无论是清仓回避短期风险还是继续坚守获得长期回报,都没有错,重要的是立足在理性分析市场和对自身承受能力进行充分评估的基础上,而不是情绪化下的过激反应。最后用一句老话作为总结就是:来到这个市场,首先应学会如何生存。

“三步走”布局国企改革



□融通转型三动力基金经理 张延闯

今年资本市场的两大主线是“互联网+”和国企改革。随着“互联网+”近期大幅调整,国企改革被认为有可能举起下半年的领涨大旗,资本市场对于国企改革的关注度逐日增强。

其实这背后的大逻辑是,改革开放以来,我们走的是一条增量改革的路径。我们依靠粗放型经济增长方式,仍旧能实现双位数的增长。但是随着人口红利的消失,这种依靠生产要素投入推动的模式面临着巨大的约束。在这种情况下,“增量改革”的模式必须转向“存量改革”。这既是新常态下改革应有的新模式,也是宏观经济继续疲弱的背景下,资本市场最为关注的问题。存量财富中,国企资产规模巨大,超过20万亿,同时又是资产使用效率最低的。因此在存量改革的过程中,国企改革势在必行。

我们认为市场进入下半程,国有企业的市值管理会呈现出爆发式增长,这里面蕴含的机会值得不断挖掘。整个A股国有企业数量占比约为40%,总市值占比约

60%。因此国企改革是国有企业投资过程中需要重点考虑的一个方面。不同的投资组合会有不同的侧重点,未来会发现国企改革类主题基金的表现差异非常大。

把握国企改革的机会分为央企兼并重组和地方国企改革两方面。国资委旗下有112家央企,有南北车作为先例,市场预期进一步缩减至40家左右。地方国企改革的机会首先集中在经济发达省份,例如广东、上海、山东、北京、江苏等区域。以广东为例,5月29日,广州出台了《广州市委广州市人民政府关于全面深化国资国企改革的意见》,在证券化、混合所有制、股权激励等方面提出了明确的目标与规划。该方案进一步明确了改革的目标,即改革主要将从混合所有制改革、建立金融控股平台和国资发展平台三方面开展。广州地方国资改革有望率先交出成绩单。

在行业选择上,偏向于完全竞争行业,因为垄断性行业利润丰厚,并不具有改革迫切性及改革的效果不明显。一般而言,改革的后半程,国有垄断市场的准入才会放开。民营银行试点就是一个典型案例。前期呼声很高,但截至目前只有五家民营银行获准设立,短期难以撼动整个银行业的大格局。

确定方向后,从基本面的变化甄选个股。具体分析指标有市值大小、上市公司平台稀缺性,大股东体外资产规模,管理层变更,员工持股计划,股权结构等等。例如大集团小上市公司存在整体上市的可能,新任年富力强的管理层往往会带来战略思路的变化,股权结构过于分散有MBO和被举牌的机会等等。

当然,国企改革是本轮牛市的一个中长期主题,不可急功近利。当一家国企无论是否“改革”都具有长期战略价值且价格相对低估的时候,做组合投资就值得配置。因此国企改革概念更适合为个股锦上添花,而非雪中送炭。

国企改革“组合拳”稳中求进



□博时国企改革股票基金经理 林景艺

6月中旬以来的大盘深幅调整,让投资者对市场未来方向难辨。然而,随着国企改革政策的密集出台,国企改革主题正迎来催化剂,当前市场走势下,换仓配置部分国企改革标的可能是相对不错的选择。

“改革牛”底气十足

本轮牛市一度被称为“资金牛”、“杠杆牛”,然而随着市场风格的切换,本轮股市将转换为“改革牛”的声音渐成主流。值得注意的是,一些名为国企改革的主动型基金并非只把目光局限已实施改革方案或是具有改革预期的国有企业,随着改革的深入,民营资本被准许进入新领域,它们在其中也将有机会得到价值提升,这些受益于行业准入等相关主题的民营企业也是这些改革基金未来关注的投资机会。后续的市场可能会继续震荡,但也要看到,目前深化改革的步伐仍在加快:中央深改组会议近日通过国企改革的两份先导性文件,国企改革顶层设计方案落地在即,“改革牛”依然底气十足。

“组合拳”打法增加安全垫

我们通过深入研究国企改革事件催生的各类机会,投资于国企改革标的,以分享中国经济体制改革带来的财富增长。博时国企改革股票基金于5月20日成立后立刻开始建仓。建仓周期市场呈现先急速上

涨再急速下跌的形态,鉴于近期市场风格的波动,基金建仓风格配置相对均衡,并适当考虑流动性。

对于多数投资者来说,经历了大幅的市场震荡后,面对投资的配比和选择时,可能会感到茫然无措。相对来说,国企改革主题基金是不带有风格的偏好,是一种“组合拳”的打法。国企改革的投资机会并不会因为政策颁布完而结束。伴随着经济转型,国企改革将扮演着重要角色,短期可能集中在混改、员工持股等制度,长期来看有可能与未来各种的市场风格叠加在一起。

沿着四大主线把握投资机会

沿着兼并重组、整体上市及分拆上市主线,重点寻找最具可能性的上市平台。从上海的国企改革方案开始,多地的国企改革方案都重点提到了国有企业的整体上市和提高国有资产证券化率的规划,这是对上一轮国企改革的投资逻辑的延续和加强。

沿着混合所有制制度改革和股权多元化主线,重点寻找治理结构优化的国企。从股权激励、定向增发、高管增持、公司增持等事件驱动的角度,结合各类事件特有的指标去精选个股,并寻求合适的介入时机以捕捉此类投资机会。

沿着经营业绩改善主线,重点寻找在改革中盈利能力提升的国企。我们认为,本轮国企改革将带来一种全新的市场化模式的创新,政府职能改革权利下放和事后监管的转变也使得政府和市场的界限更加清晰,这一背景下,长期困扰国企的部分矛盾将得到解决,盈利能力和经营业绩都将有较大的提升空间,进一步提升其估值创造机会。

沿着改革预期下的资产重估主线,重点寻找价值洼地。从市值上说,国有企业占据中国A股市超过60%的总市值,但自由流通市值占比并不高。它们具有较好的安全边际。

最后,在我们整个组合的管理中,对于每一条投资主线我们都有相应的多个投资策略,通过对这些策略的风险收益特征的分析,我们将他们组合成为我们的整体持仓。

展望未来,我们认为国企改革还将是市场上持续时间较长、投资机会较多的主题之一,且近期在市场部分非理性的调整中,越来越多的国企改革标的表现出显著的中长期投资价值。