

徐荔蓉:后市需以时间换空间

□本报记者 黄淑慧



徐荔蓉,17年证券投资经验。现任国海富兰克林基金管理有限公司副总经理、投资总监、研究分析部总经理,国富中国收益混合基金、国富潜力组合股票基金和国富研究精选股票基金的基金经理。历任中国技术进出口总公司金融部副总经理、融通基金管理有限公司基金经理、申万菱信基金管理有限公司(现申万菱信基金管理有限公司)基金经理、申万巴黎基金管理有限公司(现申万菱信基金管理有限公司)高级顾问、资产管理部总经理兼投资经理。CFA,CPA (非执业),律师 (非执业),中央财经大学经济学硕士。

下半年是结构性牛市

中国证券报:经过此次大幅下跌之后,一些投资者对于“牛市是否还存在”产生了疑惑。

徐荔蓉:我的判断是,牛市没有结束。在支撑此轮牛市的最主要逻辑中,无风险利率下行和宏观流动性宽松的格局没有发生变化,甚至宏观流动性的宽松程度比之前还要更高一些。

其次,投资者风险偏好在此轮杀跌中的确受到了影响,但考虑到资产配置并没有多少好的去处,股市仍然是重要方向。虽然大家笑谈“韭菜的记忆只有7秒钟”,在市场流动性危机解除后,7月9日、7月10日公募基金立即转为净申购,显现出市场的做多情绪依然充足。但在此次剧烈调整中,大量场外配资盘以及场内融资盘被强制平仓给市场上了一堂风险教育课,甚至大部分专业投资者也难以置身事外,这将需要一段时

间来修复。加之7月12日证监会明确要继续对场外配资加强清理整顿,这也将约束市场上高风险偏好的资金。不过,从股票占居民家庭财富的配置比例、保险养老金等长期资金权益类投资占比、总市值/GDP的证券化率等指标来看,股票资产配置提升的空间还很大。只不过经历了这次深刻的风险教育,预计A股市场未来的杠杆率不会出现大幅度提升。

第三,经过这一次救市,政府对资本市场的呵护态度再次得到强化确认。股市向好对于优化资源、驱动创新、推动经济转型具有战略性的意义,政府仍然会大力支持资本市场的发展。

中国证券报:支撑牛市的根本逻辑没有发生太大变化,但是投资者情绪仍然需要时间来修复,在这两大因素角力之下,如何判断下半年的市场整体走势?

徐荔蓉:我倾向于“以

时间换空间”,下半年预期市场整体仍能提供正收益,但对涨幅不能有过高的期待。市场演绎的方式也将发生重大变化,个股之间的分化将十分明显。类似于上半年这种市场情绪极度亢、故事与题材齐飞的火热场面将不复存在,市场将进入去伪存真、精选个股的分化阶段,机构投资者的重要性上升。

下半年市场运行的变数主要在于监管层对于杠杆的规范程度。场内两融余额已经从高点的2.27万亿元下降到1.42万亿元,在两融基本保持稳定的情况下,下半年的市场走势可能会有些类似于2013年的结构性牛市。如果监管层加强对场外杠杆的监管,是意图引导这部分资金转向场内,那么对于市场的高度则可以更乐观一些。不过,只要选好个股,无论指数能否创出新高,下半年并不缺乏赚钱效应。

短期或大幅震荡筑底

中国证券报:在A股保卫战”取得阶段性胜利之后,市场经历了短短几天猛烈的超跌反弹,但近几个交易日A股市场呈现宽幅震荡走势,7月15日甚至再度出现了千股跌停的局面。市场何时才能真正企稳并恢复到常态?

徐荔蓉:6月15日-7月8日的下跌行情可以分为两个阶段:前一阶段是由“去杠杆”导致的。前期场外配资的发展出现了一定程度的失控,监管层清理场外配资的举措引发了市场的连锁反应,这一阶段的下跌属于必然现象。7月份之后的下跌则是由流动性危机引发的,是偏偶然的事件。

这种流动性危机于7月8日上午演绎到极致,标志之一在于,若是将某几只股票的跌停板封单全部吃进,持股比例将超过第一大股东。甚至公募基金行业也在相当程度上面临着来自于恐慌性赎回的流动性压力,这可以说是流动性危机传导到了链条的最后一环。与此同时,海外中概股市场、大宗商品市场、汇率市场都受到了波及,海外财经媒体甚至出现了“忘记希腊,关注中国”的标题。直到7月8日下午国家队将资金用于打开跌停板股票,同时给券商和基金提供流动性,才遏止了这场危机的进一步蔓延。

而7月9日-7月13日3个交易日的报复性反弹主要是对后一阶段超跌的矫正,同时也因为大量公司处于停牌状态,筹码供应有限,资金处于争夺筹码的格局中。而随着上市公司陆续复牌,复牌提供的

股票供给与资金重新入场提供的资金供给之间会寻求新的平衡,目前的市场尚处于这样一个动态平衡过程中,在这一阶段市场可能会出现反复大幅震荡、多空激烈博弈的形式,直到恢复市场常态。市场恢复正常交易后,也还需要时间完成震荡筑底,并积蓄向上的能量。

中国证券报:有哪些举措可以熨平市场的大幅波动,规避市场非理性暴涨暴跌,进而走出长牛慢牛格局?

徐荔蓉:首先是合理适度运用杠杆,让杠杆规范化和透明化。适度的杠杆率有利于激发市场的活力,但失控的杠杆则会引发市场的暴涨暴跌。这次市场调整中对于场外配资的实际规模,市场各方处于“盲人摸象”的尴尬境地,并没有定量的认知,因此也对“去杠杆”所导致的杀伤力程度估计不足。近期监管层严格要求全面彻底对配资进行清理,旨在控制风险,促进市场回归理性。中长期来看,有利于平复市场波动性,促进市场健康发展。

其次,是解决市场投资者的同质化问题,壮大长线投资者队伍。在A股市场,无论是散户,还有一部分私募、公募机构,本质上都是赚短期考核的钱,我们的长线资金比例还偏低,这也导致了市场容易陷入羊群效应。解决了这个问题,A股牛短熊长的格局才能被打破。随着长线投资者队伍的不断壮大,他们有望担负起A股“稳定器”的重要角色。

在经历了任性上涨的疯狂和降杠杆挤泡沫的大跌后,牛市是否依然安好?下一阶段的市场将以什么样的方式运行?国海富兰克林基金副总经理、投资总监徐荔蓉接受中国证券报记者专访时表示,对于今年下半年的投资,需要抱有“以时间换空间”的心态,预期市场整体仍能提供正收益,但对涨幅不宜有过高的期待,市场或许将呈现结构性牛市的特征。目前,经过深度回调后,一些公司的估值已逐步回归到合理状态,中长期投资价值显现,但仍有一部分公司处于被高估的状态。投资中精选个股相当重要,持仓结构的重要性将远高于仓位。

中国证券报:下半年具体操作上,你将采取什么样的策略?

徐荔蓉:下半年持仓结构的重要性远高于仓位本身,市场仍然可能出现一些能够翻倍的公司,只是这类公司比例比较低,需要投资者加强选股。涨时重势,跌时重质,投资者将更趋于理性,市场将从重势步入重质阶段。此次急跌过后进入中报业绩密集披露期,业绩确定性将成为下一阶段影响市场结构的关键。

中国证券报:你具体看好哪些品种?

徐荔蓉:总体而言,我认为下半年仍然是偏成长的行情,只是市场对于上市公司的成长性会更为挑剔,既要求公司具有一定的估值优势,又要求有一定的想象空间。

我主要看好三个领域的机会:一是国企改革领域的机会,这其中的一些公司存在资产注入、并购重组、业务转型等预期,而估值又相对便宜;二是能够以自身成长性消化高估

三主线精选个股

值的公司。从最近的中报预告来看,创业板龙头公司已经开始逐步兑现利润,流量变现的逻辑得到验证并且业绩增速一定程度上超出了市场预期。这类优质公司永远是稀缺的,下半年,以新兴产业龙头股为代表的一批优质股票大概率后续不会创新低,会率先走出上升趋势并带着指数缓慢向上;三是大跌中被错杀的品种,也即跌出来的机会。一些公司股价已经跌到去年9月份的水平。相对而言,跌破增发价和员工持股成本的公司、大股东或高管大比例增持公司以及较大幅度回购的公司具有较高安全边际。

中国证券报:是不是有一些公司在短期反弹之后仍难以避免继续下跌?

徐荔蓉:成长板块整体估值并不便宜,当市场冷却下来的时候,估值所对应的必定是极高的业绩增速和未来极高的盈利能力,A股运行速度太快没有给优秀的上市公司足够的时间去

兑现业绩,而未来成长股需要在各自的领域向市场证明其盈利能力,否则挤泡沫的过程还没有结束。高估值总是短暂的,只有持续提升的盈利能力才能推动股价的不断上升。

以创业板为例,从中报业绩来看,创业板中报业绩相比一季报明显加速,创业板整体中报业绩预告增速中值为24%,高于一季报的8.7%,和去年年报的24.4%基本持平。并且,龙头权重公司的业绩增速明显高于非权重公司,创业板市值前30%的公司中报预告业绩增速37.9%,高于一季报的5.9%,但略低于去年年报的40.8%。虽然创业板整体业绩呈现上行趋势,但是从个股来看业绩分化依然较大。35%的公司中报业绩预告同比下降,27%的公司同比增速在20%以下,增速超过50%的公司仅占21%。而当前创业板整体PE接近100倍,在未来数月的分化行情中,投资者需要精挑细选,关注成长和估值匹配度高的股票。