

# 明年二级市场仍有绝对收益机会

□博时基金股票投资部总经理 李权胜

每次市场大幅波动，都是金融改革的绝佳时机，本次牛熊转换无缝切换，都有望迎来进一步的制度改革和完善盛宴。

## 市场均衡化态势明显

我们总体认为2016年将是一个相对均衡的市场，主要表现为两个层面：一是风险与收益的均衡，即市场不会出现大幅上涨或下跌的宽幅震荡行情；二是风格上的相对均衡，新兴成长行业和传统行业的表现分化将会收缩。背后我们认为主要的原因包括：首先，市场虽然流动性仍然充裕，但目前市场总体估值（尤其是创业板）不算便宜；其次，国内宏观经济增速仍然低位，产业转型进程很难快速实现；最后，制度层面的变化，如金融体制改革（注册制等）、国企改革等会使得目前大小盘的投资风格有较大的相对变化。

未来一段时间内，我们认为对股市存在重大影响的因素主要包括两方面：一是宏观经济层面，主要包括经济增长，具体会体现到汇率及利率等领域，尤其是汇率的风险更为突出；二是市场制度层面，比如注册制、国企改革等。我们认为注册制对市场的影响除了如IPO等具体环节外，最核心的影响是使得A股投资者的投资策略会产生一定改变，投资者对优质资产（我们称之为“硬资产”）的配置需求更为显著；博时基金公司原有的核心投资风格主要是基于公司基本面研究为基础的，所以未来市场的变化反而会对我们的投资会有更好的促进。



## 中长期重点把握股市“硬资产”

具体到2016年的投资，我们会考虑经济结构转型的因素，并结合A股相应行业上市公司的具体情况（如盈利增长、估值水平等）对以下行业及方向进行重点配置：一是行业层面，我们重点配置大消费领域，不局限于原有的传统消费，也包括新兴消费，如旅游、文体娱乐等；同时我们对环保、农业、高端装备等领域也相对看好。二是主题层面，我们认为国企改革是最核心的投资方向，金融领域及实体经济中制度及要素等的改革也是我们重点关注的方向。

我们认为未来2年宏观经济增速快速提升的可能性比较低，所以广义

上的“资产荒”将是未来2-3年的主旋律；很多周期类的上市公司营收增长乏力而资产荒继续加重也是潜在的风险。

我们认为，A股市场的投资需要重点把握两个方面：首先是优质资产的把握，对于传统非周期性行业的龙头公司，我们认为在主营稳定增长的情况下，如果有制度方面的红利，则未来估值有较好的提升空间；当然对于新兴行业的少数核心公司，短期估值确实相对偏高，但其中长期增长比较确定，在一定的股价情况下仍有配置价值；其次是强化对风险的控制，包括对新兴产业中伪成长股的坚决抛弃，对传统周期性行业中资产负债表恶化上市公司的辨识；当然后者的风险在债券投资中更是需要重点关注。

## 新三板与定增市场大有可为

在新股发行新细则下，由于扩大了新股配售的范围及定价的市场化，的确会使得中签率下降及新股上市后潜在涨幅收缩的较大可能，这些因素会使得打新收益率下降。新股发行新细则的实施，会使得该环节更加市场化及理性，对市场总体的投资策略也会有一定的正面影响。

我们认为近一个季度A股市场从底部的快速反弹，使得投资者对A股投资的信心得到较强的恢复；定增市场恢复的速度相对更为突出，定增的融资额及发行节奏都在明显提速。2016年我们预期A股二级市场仍有一定的绝对收益机会，同时上市公司的并购重组及海外中概股回归也将是精彩纷呈，这使得定增市场的发展会有相对较好的基础。从供给端来说，上市公司获得更好的融资效率及未

来中长期发展的空间；从需求端来说，银行、保险等机构客户面对资产荒，对中长期收益率稳定但高于传统固定收益类的产品会有更多的需求。目前我们公司已经在定增方面具有很好的发展基础，未来会在这个市场进行重点的拓展。

我们认为，新三板市场是国内多层次资本市场中很重要的一个部分，尤其是对新兴行业公司发展的重点促进；它的有效发展会促使国内整个资本市场多功能化的逐步完善。近期新三板分层等制度的颁布及未来的逐步实施，使得其未来发展更加迅速和有效。我们认为新三板的发展大概率上不会分流原有A股的资金，因为其本身发展会吸引场外更多资金入场；不过由于定价的一定差异性，A股创业板的很多估值偏高、缺乏基本面支撑的股票可能会受到一定的负面影响。

## 基金业股权管理潜力较大

未来3-5年，在国内整个金融市场更加市场化的大背景下，银行、保险、证券及基金业在资产管理层面会有竞争加剧的倾向。我们认为，基金业在权益投资方面具有相对突出的竞争力，其定位除了在二级市场做投资管理外，也有发展更前端股权投资管理的较大潜力。当然更长期来看，与国外基金业同行相比，目前基金业管理规模较小，投资管理的资产类型相对有限，未来国内基金业在上述方面都会有较大突破的可能，其理想发展的态势是成为全能型的资产管理行业，可以承接广大国民长期投资理财的需求及承接银行、保险等机构客户庞大资产池中相当规模资产的管理要求。

## 海水和火焰



□易方达亚洲精选股票基金经理 张坤

自9月份以来，由分众传媒借壳七喜控股引起的“中概股”私有化主题引人注目。2013年从纳斯达克退市的分众传媒借壳七喜控股登陆A股市场，按照发行后的股本计算，市值已经超过2500亿元，相比分众传媒退市时不到人民币230亿元的市值已经翻了10倍，私有化财团的收益率相当惊人。其实分众传媒并非个案，被巨人网络借壳的世纪游轮连续20个无量涨停，虽然目前已经停牌核查，但不妨碍它在资本市场的热度。目前已经有几十家中概股公司提出了私有化预案，按照目前两地市场的估值体系差异，市值回归后增加5倍应该不是难事。

同样是中国企业，在美国和香港上市和在A股市场上市对比就像海水和火焰一样。在信息沟通发达的互联网时代，这种现象仍然存在就有其合理性。对A股市场来说，投资者是非常慷慨的，一定程度扮演着VC和PE的角色，乐于承担融资功能。只要一个公司可以向投资者描述未来发展的美好远景，一批又一批的投资者就扮演着A轮、B轮、C轮的角色，不断投入，并且从不计较公司有多少分红或回报。反观海外市场，二级市场投资者和一级市场投资者角色有着明确的划分。对于二级市场投资者来说，主要诉求就是索取。投资者要求上市公司回报，即使暂时无法回报，也要有清晰的逻辑和时间表说明未来可以。投资者对上市公司的索取行为例如融资通常是很抗拒的。中概股最近的合并潮如携程与去哪儿等，一定程度与投资者的偏好是相关的，投资者逐步厌倦了不断烧股东的钱还看不到清晰回报的时间表。

从概率来说，现阶段承载着梦想的A股公司中，未来几乎必然诞生伟大的企业。就如2000年的亚马逊一样，虽然其估值已经比当年低了很多，股价却早已超过2000年的高点很多。但是同样不可忽略的是，这也是一个小概率事件，纳斯达克上市公司中能够超越2000年高点的公司只有当时的不到5%。

对于投资者来说，其主要的工作就是预测未来。但预测未来是非常困难的，对于专业投资者，投资决策能达到55%的正确率已经非常了不起。在2000年的纳斯达克市场，由于付出了过高的代价，对未来的预测正确的概率已经不到5%。股市的魅力就在于权益所代表的剩余价值，其波动性和收益性同样都非常大，投资者要做的就是想方设法封杀下行风险，让收益不断向上波动。

# “资产荒” 考验风控和研发能力

□北京盈创世纪投资管理公司总裁 韩冬

当下大众对“资产荒”的认识，为股市经历2015年三季度调整后大量资金涌入债市给市场带来的供需失衡。我认为“资产荒”是当前时代变革下的资产供给与需求从失衡到再平衡再定价的过程。资产实际上并不“荒”，只是数量和价格发生了变化。从资产的配置角度资产可配置的品种并没有减少，转变的是投资者对收益的预期。当前中国处在利率下行周期，经济周期的变化本就导致资产配置结构的变化。资产配置的结构变化与收益预期的变化未能同步匹配。

在利率下行周期中，每一次的利率下调都让中国的投资者对自己财富的管理有新的考虑。在原有银行存款利率还维持在相对高位时，人们对自己的银行资金的管理和配置尚未有现在这样强烈的需求。即使有，也需要相对更高的投资回报才能将银行中的资金吸引到市场之中。但当市场周期变化时，原有高收益的投资标的数量在减少，风险在上升。使得原有对于这类投资标的有需求的资金找不到更多的投资标的。这是资产从供给层面发生的变化。

天地有大美而不言，四时有明法而不议。一切皆有周期，每一个经济周期、牛熊轮回就像这四季的更替。我们本应按照四季的轮回耕种，按照牛熊的轮回投资。资本市场的成熟和完善也能在市场牛熊轮回之间，给投资者提供稳定投资回报的产品和投资组合。金融衍生工具的本质作用就

是经济周期变化带来的市场方方面面的转变，也体现在资产供给的结构变化上。

2015年上半年的A股牛市产生了巨大的财富效应，吸引了大量资金流入股市，但经历了三季度的深度调整，投资者减缓了资金向股市的流动，沉淀的资金转向债市。市场的快速大幅波动促使投资者更理性地界定自己的回报预期。“资产荒”并不是资产供给的不足，而是资产定价的改变，大家已习惯了原有的定价，当资产定价下调、收益减少的时候，才会有“资产荒”的感觉，是对原有收益的期待，对现有收益的不满，以及对资产配置结构调整的迫切期望。当然“资产荒”也有好处，市场的融资成本在下降，投资者的回报预期渐归理性。

理财意识的觉醒本是非常好的事情，投资者需要解决的问题是在新形势下，资产配置、投资组合的新考量。理性的投资依然对稳定的投资回报抱有期待，但二级市场的大幅波动却让投资者感到迷茫，什么样的产品才能提供稳定的投资回报，这是在新的市场形势下，结合金融衍生工具的产品能够给出的答案。

天地有大美而不言，四时有明法而不议。一切皆有周期，每一个经济周期、牛熊轮回就像这四季的更替。我们本应按照四季的轮回耕种，按照牛熊的轮回投资。资本市场的成熟和完善也能在市场牛熊轮回之间，给投资者提供稳定投资回报的产品和投资组合。金融衍生工具的本质作用就



是对风险进行定价，帮助投资规避市场波动的风险，实现长久稳定投资回报的金融工具。

2015年市场大调整后很多投资人对金融衍生工具有些误解，把金融衍生工具当做做空市场的工具，金融衍生工具本身是对风险定价，它的价格反映了市场对风险预期。市场总有风险，未来总有波动，对风险的定价，对风险的规避才是金融衍生工具帮助投资者实现稳定投资回报的根本作用。

2015年中国资本市场有了期权，使得风险规避资产定价更加理性。使得投资者在中国资本市场的

投资方式悄悄发生改变。投资者除去其他各种资产配置品种，仅就二级市场投资方式就发生了根本的变化。从过去只能买股票，控制仓位比例，调整持股结构来规避风险，以期跑赢指数实现稳定财富增长。有了金融衍生工具，投资者收益预期的实现不再只限于购买股票这一种方式。问题是投资的收益预期应该是怎样的。刚经历的牛市让多数人对二级市场的收益预期居高不下，但理性的看待，稳定的收益通过金融衍生工具的组合更容易实现。投资者需更多的了解期权、股指期货规避风险的作用，并运用这一工具，提升金融衍生工具使用的技能。更好的将金融衍生工具规避风险的作用运用到自己日常的投资当中。

个人投资者越来越多的参与到期权的交易当中，期权市场的成长也为资产管理机构提供契机。更多的资产管理机构开始研究并推出结合金融衍生工具的资产管理产品，为市场投资人提供优质的资产。近期我们将与鹏华基金合作推出一只名为“方德对冲1号”的产品，就是将各种金融衍生工具结合到产品之中，通过更好的管理风险来为投资人提供稳定长久的投资回报。

“资产荒”实则是各种资产管理机构难得的机会，比拼的是控制风险的能力及产品开发的能力，结合金融衍生工具将能促使更多的机构研发出适应市场变化的产品，这些产品将是“资产荒”预期下2016年金融衍生工具项下的“供给侧”。