

# 圆信永丰基金:A股处在量变到质变的转折点

□本报记者 黄淑慧



图为洪流(左)与范妍合影。

洪流,圆信永丰基金管理有限公司首席投资官,上海财经大学金融学硕士,历任兴业证券上海资产管理分公司副总监、兴业证券理财服务中心首席理财分析师、德恒证券信息研究部副经理、德恒证券经纪业务管理总部副总经理等,17年证券行业从业经历。  
范妍,圆信永丰基金管理有限公司投资部权益投资副总监,复旦大学管理学硕士,历任兴业证券研究中心助理策略分析师、安信证券研究中心高级策略分析师、工银瑞信基金策略研究员。具有8年证券行业从业经历。

## 周期和成长将出现分化

中国证券报:从基金报告中可以发现,圆信永丰双红利基金在11月末至12月初就增加了周期性行业的配置比例,体现出了对于周期复苏的预判。该基金近期的持仓中,主要是哪些品种,和前期相比有哪些变化?

洪流:在12月下旬,由于创业板涨幅过大,整体创业板的估值水平一度达到90倍以上,我们认为该板块风险较大,进行了仓位的调整。同时,供给侧收缩带来的盈利改善已经陆续在养殖、粘胶、维生素等行业上显现出来,螺纹钢、煤炭的价格也出现了明显的反弹,全社会库存水平偏低,因此我们在11月末至12月初也增加了周期性行业的配置比例。从后续市场表现来看,还是符合我们当时的判断的。

目前主要配置的几个方向包括,房地产产业链品种,包括在一、二线城市拥有土地储备的地产公司,定制家居企业等;供给收缩带来价格上涨的行业,如维生素、养殖等;另外也配置了一些成长股,如环保、新能源汽车、移动支付、电子发票等领域的公司。

与前期有所不同的是,我们前两周的策略观点是,预期成长股和周期股的内部都将出现分化,不再会是周期全面上涨、成长全面下跌,行业配置上周期和成长的配置建议偏向均衡。因此周期股中,在经历了前期一波普涨之后,我们兑现了一部分基本面较为薄弱的周期股,但也保留了一些行业景气度高、确定性较强的行业,特别是一些供给收缩的行业。而与此同时,我们也开始密切关注创业板中的一些估值合理的公司。

中国证券报:短期而言,由于注册制延缓推出、战略新兴板被搁置等因素,以创业板为代表的成长股是否更为占优?

范妍:我们还是认为成长股会出现分化,创业板中有两成左右的公司具备吸引力,我们甚至可以从中挑出动态估值只有20多倍的公司,但是平均估值还是比较贵的,平均TTM70多倍对应20%以上的增长并不算便宜。

中国证券报:前面也提到当前的经济环境并不利于债券市场,为何债券市场并没有充分反映周期复苏的因素?

范妍:一定程度上,债券市场在经历了两年的牛市也开始相对谨慎,这表现在机构纷纷缩短久期,短久期的债券利率下行较快,期票利差走阔,这和2009年年初很相似。随着债券市场吸引力的相对下降,资金可投资的方向更为有限,而且房地产市场经历了前期大涨之后,获利空间已经大为收窄,而现在相对低迷的股票市场在未来半年至一年或许是最具赚钱效应的领域。

从寒冬料峭到生机勃勃,往往是在朝夕之间。随着“两会”期间一系列利好政策的集中爆发,A股市场暖意融融,机构做多的热情迅速回升。圆信永丰基金首席投资官洪流、基金投资部权益投资副总监范妍日前接受了中国证券报记者的专访,他们认为,A股正处在由量变到质变的转折点,随着市场信心的修复,市场积蓄的反弹动能有望逐步释放,重新点燃新一轮行情。

## 信心是市场的关键变量

中国证券报:站在当下的时点,你们对A股市场下一阶段走势的基本判断是什么?

洪流:我们基本的态度是谨慎乐观,A股正处于阶段性磨底的过程中,经历了前期的充分调整,市场上相当一部分品种的估值已经趋于合理,政策面暖风频吹,资金面延续宽松,投资者信心或者说风险偏好是市场的关键变量。

具体而言,从政策、资金、信心三个维度来看,我们不缺政策,不缺资金,惟独欠缺的是信心。从“两会”期间证监会主席刘士余的表态来看,无论是“注册制不可以单兵突进、配套改革需要相当长时间”,还是“未来的较长时间内,谈中证金退出为时尚早”,都体现出了管理层对于资本市场的呵护。从资金角度看,货币政策延续宽松格局,利率处在下行通道中。之前制约市场表现的主要因素是信心,毕竟我们经历了2015年市场大起大落的剧烈波动。

之所以前一阶段市场表现暗淡,一来是市场信心问题,二来也与市场机构投资者结构有关。我们看到,社保、企业年金、保险,包括大量私募基金在2014年至2015年的兴起,他们的投资模式往往基于绝对收益。当市场走强时,他们有较强的兑现欲望;当市场走弱时,他们要么采取对冲措施,要么借市场反弹降低仓位,以获得安全垫的积累。从这个角度来说,市场信心加之机构仓位结构和操作模式的变化,带来了市场相对弱势的震荡过程。

我们认为,问题的原点还是在于信心,信心会经历一个从崩溃、缺失、修复、强化的轮回,从近期情况来看,市场信心已经处在修复阶段。

而从中长期看,无论是从居民大类资产配置、股票市场占GDP比重来看,A股市场未来增长的空间都是巨大的。

中国证券报:近几个交易日市场情绪明显回升,市场转折的时点是否已然到来,还是仍然需要在底部磨合一段时间?

洪流:估值、政策、资金等因素已经为风险偏好的改善创造了前提,但底部的构筑还是需要经历一个过程。趋势性的机会可能仍然需要一些时间,但具备前瞻性的投资者极有可能利用这段时间提前布局。即便在市场底部真正走出之前,结构性的机会也将是层出不穷的。

近期市场情绪的回暖并不意外,事实上在此之前资金对于A股市场的态度已经在悄然发生变化,比如一些高净值客户在这波房价上涨过程中兑现了部分房产,从一线城市二手房交易中出来的资金可能是千亿甚至万亿体量的,这部分资金往何处去,股票市场显然是重要的方向。再比如,大小非已经开始增持,其心态与年初完全不同,这些都是市场传达出的积极信号。

值得一提的是,在移动互联网时代的市场信息反馈机制发生了深刻的变革,行情可能会迅疾爆发。如果大家都达成了向上的预期,就发现市场行情到来的速度远超出我们的预期。

当然,我还是倾向于,底部的生成会出现一定的反复,今年4、5月份可能会存在一个压力点,因为去年这个时候是私募发行最火爆的时候,届时会有大量的私募产品到期。但整体而言,市场向下的风险不大,向上则具备较大的想象空间。二季度将是牌局逐渐清晰的时点,会告诉大家市场往什么方向去。

## 经济处于上行复苏周期

中国证券报:谈到宏观经济,市场近期焦点之一是对当前经济是滞胀还是复苏的争论。你们认为究竟是周期复兴还是周期幻灭?

范妍:从去年四季度以来,我们看到了消费企稳复苏的迹象,无论是房地产、汽车销售,还是餐饮、旅游、交通运输,唯一低于预期的行业是纺织服装。而从供应来看,不仅资本市场对经济预期悲观,实体企业对经济也相当悲观,因此从去年11月份以来到今年1、2月份出现了减产。一方面是下游需求超预期,另一方面是供给收缩超预期,因此带来了我们现在看到的大宗商品价格全面上涨。

悲观预期会有一个修复的过程,会由价格和库存周期来纠正偏差。我们对宏观经济并没有那么悲观,现在看到了经济的企稳,后面有可能看到复苏,如果看到房地产投资的增长,那么我们无疑将经历一轮周期复兴。可能这个周期没有以往那么强劲,是一个偏弱的周期,但不是经济衰退而是经济复苏。

另外,在经济衰退没有兑现之后,一些观点偏向于另一个极端,最近大家对于滞胀讨论得比较多,其实这种观点跳过了一个正常的复苏环节。滞胀之所以能够产生,在于无论需求如何下滑,供给都收缩得更为剧烈。比如美国上世纪70年代的滞胀,重要的诱因是石油危机以及由全球自然灾害所引发的粮食紧缺。当前我们不具备这样的基础,我们有50亿

吨煤炭产能、12亿钢铁产能、40亿吨水泥产能,并且产能利用率不高,那么如果价格上涨所带来的将是复苏周期。

所以对于周期股的上涨,有别于一些市场人士所认为的“供给侧改革”主题投资,我们认为其逻辑在于周期复苏下企业盈利的变化。以钢铁企业为例,从冷轧到螺纹钢,已经全面盈利。

中国证券报:那应该如何看待1-2月份工业增加值仅同比增长5.4%,是2009年以来的最差表现?

范妍:由于企业普遍对经济预期悲观,导致春节前后企业延长了放假的时间,产量下降。粗钢、水泥、有色、煤炭等均有不同程度的减产行为,以至于出现了春节后普遍的工业品涨价和供不应求的现象。从3月中上旬的电厂耗煤数据来看,企业盈利好转后,复产非常明显。因此1-2月份的数据是较为偏激的情况,3月份的工业生产数据将大幅好转。

从经济复苏周期的角度来看大类资产配置,现在最为火热的债券资产反而处于较为不利的境地,大宗商品和股票都要优于债券。在通货膨胀抬头的时点上,配置的资产应当转向权益类方向,而非一味地去追求债券的绝对收益。2%-4%的收益率实际上较难对冲通胀风险。随着经济复苏得到更为广泛的认同,机构的大类资产配置将出现转向,会逐步增加与价格上涨相关的资产头寸。