

# 券商忙开策略会 下半年分歧加大

□本报记者 张莉

进入年中阶段,不少券商机构开始了全国各地的中期策略会活动。不过,从密集发布的中期策略报告内容来看,对于今年下半年的行情,各家券商的预判似乎出现了明显分歧,等待反弹行情还是对市场依然保持谨慎,两方立场争议不断。

值得注意的是,除中期策略会之外,近期券商机构围绕“深港通”主题召开的策略会活动不在少数,部分港股公司应邀参加内地券商路演活动,回应投资港股的相关问题。在业内人士看来,随着深港通开闸信号日渐临近,未来内地客户对港股的投资无疑是各家机构发展新业务的方向之一。

## 机构多空争议明显

今年上半年,A股市场经历了从深度下跌到小幅修复的走势,而受外围复杂因素影响,市场各方对行情的反弹能否出现各持己见。在近期券商召开的策略会上,不少机构对后市趋势的研判则陷入明显分歧之中。

国泰君安的中期策略会认为,实体+金融双重“去杠杆”将继续限制短期A股市场的估值空间,但这将为之后的市场反弹储备更多的超预期空间,预计三季度末、四季度初A股将迎来凌厉的反弹。兴业证券表示,大多数风险可能只是“虚惊一场”。企业中报盈利或超预期,政策环境趋向温和,改革预期逐步明朗,A股在7、8

月很可能迎来“吃饭”行情。

相比乐观派而言,部分券商对下半年行情以及可能存在的风险因素依然保持谨慎态度。中信证券指出,今年年底前,上证指数的运行区间在2350点至3150点之间,而向下空间更大。信用和汇率风险是抬升下半年股市风险溢价的主要因素,前者更重要。国开证券认为,6月市场有望形成小级别反弹,但在熊市背景下,反弹行情在6月中下旬随时可能夭折。

而从操作上来看,分歧双方的建议并不完全一致。国泰君安建议行业配置上紧抓两主线,一是业绩进入长期扩张的“超级周期”,二是估值被低估和错杀的业绩稳定增长的成长股。而在长城证券看来,今年下半年

一是要把握结构性机会,二是要把握好止盈策略,及时兑现盈利,灵活操作,猴年操作离不开一个“猴”字。

## 抢闸“深港通”机会

尽管在下半年行情方面争议颇多,但围绕即将开闸的“深港通”主题,各家券商似乎不约而同地提前开始了业务布局。据悉,近期在深圳、北京等多个地方,不少券商积极筹办深港通策略会,部分港股上市公司和资深港股投资分析师受邀参加了上述策略会,向内地投资者介绍港股投资的机会。

6月17日,证监会在例行新闻发布会上明确表示,目前深港两地证券监管部门以及深交所与港交所之间,

正在密切合作,推进“深港通”各项准备工作,待相关监管规则与技术准备就绪后,今年将择机开通。来自监管部门的明确信号令业界对“深港通”开闸充满期待。

市场普遍预期,深港通的开启有望成为A股市场下一轮行情的主要刺激因素。东方证券指出,在深港通主题下,投资机会主要包括深市稀缺的蓝筹品种、具有一定业绩以及未来具有业绩成长性的个股以及QFII重仓股等三个方向。也有券商机构预期,深港通开通后,不少香港本地中小股和A股同类型板块个股相比估值较低,中小港股的估值有望借此获得提升,这给内地投资者布局港股市场带来机会。

# 保险扶贫显效 承保投资两端现空间

□本报记者 李超

保险扶贫逐步发力的过程中,政策正在从多个方面鼓励保险机构有所作为,大病扶贫、农险扶贫、补位扶贫、产业扶贫等都成为选项。业内人士表示,保险资产端和负债端在金融扶贫工作都存在可以作为的空间,保险公司可以在农业保险、健康保险、针对特定人群的责任保险等方面积极开发保险产品,并在风险可控的前提下,以债权、股权、资产支持计划等多种形式,参与贫困地区基础设施、重点产业和民生工程建设,以达到扶贫目的。中国证

券报记者日前在浙江调研时获悉,保险扶贫在当地已经部分显效。除信贷扶贫和小额贷款保证保险外,农村小额人身保险也在帮助低收入人群规避风险、帮助政府解决因病致贫等问题中发挥了作用。

在金融扶贫工作的推动过程中,保险业逐步开始发力。日前,保监会与国务院扶贫办联合发布了《关于做好保险业助推脱贫攻坚工作的意见》。《意见》提出,要充分发挥保险机构助推脱贫攻坚的主体作用。鼓励保险资金以债权、股权、资产支持计划等多种形式,积极参与贫困地区基础设施、重点产业和民

生工程建设。对在贫困地区设置保险分支机构、开办扶贫保险业务、贫困地区保险资金运用产品予以优先审批或备案。此外,设立中国保险业产业扶贫投资基金和中国保险业扶贫公益基金。保监会主席项俊波表示,在精准扶贫上有所作为,保险业考虑可以从大病扶贫、农险扶贫、补位扶贫、产业扶贫等四个方面做好工作。

保险业近年来在扶贫方面的工作已经部分显效。在产业扶贫方面,小额贷款保证保险的发展可以为困难群众脱贫致富提供资金支持。例如,宁波市政府出资3500万撬动了小

微企业和个人贷款100多个亿,财政资金的效用被放大300倍。此外,行业还在积极探索农业保险加农业信贷等信贷扶贫模式,以及扶贫小额贷款保证保险,来带动所有保险公司参与扶贫的积极性。

分析人士指出,保险扶贫具有天然优势,可以通过市场化机制放大财政补贴资金使用效益,并能够通过大数法则覆盖足够多的贫困人口。在精准扶贫方面,保险公司可以对因灾因病等不同原因致贫返贫的贫困人口开发有针对性的扶贫保险产品。虽然近几年各地的保险机构都在强化保险扶贫的体制机制功能,但要进一步

将这些优势放大,还需要再认识、再挖掘。

浙江省自2014年起全面推广农村小额人身保险,截至2015年底实现县(市、区)全覆盖,乡镇覆盖面达到35%,共为3.7万人次支付各类保险金超过1亿元,不仅帮助低收入群体规避了风险,还帮助政府解决了因病致贫、因病返贫和社会稳定等问题,与“新农合”、“新农保”共同构建了农村多层次保障体系。丽水市所辖庆元县、遂昌县等地的低保户、务工人员和残障人士在参保后出险,均及时得到了保险公司的赔付,部分缓解了经济上的难题。

# 汇丰晋信丘栋荣:我们不需要伟大,只要当好匠人

基金经理的目标应该是什么?成为巴菲特、索罗斯?

“我想,我们首先是做好‘匠人’,而不是一开始就想做‘伟大的投资者’。”汇丰晋信大盘基金、双核策略基金经理丘栋荣说。

丘栋荣管理的汇丰晋信大盘基金五年排名持续在同类股基排名第一;而相对较新的双核策略基金同类混合基金中过去一年亦排名前十。

“在自己的体系里简单、纯粹、心无旁骛的把策略执行好。只要这个流程是对的,那么结果就大概率正确。”丘栋荣解释取得优秀业绩的原因听起来平淡无奇,但有多少人能做到呢?就像《百鸟朝凤》中,那么多会吹唢呐的人中,也只有一个焦师父,一个游天鸣。

## 不等“时间玫瑰”的价值策略

问:您觉得匠人是什么?

丘栋荣:匠人的世界就是一个体系。吹唢呐是焦师父的世界,什么曲子用什么唢呐,什么指法,如何换气吐纳,都是他的体系。投资也是一样,价值策略也好,趋势投资也好,对冲量化也好,每个人有自己的体系,至少作为职业投资人,应当如此。

问:您的体系是什么?

丘栋荣:我管理的汇丰晋信大盘基金和双核策略基金是遵循着PBROE选股流程,这可以算是我的体系。

简单说,就是“低估值-高盈利”的选股流程。即选择那些“性价比高”的个股进行投资,在承担合理风险的基础上追求合理的回报。

另外,这个体系下其实还包括了资产配置模型以及业绩归因分析和风险控制体系。

问:“低估值-高盈利”听起来就是价值投资?



丘栋荣:是的,就是价值投资策略。但我们不是大多数人理解的常规的价值投资,比如选择“便宜的”、“有护城河”的公司,长期持有等待收获之类。我们的价值策略是“相对低估值”策略。

问:和传统的价值策略有什么不同呢?

丘栋荣:第一,传统的价值投资强调“长期投资”,重仓持有后等待“时间的玫瑰”慢慢绽放。但对我们来说,每个时间点都是独立的。

打个比方,一些价值投资拥趸会说,我看好的某只股票,持有十年一定会赚。但我们不太相信未来可预测,我们会首先考虑风险,更加谨慎,所以我们不会有这么强的偏好,押注某一公司,哪怕最喜欢的公司可能也会很快变成不喜欢的。比如2014年三季度,我们非常看好券商板块,但仅仅一个季度之后,我们认为其可观的上涨幅度已经让其性价比迅速降低,所

以立即减仓。

(注:中信券商指数在2015年1月进入调整,3月份反弹后在4月达到高点17757,随后随大势一路向下调整至今约8100点。)

第二,传统的一些价值投资者,会习惯于在安全范围内投资,往往青睐白马成长股。我们也喜欢这类股票,但不仅仅关注这些。

有时候,我们甚至会做一些极端的投资,比如投资一个注定会消亡的行业。但只要目前看起来回报足够,就可以投资,五年、或者十年后消亡又与投资人有什么关系呢?只要目前这些公司足够便宜,能够覆盖风险,那么同样值得投资并能赚到钱。我们也会买周期性行业,甚至别人不看好的。比如之前我们买地产股,但并不是因为预测房价会涨,而是因为其隐含回报高。即使房价下跌,也有足够的盈利支撑。过去几年,我们很多盈利都是在银行、地产这样别人觉得没有成长性的板块上赚到的。

第三,我们认为,便宜是相对的,而不是绝对的。

同样估值的公司,一个成长性高,一个成长性低,当然前者更便宜。周期行业和医药行业,如果同样是1倍的PBROE,我可能会倾向后者,因为医药行业盈利质量更好。再比如,电力行业的ROE很好,估值也低,但我可能也会保持谨慎,因为其盈利很多是由于政府补贴带来,而一旦补贴不在,ROE会大幅下调,估值也就便宜了。

问:听起来,“价值投资”也挺复杂的?

丘栋荣:对。价值投资需要立体的看公司指标,而非单单的向上曲线一种可能性。查理-芒格说过,价值投资是很复杂的。对任何价值进行量

化,并比较不同价值载体之间的优劣,这需要非常复杂的知识。

问:对价值进行量化如何理解?

丘栋荣:拿定增、重组这样的“催化剂”事件来解释,我们的团队中,是不简单讲“催化剂”这种概念的,而是要将“催化剂”量化到“能给公司带来多大的盈利增长”。催化剂其实很难评估,定增、重组、并购,这些事件的确有价值,但同样风险很大。我们只会借助公开信息、独立的价值体系去看待这些催化剂,来判断是否有价值。

比如一些具有改革概念的蓝筹股,估值足够低,盈利和市场景气度已触底,市场价格几乎反映了所有利空预期。这样的股票,未来下行的可能性小,下行空间也不大。相反,一旦改革预期落实,盈利超预期的概率极大,股价必然会有比较出色的表现。

问:您认为你现在在哪个阶段?

丘栋荣:我们在努力追求超额收益。我们的体系只是流程,不是工具,不是量化的产物,主动分析判断的成分还是很多的。比如一只股票是配5%还是10%,差别很大;同样PBROE指标下,选择哪只个股;以及对风险、投资目标的理解等等,都很难用数据来评估。尤其在归因分析中,就能发现很多并不是体系带来的阿尔法。

问:看您管理的基金的年报数据,似乎机构投资人占比很高?

丘栋荣:对,相比个人投资人,机构投资人可能更容易接受这样的理念,即追求风险、收益的合理配比。我们不能承诺收益,承诺结果,只能说期望结果大概率的落在我预期的区间内。即使有时候结果并不如意,但只要流程没有问题,我们依然会坚持。投资本质上就是概率问题。

对于投资人来说,投资赚钱也并不需要感谢管理人,而应感谢自己做了正确的选择。对投资管理人来说,也不应迎合不合理的投资预期,以至于设定了错误的投资目标。 —CIS—