

谨慎看多来年行情 挖掘中小创成长股

□北京富国大通资产管理有限公司总裁助理
沙泉

四季度以来,大盘蓝筹股拉升,带动上证综指回升到2014年底的位置,经历过去年的股灾和今年初的熔断,市场在怀疑中和恐慌中走出了一年的修复性行情。投资者普遍认为今年的市场太难赚钱,四季度大盘蓝筹,上到业绩改善的保险,下到行业景气度一直下降的造船股,甚至一直亏损的“两桶油”都出现了不俗的表现,市场再现“二八”行情,甚至个别交易日“一九”行情也在上演,只赚指数不赚钱这是投资者的共同感受。不少投资者从股灾中退出后,也没能再重新参与到市场当中,从交易量上可以看出今年整体的确是存量资金的博弈,但一年的行情十分精彩。

富国大通认为,绩优权重股,比如近期受到险资追捧的万科、格力、联通等个股明年业绩充分释放之前,还可能有一定的上涨空间,而煤炭、钢铁等周期股需要谨慎面对,在供给侧的作用下,期货市场价格暴涨的推动下,大宗商品价格出现短暂的快速上涨,周期股票也在跟涨,但考虑到全球经济还未恢复正常的增长水平,需求端的增长并不可持续,所以对于钢铁、煤炭等板块需要保持谨慎。

从2016年的行情一路走来,回想年初熔断后众多机构对未来行情的悲观,现在来看市场有的时候会在绝望中产生修复行情,在怀疑中产生上涨行情,在一致看涨预期中见顶回落。笔者认为,对于2017年的行情不必悲观,也不要过度乐观,各个板块依然会有机会,市场的表现富国大通认为依然是结构性行情,从以下几个方面对来年市场的变化进行梳理。

对市场不利的影响主要有以下几点:

第一、从货币政策上看,近几年的货币宽松政策边际效益递减,M2持续增长依然较快,央行公布的前三季度新增贷款10.16万亿元,而GDP增速勉强维持于6.7%,如果2017年继续实



施宽松的货币政策,那么会引起超预期的通胀,对于经济结构调整和供给侧改革的进程会加大调整和改革的难度,所以2017年货币政策应当从宽松走向中性偏紧。所以,不能指望明年的行情是由宽松的货币政策驱动的“牛市”行情。

第二、2017年“黑天鹅”事件或许比2016年更多,面临的情况更为复杂。美国大选结束后搞出“黑客门”计票错误等新闻,即便希拉里不能够重新成为总统,但特朗普的执政之路不会一帆风顺,特朗普的一些关于移民的政策和货币政策,可能会造成美国国内政局不稳,经济向好预期可能反转,2008年金融危机以来一直坚挺的美国股市其实也一直存在调整的可能,所以如果美国加息,美股的下跌会给全球股票市场带来连锁反应。

法国、荷兰、德国、意大利等国明年相继大选,大选的结果会左右欧元的走势,甚至会导致欧盟名存实亡。我们注意到自欧债危机以来,欧盟除了德国和法国的经济在企稳,其他受债务危机影响较为严重的国家并没有走出泥潭,欧盟的作用在这些国家的经济恢复中发挥的并不有效,造成近年民粹主义抬头,不论这些国家是

否脱欧,都会对欧盟的前景产生冲击。所以欧盟的危机会影响中欧贸易,而美国贸易保护主义的抬头,会影响2017年中国的进出口贸易。所以,明年全球经济依然是一个触底过程,不能指望国内经济快速触底修复,股票市场也难以走出单边暴涨行情。

第三、M1和M2剪刀差不断抬升,从历史上看,这曾造成股票市场的风险。根据数据统计,历史上的M1、M2剪刀差目前出现过三次;第一次在2000年6月,上证指数从1996年初的537点上涨至2000年6月1928点;2001年大盘见顶2245点;第二次剪刀差出现在2010年,上证指数从2009年的1664点反弹至3478点,指数在2010年形成顶部;第三次就是当下,之前两次的剪刀差,股市都出现见顶后的慢熊走势。

基于以上的几方面因素,对于2017年的行情,我们认为是一种震荡型的结构性行情。对市场有利的几个方面来看,2017年货币政策手段受到束缚,财政政策将会有腾挪的空间,全面实行营改增,结构性减税已经板上钉钉,对于处于转型期的高端行业是个利好,能够更加突出每股业绩的表现。实施积极的财政政策,基础设施建设尤其是高铁建设和城市轨道交通受益明显。

近期人民币外流速度依然被严格控制,房地产打压政策执行也十分坚决,所以资金会寻找一个出口,股市的增量资金有望入场。主板市场在下半年走出估值修复的行情,而中小创走的是挤压估值泡沫的行情,伴随着主板市场行情阶段性到顶,富国大通认为新一年行情很可能在风格转换中发生。

2017年财富配置策略,富国大通建议,主要关注受益于财政政策影响基础设施建设加快的工程机械板块,受益于PPP订单增加驱动未来业绩的基建板块,考虑到中小板创业板的成长龙头股在2016年估值泡沫充分的挤压后伴随业绩恢复增长的高成长工业4.0概念板块,适度配置价值低估的医药股。

行压力,保增长更多的需要依靠基础设施建设的高增长。

看好新兴市场权益资产

基于对2017年全球宏观经济弱复苏以及流动性边际拐点的判断,笔者认为“低利率、高波动”的资本市场环境不会改变。在此背景下,投资单一类别资产很难实现理想的风险收益比。只有做好大类资产的配置,才能有效抵御市场的高波动并分享各类资产的合理回报。而在大类资产中,笔者综合经济基本面、估值等方面的考虑,相对看好新兴市场权益类资产的投资价值。

作为新兴市场中的一部分,笔者看好A股在2017年的配置价值。首先,从估值水平来看,经历2015年下半年和2016年的调整后,A股目前整体的估值水平处于历史中低位位置。横向对比全球市场,其估值水平也明显低于欧、美等主要股指。其次,从市场环境看,改革预期的上行有望提升市场整体的风险偏好,有利于风险资产的表现。低估值提供的安全性以及风险偏好改善带来的潜在收益使得A股的“性价比”凸显。

笔者对发达国家的利率债和投资级债券持谨慎态度,看好新兴市场国家的权益市场,如具有改革预期支撑的印度股市以及低估值且受益深港通影响的香港股市。

2017年,大宗商品中的工业金属价格仍有向上的空间。而贵金属中的黄金由于负利率时代的结束,趋势性的投资机会有限。不过,全球不确定性仍然在上升,黄金作为避险资产,可能更多展现出博弈的价值。

国内债券方面,经济短期企稳暂时无法证伪,监管层去杠杆态度明确。在“抑制资产泡沫”的基调下,交易过于拥挤的利率债短期存在调整的风险,但从中期来看,宏观经济仍然存在一定的下行压力,利率债在调整后后仍然具有配置价值。信用债风险并没有完全释放,因此笔者对信用债品种整体持谨慎态度。

债市当前调整 意在中期蓄势



□博时基金 王申

近期偏紧的资金面和剧烈波动的债市成为市场关心的热点。对于利率水平定位,笔者认为,目前的大幅调整是对前期市场过度乐观预期的修正和单一脆弱的交易结构的扭转,宏观上看中期是市场蓄势的过程,对于长

期内利率水平进一步下台阶表示乐观。

关注经济潜在增速缺口变化

目前经济长周期的底部平台尚未找到,但中短期内大概率不会出现“断崖式”的下滑。2011-2014年过程中,经济经常出现阶段性的下滑,主要原因在于实际增速距离潜在增速较远,经济向下的内生性牵引较强,宏观调控节奏一旦错位,容易引发实际增速的大幅下行。而经过2014-2015年经济潜在增速缺口的明显收窄,目前我国经济实际增速距离潜在增速不远,内生性的断崖式下滑概率较低。

中期内最关键的变量在于政策对实际增速的选择。如果宏观政策依旧保持对实际增速的诉求,而潜在增速下行的趋势不变,潜在增速缺口面临重新小幅扩张的趋势,从而引发类滞胀格局出现。需要警惕类滞胀对货币政策的制约,以及可能被动引发的流动性冲击。

由于中短期内经济内生的大幅下行动力不足,宏观调控政策更多的重心将移向抑制资产泡沫和抑制金融杠杆。但如果看不到对实际增速诉求的放弃,大量僵尸融资需求无法得到出清,大量冗余流动性无法通过市场出清被消灭,抑制资产泡沫的努力依旧会演变为各类资产“按下葫芦浮起瓢”。

流动性冲击引发的债市回调

目前所有的大类资产价格(期限利差、信用利差、转债转股溢价率、创业板估值等)都指向一个方向:由于宏观无法选择自发出清的路径,而实体经济持续走低,过于充裕的流动性持续堆积在金融资产领域,使得估值被持续维持在高位没有经历充分调整,流动性利差的价值洼地被挖掘殆尽。所有大类资产面临共同的最大潜在风险:流动性冲击。

近期债市出现显著的回调,表面上看是委外资金边际收紧的结果,但从根本上说,这是抽紧流动性的必然结果,委外资金在边际上力度降低只是导火索。这点我们在10月出现MPA事件时已经反复强调,委外推动下的钱多资产荒逻辑在动摇,调整时间长度和幅度都会比8月显著,目前看市场印证了我们之前的判断。

但我们认为,债券市场再度钱荒的可能性不高,但是抑制杠杆套利空间是比较持续的政策目标,而市场之前忽视了抑制杠杆套利空间的诉求和努力。这需要在收益率的定位上把对这点持续的忽视给体现出来,这主要反映于期限利差和信用利差的走扩上。

债市中期蓄势、长期乐观

对于利率水平定位,我们的观点是“中期蓄势、长期乐观”。目前的大幅调整是对前期市场过度乐观预期的修正、是对前期过于单一脆弱的交易结构的扭转,宏观上看是市场蓄势的过程。蓄势的过程复杂波折,潜在增速缺口重新面临扩张,出现阶段性的滞胀压力和内生积累的流动性冲击都会对收益率构成压力。蓄势的过程可能会至少进行到2017年2-3季度,后面政策定调可能出现变化。蓄势过程结束、利率重归下行大通道的信号,是政策放弃实际增速诉求,潜在增速缺口重新进入收敛趋势,债券牛市的真正结束需要看到潜在增速重新进入上行的大周期拐点,但目前来看,距离这一点尚远。

全球经济步入弱复苏 看好A股配置价值

□广发基金 曹世宇

回顾2016,全球经济特征可以用“流动性泥潭”和“黑天鹅频发”来概括;而资本市场则表现为“低利率”和“高波动”,无论是海外还是国内,低风险高收益的资产逐步被消灭,投资单一资产很难回避资产价格高波动带来的风险。

展望2017,笔者认为全球宏观经济会进入“弱复苏”周期,全球流动性或出现边际拐点,“黑天鹅”事件发生的频率提升,资本市场“低利率”和“高波动”的特征将会延续。基于对2017年宏观经济和流动性的判断,笔者相对看好新兴市场权益资产以及大宗商品中的工业金属和能源。

全球流动性边际拐点或来临

放眼海外,全球经济增长乏力,以欧、日为代表的主要经济体为了刺激经济而不断加码货币宽松,通过增加央行的资产购买量和下调利率来释放流动性,一度开启前所未见的“负利率时代”。与发达国家陷入流动性泥潭相对应的是今年全球范围内黑天鹅事件频发:英国脱欧、特朗普爆冷当选美国总统、土耳其政变未遂、韩国总统朴槿惠引咎辞职。因而,全球陷入流动性泥潭和黑天鹅事件频发成为2016年全球经济的主要特征。

展望2017年,笔者认为可以总结为两个特点:全球经济弱复苏以及流动性边际出现拐点。从经济复苏来看,今年三季度的经济数据显示美国经济呈现弱复苏迹象,美国当选总统特朗普扩大财政刺激、减税等政策主张有利于美国经济的复苏进程。在流动性方面,美联储12月加息成为大概率事件,虽然加息进程缓慢,但流动性再宽松的概率大幅降低。欧洲和日本经济复苏并不乐观,但它们的长期国债利率水平自三季度以来都有明显抬升,长端利率已经脱离负



利率区间。这些表明全球流动性的边际拐点可能正在到来。

国内方面,虽然2016年第四季度经济呈现企稳迹象,但笔者认为新常态下经济增速中长期探底的趋势仍未改变,2017年GDP增速相比2016年仍有小幅下行压力。判断的依据是拉动经济增长的三驾马车中消费、出口面临压力,而投资方面地产投资又受调控政策影响。消费方面,10月以来地产调控政策密集出台,地产销售降温会导致建材、家电、家具等地产相关消费受到负面影响;购置税减免政策促使2016年汽车消费高增长,但2017年在高基数的影响下,汽车消费对经济的拉动效果边际减弱。因此,2017年消费整体面临减速的压力。

出口方面,虽然人民币汇率持续下行,但受累于全球经济复苏乏力,出口的改善空间有限。特朗普主张贸易保护主义,逆全球化趋势下全球贸易规模存在收缩的风险。因此国内出口要脱离负增长区间仍有较大难度。在投资方面,构成固定资产投资的三大块中制造业投资短期复苏乏力,地产投资受调控政策影响有较大的下