

创业板触底反弹或启动 成长风格走向回归之路

□鹏华创业板指数基金经理
张羽翔

2019年或成为资本市场重要的承前启后之年。新年伊始,对市场不利的消极因素日益削减,一方面,市场所担心的“去杠杆”、“股权质押”、“商誉减持”等问题正逐步得到改善;另一方面,市场正面的积极因素逐渐积聚,流动性进一步宽松,投资者悲观情绪逐步扭转,或带领创业板行情启动,并引领成长风格走向回归之路。

从机构配置角度来看,公募基金早已提前布局,加仓创业板。2018年基金四季报显示,公募基金创业板配置比例为14.44%,较三季度显著上升2.40个百分点,为2018年以来首次显著比例提升。

便宜就是硬道理。自2015年6月至2019年初,在三年半的时间中,主要指数均经历大幅调整:上证综指下跌超50%,沪深300下跌超40%,创业板指下跌超65%……如果将视角切换到估值,调整的幅度更大。截至2019年2月14日,Wind数据显示,目前大盘指数估值处于10倍附近,历史估值分位数处于30%左右;创业板指估值约30倍,历史估值分位数处于3%左右,位



于极低值区间,具有极强的投资价值。

指数调整的背后,是不利因素的一一消化与出清。从盈利周期角度来看,创业板在2018年年报迎来历史性低点,2019年将逐季改善。2018年创业板受大量商誉减值的影响,整体业绩预告业绩增速大幅回落,创2010年以来的新低,历史性盈利底出现。2017年、2018年集中计提商誉减值后,2019年创业板的商誉减值风险大幅降低。随着业绩预告披露完毕,创业板的商誉减值风

险逐步降低,叠加利润推移,2019年创业板的企业盈利情况大概率将逐步好转。

股票质押风险也在逐步缓解。2019年1月31日,监管部门研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》,拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例,减少资本占用,进一步支持证券公司遵循价值投资理念,加大对权益类资产的长期配置力度;另一方面,拟取消“平仓线”不得低于130%的统一限制,交由证

券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力,与客户自主约定最低维持担保比例;同时,扩大担保物范围,进一步提高客户补充担保的灵活性。政策的近一步放松,有利于缓解创业板股票质押风险。

2019年以来,央行连送新年红包,持续释放货币政策宽松信号。从降准到各式流动性工具的出台,流动性将持续宽松,无风险利率持续下行,其中十年期国债收益率进一步下降,有利于投资者风险偏好的进一步提升,利于创业板逐渐走强。

情绪的积累常常会有临界点。2019年开年以来至2月14日,创业板指上涨近10%,成交量逐步放量,受到市场广泛关注,人气逐渐上升。展望2019年,投资者情绪将逐渐从过度悲观中修复,市场的悲观预期将会出现边际改善,当前价格与合理估值之间的差距,也会逐渐收窄。

大道至简,否极泰来。我们并不能精准预测市场底部的点位、上涨的高度、运行的轨迹和节奏,但是我们可以通过观测市场指标、经济基本面指标、市场无风险利率指标、风险偏好指标、政策面状况等做出合理判断。

优质权益资产价值重估



□煜煜投资研究部总经理、煜泰系列基金经理 冯超

自2018年底开始,货币政策和财政政策边际宽松环境逐渐形成。虽然可以预见2019年上半年经济压力仍存,但以减税为核心的财政政策会逐渐显现正面影响,而1月份超过3万亿的新增信贷数据有可能预示着社融增速的见底。政策环境有利于托底整体经济增速下滑,宏观经济和企业盈利有望在2019年中期出现触底拐点。

同时,美国经济数据以及美联储的“鸽派”表现,很可能预示着美国本轮加息周期的结束。而美国的货币政策导向往往决定全球流动性方向。2月7日印度央行率先将基准利率下调25个基点至6.25%,预计后续将跟随美联储结束加息,其他主要经济体的货币政策也会转向相对宽松。海外流动性的宽松趋势,也会为国内的各种政策打开更灵活的空间。

因此,这将极大地改善宏观流动性环境,对于经济的托底效果将会逐步显现。预计近期仍会有积极政策不断出台(减税、基建托底、专项债、因城施策的房地产政策微调、金融支持民营企业等),以及进一步深化改革都有望继续提振资本市场的风险偏好。

外资不断增持

开年以来,以沪深300指数和恒生指数为代表的中国市场主要指数均有10%以上的涨幅,股市“春季躁动”在春节后仍在继续演绎。今年的春季躁动具有非常明显的特征,就是外资对于优质中国权益资产的不断增持。1月份通过陆股通流入资金超过600亿元,而2月份仅5个交易日北上资金流入近300亿元规模。外资对于A股的长期配置可能只是一个开端,随着MSCI等指数对于中国市场的配置权重提升,仍然会有持续的外资长期配置中国股票市场。预计2019年就将有5000亿-6000亿元规模的海外资金流入中国股市。

“春季躁动”背后的投资逻辑其实是全球相通的。其一,经历了2018年各种风险暴露和悲观情绪的充分发酵,A股和港股的估值已经处于历史相对低位,即便从全球横向比较来看,也是具有吸引力的估值水平。其二,中国经济经历了“供给侧改革”、“去杠杆”等一系列的洗礼,各个行业都逐渐涌现出越来越坚韧的优秀企业,这些优质企业会在中国这个潜力巨大的市场里穿越牛熊。

优质权益资产正经历价值重估

虽然2019年仍然面临着经济下行的不确定,但政策和流动性对于资本市场都是相对有利的条件。

重新审视中国资本市场,在中国优质权益资产结构性牛市的起点上,中国优质权益资产的价值将进行重估。从中国现实和国际经验对比来看,当前中国居民财富配置中权益投资的比例还很低,居民财富绝大多数集中在房产和固定收益理财产品。随着房地产进入存量时代、利率市场化逐步完成,房产和固定收益理财产品的投资回报必将逐步走低。在中国经济从快速规模增长到质量和创新升级的换挡期,优质股权资产代表了具有经济效率和创新能力的企业,而随着外资等长期投资者不断改变中国投资者结构,优质权益资产也将成为社会财富配置的重要方向。

优质权益资产重估的机会可以着眼于以下三个方面:首先,低估值的“硬资产”可以提供长期稳定收益,具有可持续的商业模式、独占稀缺性重资产、稳定业绩和充足现金流的公司是长期机构投资者青睐的投资方向。其次,估值合理的“好公司”可以作为核心收益,关注具有国际竞争力、商业护城河、核心资源并具有稳定中低速的公司。“好公司”从国际经验来看都是长跑冠军。中国拥有最完整的制造产业链和基础设施配套,也拥有全球最大的消费市场,可以长期看好在消费和智能制造领域具有竞争优势的好公司。最后,是拥抱未来的“创新企业”,关注在大数据时代拥有真实技术创新、拥有平台价值、对生产关系及组织变革具有革命意义的公司,真正创造价值的“创新企业”将带来未来的超额收益。

全球经济增长放缓 黄金吸引力持续提升

□博时黄金ETF基金经理 王祥

近期,黄金吸引力持续提升。最新统计数据显示,今年1月中国人民银行连续第二个月增持黄金,黄金储备从2018年12月末的5956万盎司增加至2019年1月末的5994万盎司,共计增持38万盎司。两个月合计增持黄金量约为70万盎司。国际方面,2018年,全球央行官方黄金储备增长了651.5吨,同比增长74%,是有纪录以来的第二高。此外,全球黄金ETF持仓量在过去两个月中增加了6%。来自世界黄金协会的最新统计显示,2019年1月,全球黄金ETF和类似产品的持仓总量共增加72吨,上升至2513吨,相当于流入31亿美元资金,实现连续第四个月的净流入。

笔者认为,对于2019年,国际金价或走出2017-2018年的盘整区间,迎来一波可观的上涨行情,但整体走势可能仍较为波折,波动区间较过往两年或放大。总体而言,随着经济内生增长动能的减弱,美国权益市场处于高位可能对货币政策进一步收缩带来约束。伴随市场风险偏好与经济展望开始转折,与实际利率的共振有望提振2019年的国际黄金市场。

全球经济增长放缓 驱动市场避险情绪

在全球经济一体化的背景下,全球经济增长可能出现,各国央行的货币政策也可能开始重新调整,这会进一步影响到黄金资产的表现。

首先,与国际金价相关性明显的美国实际利率在2018年11



月末开始出现明显下行,中短期债券收益率更是出现倒挂局面。回溯历史,期限利差的倒挂预测了美国经济的历次衰退期,美国减税激励效果已经开始边际减弱。从实际数据看,美国消费者信心指数以及房地产行业数据已经连续数月不及预期,这些情况都开始影响美联储的升息路径。与之前的态度相比,美联储自11月起已快速切换至谨慎思路,加大对经济压力的关注,并引导市场降低2019年的升息预期。由于油价的回落,通胀压力所给予的加息预期也被压缩。另一方面,升息节奏的放缓将导致欧美利差预期的变动,利差的收敛有望降低美元的吸引力从而提升黄金表现。最重要的推动力量或许来自股市疲软的对冲需求,2018年美股在利率上行的背景下受压的仅是估值水平,而2019年随着经济瓶颈向企业盈利的传导,估值与盈利预期的转弱可能加大美股的波动风险,这种情况或会在2019年继续发酵,

令低息的黄金资产更具吸引力。

另外,由于美国利率水平的抬高,美元不断回流美国,非美市场美元流动性持续减弱。部分外债负担过高的国家在对美贸易受到挤压的情况下,开始出现债务甚至是货币危机并且在一定程度上激发了市场的避险情绪,即便是处于发达国家之列的欧洲,也面临着经济放缓的风险。欧洲央行宣布退出刺激政策,但不排除使用政策工具来解决未来经济放缓问题,显示货币当局对市场信心略显不足,欧元区部分国家民粹政党的兴起以及2020年美国大选年期间对外贸易的激进倾向,使得欧洲的经济前景愈发黯淡,这将在很大的程度上激发市场的避险情绪。对于避险资产来说将有望获得青睐。

关注风险的不确定性 黄金投资宜着眼长期

市场对冲经济下行风险的需求正在显现,对于2019年的黄金来说,最大的不确定性在于美

国经济放缓持续时间会有多久,程度会有多深,美联储的货币政策转向力度将会有多大,美联储的货币政策目标和特朗普的大选目标能否形成统一。

从技术走势来看,我们认为,2019年国际黄金的运行空间有望较过往两年有所上移。从时政与金融政策的节奏来看,2019年内价格走势可能会呈现两头高中间低的态势,不过考虑全年市场的不确定性因素较多,市场预期不断修正,也会对国际金价的走势路径产生较大影响。

对于黄金这种特殊的资产而言,究竟是长期持有还是短期博利,让我们用数据说话:过去15年,人民币黄金价格复合年均收益率为6.6%,是大宗商品领域中表现最好的产品(数据来源:wind,截至2018年11月30日)。即使与同期A股9.3%的年化收益率相比,由于黄金市场波动率仅为A股的一半,说明其获取收益的稳定性相对更高,也证明了黄金长期持有的价值所在。

但由于黄金本身对外部局势与金融事件的敏感性较高,影响黄金短期价格波动的因素也比较多,在不同的市场环境会轮流成为左右价格的主要矛盾,但是持续性又相对较弱,仍以上述过去15年的数据为例,取任意时点,对不同持有期限下的收益回报和正向收益概率进行回溯,可以明显观察到,在持有期2年之前,其复合年均回报和投资正收益的概率均与投资期限的长短保持正向增长,持有期拉长到3年以后,该相关趋势有所减弱甚至转向,因此,两年的持有一期或是投资黄金市场适合的时长。