

2016年首月,A股出现持续的剧烈波动,而春季期间,发达国家股票市场同样迎来剧烈震荡,春季行情不再,怎么看待全年投资的危与机?且听听私募基金经理们怎么看。

## 在大机会来临之前保持定力

余爱斌

2016年A股市场开年不利,春节休市期间外围市场又持续动荡,市场信心再度面临考验。

当前市场仍处于大的下行趋势之中,但调整周期或已进入中后期,主要风险已经释放,部分板块及个股投资价值逐步体现。但严重高估的成长股、题材股泡沫还需要进一步出清,市场整体仍将继续震荡向下寻底,短期操作上仍将保持谨慎,应该耐心等待大的趋势性机会的到来。

首先,从市场的运行周期来看,2012年12月到2015年6月是一个大的牛市周期。其中,2013年、2014年市场以震荡上行、结构性牛市的演绎为主,在此期间,主板市场是震荡行情,创业板则表现为持续上涨的牛市;2014年三季度以后,赚钱效应持续体现,流动性大幅宽

松,场外资金持续入市,市场进入全面牛市,行情演绎到后期全面泡沫化的阶段。去年6月市场暴跌,表面上看跟管理层收紧对股市杠杆资金监管有关,但根本原因跟过往牛市泡沫破灭一致,即资金推动的泡沫化行情由于增量资金枯竭而迅速逆转,这场暴跌并非牛市中的回调,而是典型的大级别牛市泡沫破灭后的调整。2015年10月份以来的上涨是典型的存量资金回补仓位的反弹行情,随后市场在今年1月继续快速调整,再次确认了市场仍处于大的调整周期之中。

市场的运行有其对称性和均衡性,一轮大级别牛市行情结束之后,市场必然进入较大的调整期。而本轮牛市由于有大量杠杆资金的作用,调整过程更为迅猛剧烈。从去年6月份至今的半年多时间里,市场罕见地经历了多次全面跌停潮,大盘指数累计跌幅已经超过40%,创业板、中小板指数累计跌幅已经超过50%。

其次,从本轮市场周期大的基本面逻辑来说,主要的应该是经济结构转型和流动性宽松。就当前形势而言,经济结构转型已经取得一定成就并必然继续深化推进,但流动性继续宽松的大逻辑已受到挑战,主要体现在边际增量上,也就是说流动性整体宽松的大环境并未根本改变,但是增量宽松政策空间明显受到抑制。

一般来说,货币的宽松首先会体现为利率下降,但利率水平下降到一定程度后,继续下行空间有限,经济进入常规的货币政策工具无效的“流动性陷阱”阶段,货币当局不得不实施非常规的量化宽松政策向市场直接注入流动性。然而,当前量化宽松的主要障碍在于资产价格和汇率水平,如果这两项指标均处于高位,量化宽松只会导致大量的资金外流,而对实体经济和资产价格的刺激则相对有限。

最后,从更大的视角来看,中国市场面临的困境也是当前全球金融市场的共同问题。2008年金融危机以后,各国均持续实行宽松的货币政策,流动性宽松刺激资产价格上涨,全球主要的股票市场最近几年都经历了一轮或大或小的牛市周期。

2015年以后,首先是美国货币宽松政策开始转向,而其他经济体的货币宽松也面临边际效应递减的问题,资产价格难以继续攀升,长期宽松导致金融体系杠杆高企,资产价格一旦掉头就很容易形成负向反馈,形成大的调整走势。

2016年开年一个月,全球主要股票市场均已大幅调整,部分市场指数显示,可能已经进入熊市周期。因此,本轮A股市场的调整周期又会叠加一个全球金融市场的共振影响,预计市场运行更为动荡复杂。

(作者系深圳聚洋资本总经理)

汇利资产总经理何震:

## 猴年A股“反N型”走势 看好需求端机会

春节前A股市场大幅调整,上海汇利资产总经理何震认为,指数下跌到2600点、2700点位置,再结合当前的利率和市盈率水平看,市场估值基本合理,在这个区间要逐步加仓,而不是规避风险。

何震认为,现在影响市场的核心因素首要的是汇率政策,如果要稳定汇率,就会牺牲货币政策。同时,全球经济都比较脆弱,美联储加息对新兴市场影响很大,但加息的目的是应对通货膨胀,现在通胀没有起来,因此,加息预期有望降低,人民币汇率能够稳住。

何震也强调,股市上涨需要大的逻辑,经济基本面不好,原来市场对改革充

满希望,配合宽松的货币政策,出现了改革预期牛市。但现在预期破灭,市场过度悲观,出现巨大震荡,后面还会有预期修复、估值修复的过程。所以,猴年市场会经历宽幅震荡,前期指数的高点和低点都有可能被打破,走势可能会是先跌后涨再跌。

今年中国经济能否好起来,何震认为将取决于三大因素:一是压缩过剩产能,供给侧改革是非常好的政策,去产能要坚决;二是鼓励、引导需求端,提升市场需求;三是减免赋税,鼓励民间资本进入,中国经济内生性动力很强,民间的力量进入,有望早日实现转型。国家已经加

大财政投入,增加财政赤字,通过债务置换盘活地方债务,还有大规模减税,春节以后大部分建设项目都会启动,市场会好起来。同时,之前市场担心股票发行注册制带来供给增加,估值中枢下移,何震认为,注册制的推出肯定会控制节奏,不会造成负面影响。而且市场流动性仍将充沛,十年期国债利率很低,加上债券去杠杆,资产荒使得资金仍会流向权益类市场。

传统行业通过压缩产能,可能会出现一定机会,但并非他的关注点。何震主要看好需求端的机会,如传媒文化、互联网、医疗服务、养老、消费升级等领域。他

认为,生物医药行业比较稳定,周期性不强,具备长期投资机会,看好精准医疗等细分领域;各个行业转向互联网是大趋势,新公司会不断涌现,看好视频、IP、传媒等子行业;虚拟现实板块虽然技术尚未产业化,A股还没有合适的标的,但技术会很快成熟,未来会是万亿级的市场。

在具体投资操作上,何震表示,今年市场波动会比较大,需要做好仓位控制。他们会确定大致的区间,确定整个市场的价值中枢,低于它就仓位高一些,高于它就仓位低一些。目前位置是低点,可以加仓,但向上空间有多少,还要观察市场情绪面的变化来确定。

## 希望与风险并存 首先要活下去

刘俊

2016年的A股,希望与风险并存,投资上必须做出新的变化,而基础是注重应对与风险控制。

过年期间海外市场大幅动荡,全球似乎都开启了熊市避险模式。随着全球动荡加剧,美联储加息预期被调低,短期人民币贬值压力得到缓解,给我们留出一段难得的喘息时间。总的来看,全球宽松的货币环境不会立刻收紧,只是边际变化减弱,出现新一轮系统性金融危机可能性不大。我们必须回到最大的基本面:转型和改革,这才是中长期的决定性因素。

2016年中国经济工作五大任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板,政府展示出推动供给侧改革的决心。

中国大力推进系统性改革,这是一场改革与时间的赛跑,是希望与风险的竞赛。虽然短期必将经受阵痛,但这无疑是一条正确的道路。改革进程会不会在两会后加速,需密切观察。

可见,2016年面临的国际、国内形势错综复杂,对于做绝对收益的机构而言难度加大。

风险是涨出来的,机会是跌出来的。在底部区域,大家看到的都是风险。当然,并不是说A股已经见底,而是部分优质股票的中长期估值已跌出吸引力。在大跌之后,如果产能出清和改革能取得突破,对2016年A股不宜过分悲观。

但是,由于内外形势的复杂性,做绝对收益的投资者仍需将风险控制放在首要位置,积极应对。对外紧盯汇率和大宗

商品,对内重点跟踪系统改革推进和“三去”的进展,防范结构性的风险暴露。此外,2016年对A股影响较大的事件还有养老金入市、MSCI纳入中国指数、战略新兴产业推出等。

成长仍将是投资主线。当前整个经济体量、投资者规模和可选标的都比之前更多,经济结构的优化也将在更多细分领域得到体现。如果能以有安全边界的估值去持有盈利可持续发展的公司,永久丧失本金的风险就不大,这是投资上的大概率。中国传统周期性行业的衰落和新兴行业的崛起都处于进行时,结构性变化带来的机遇与风险并存,A股有望进入选股者的时代。

2016年的投资在指导思想上,必须牢牢做好两个控制:风险控制和净值回撤

控制,做好仓位管理;在应对思路上做好两手准备:一方面,对于已跌出安全边界的优质成长股,等待合适时机,做好扣动扳机的准备;另一方面,市场在底部区域的波动性是巨大的,必须要做好防范极端情况的准备;在投资思路上,注重两个匹配:行业景气趋势与个股安全边界的匹配、个股估值与业绩的匹配,做好个股精选;在品种选择上,充分考虑业绩的兑现程度和行业景气度变化,积极寻找中长期有较大市值成长空间的行业和公司。

对于投资本身而言,复利增长是第一定律;对于私募基金来说,留在牌桌上活下去是第一位的。我们仍将控制仓位,做好应对,保持客观、开放的心态,谨慎前行。

(作者系上海泽延投资董事长)

## 2016价值回归 掘金传统行业

金斌

春节期间,外围市场大幅波动,给本已飘忽不定的A股市场又增加了一抹阴影。短期来看,对于已经历过大幅度调整的A股影响未必会很大,但客观来说,过去几年A股累积的涨幅更多的只是估值水平的提升,基本面展望其实是在逐步走弱。

资金推动+政府控制股市供给造就了之前的牛市。过去几年赚了钱的投资者,大部分只是策略上的成功,和选股能力关系不太大。而很多人未能意识到这一点,以为赚钱是因为找到了真正的成

长股,可以抱着它们穿越牛熊。结果潮水退去,发觉只是美梦一场。所以,认清这是一个什么样的市场,应该采取什么样的策略以及钱是怎么赚来的,很关键。

2015年底以来事情起了变化。在控制供给方面,未来随着注册制、战略新兴产业等制度性的改革措施,股票市场的供给会慢慢增加;资金推动方面,央行为了减轻人民币贬值压力,延后了降息降准的时间,在一定程度上限制了国内货币政策的空间。所以,除非这些东西再变回去,否则就必须换一种玩法。鉴于此,我们一方面会持续观察市场环境的变化,更加注重这些变化的动态修正和调整自

己的市场展望及投资策略;另外一方面,坚持从基本面和估值两方面出发,严格选股标准,不投机,老老实实做一个股东去赚企业成长的收益。

未来我们将重点关注以下几个方面:第一,人民币贬值压力减轻,甚至还有一定的升值压力时,释放了国内货币政策的空间,有利于股市反弹行情的展开。央行在春节前发布的2015年第四季度货币政策执行报告中明确表示,不降息降准的原因是其信号意义太重,容易加大人民币的贬值压力。但最近人民币贬值压力有减弱的迹象;第二,A股市场估值分化严重,在整体估值偏贵的背景

下,依然有许多具有较强长期竞争力的企业的价值被低估,结构性机会依然存在。牛市重势,熊市重质。我们对过去两年涨幅巨大、热门的新兴产业持谨慎态度,更愿意在传统行业里掘金。虽然传统行业整体形势不佳,但是优势公司的市场份额提升加上竞争力增强,收入及利润仍有较大的上升空间。得益于市场的不喜欢,估值又恰好处于低位,这正是价值投资者的机会。

牛熊转换往往就在一瞬间。不固执、时刻反思自己是否正在犯错的投资者,更容易把握机会,回避风险。

(作者系深圳丰岭资本董事长)

## 华夏未来巩怀志:控制风险基础上寻找优质个股

进入2016年,A股市场经历快速下跌,春节期间欧美股市也跌跌不休,在华夏未来资本投资总监巩怀志看来,近期全球资本市场、商品市场剧烈波动和黄金等避险资产快速上涨,体现了投资者对全球经济前景和金融市场风险的悲观态度。

2009年以来,全球经济结构和发展状况并没有出现实质性的改善,反而再次积累了债务风险和资产价格泡沫。2015年以来,美联储开始加息、金砖国家经济陆续陷入低迷,使得全球股票市场陷入困境,逐步转向的货币政策和疲弱的经济基本面令投资者不得不重新审视股票市场。

巩怀志认为,A股市场在快速下跌后具备小幅反弹的动力,原因在于美元加息力度的预期有所弱化,人民币汇率阶段性趋于稳定;同时部分投资者对货币政策的宽松预期仍然存在,再加上两会即将召开,政策对经济、市场的扶持对股票市场也具有稳定作用。

但巩怀志强调短期反弹难改长期趋势。他认为,今年A股市场总体上难以出现大的行情,将维持弱势震荡格局。核心因素是几个根本性矛盾并没有得到解决。第一,人民币高估和贬值预期显性化,加之美元加息,导致资本外流继续;第二,汇率压力掣肘货币政策的宽松进程;第三,经济处于转型周期,叠加供给侧改革,势必增加短期经济下行的压力,企业整体盈利短期难以改善,高负债领域压力加剧;第四,大部分股票估值仍然偏高,注册制、战略新三板即将推出,将带来供给量增加,市场出现估值回归过程。另外,大宗商品价格持续下跌,全球经济增速下行,金融市场不稳定因素不断累积,投资者风险偏好下降,资金避险意识增强。

巩怀志表示,2016年对A股市场的核心看法是客观冷静、不悲不喜,市场回归价值。

他认为,虽然负面因素较多,但流动性仍非常宽松,无风险利率不会很低;经济弱势,仍有政策托底,不会出现断崖式下跌;改革创新快速推进,产业升级,新的增长点不断形成;供给侧改革作为长期的重要利好,短期会产生两三年的阵痛,但切掉毒瘤后,经济整体才能真正好起来。目前正是改革最关键的时

## 可以不乐观 但也别悲观

姚兴存

春节期间网上会看到很多回乡见闻,今年的看来感觉有三个特点:一是重男轻女的思想得到惩罚,农村适龄男女比例严重失调;二是房地产供应严重过剩,很多农民是乡下一幢楼城里一套房;三是农村的理财需求很大,尤其是在各种类型的非法集资破灭之后,大家都在询问如何投资股票。

其实这几点就是当前经济的缩影。第一点反映的是劳动力供应跟不上,第二点反映的是房地产供应过剩,经济结构调整压力大,第三点反映的是缺乏可实现稳定收益的投资资产,也就是我们所说的资产荒。

把第一点和第二点结合起来看,结论可能就是今年的经济不会好。

期,长期来看中国经济再次进入健康轨道可以期待。

从A股市场估值来看,巩怀志认为结构性高估是最大的问题。沪深300目前加权市盈率为10倍左右,但全市场2800多家上市公司中,有1000家的市盈率水平高于70倍,另有450家处于亏损状态。若流动性或风险偏好出现变化,2016年将是非理性估值股票从市梦率、大牛市状态逐步清醒过来的“梦醒时分”。

因此,巩怀志表示,为追求长期稳健的投资回报,在系统性风险较大的情况下,今年的首要任务是控制风险,公司所有产品在1月初大幅降低了股票仓位,运用无风险套利等量化投资策略提高投资回报,同时将绝大部分资产配置在货币、回购等稳健收益品种,使得投资人资产处于安全的境地,即使出现区域性的金融危机,组合也不至于失控;在这个基础上再追求个股的收益,基于深入研究和价值分析,在市场风险大幅释放后以合理的价格买入具备未来增长潜力的公司,共享公司持续成长带来的长期回报;最后是在今年高波动的市场中,在严控风险的基础上适度把握阶段性机会。

那么今年市场的机会在哪里?巩怀志认为,要广撒网,深研究,寻找优质个股。在系统性机会缺失的市场中,真正具备价值的优秀成长公司将脱颖而出。2016年市场回归价值后,再次为具有长远打算的投资者带来了用合理价格买入优质公司的机会。

他认为,无论是出身于中小创、新三板,还是中型经典成长类公司,抑或是大盘蓝筹,在这个大变革的时代,都会有一批把握住历史机遇、勇于改革创新的企业发展壮大。

他认为,短中期来看,蓝筹股通过供给侧改革,从今年下半年到明年,可以逐步关注产能去化、供需渐趋平衡、业绩边际改善的投资机会;经典成长股当中,通过不断创新、研发,或者改善市场、服务,能够继续保持成长性;中小型、新兴产业公司必然有爆发性增长出现,新的盈利模式和商业模式,比如新型消费、新技术、新应用等领域都会产生大机会。因此,铅华洗尽之后,在不断涌现的新兴领域中,在稳健增长的蓝筹群体中,在供求变换的周期板块中,都有值得投资者挖掘的“金矿”。

劳动力的供应下降影响的是10年以上长周期的经济增速,未来几年的经济增长数据都不会好看。而房地产供应过剩,按照国外的经验,最好的情况也只是以时间换空间。如果以上两点是危,第三点就是机。市场估值在半年时间里跌去一半,即使考虑经济增速下降的因素,整体估值基本回到2014年底的水平。对于价值投资者来说,半年多时间就出现了一个轮回的机会,应该多加珍惜。

如果是趋势投资者,在指数跌去一半回到大箱体的前提下,反弹随时会到来,所以也要睁大眼睛,随时待命。经济确实不好,但股票又回到了轮回的起点,我们可以不乐观,但也别悲观。

(作者系深圳九旭资产执行董事)

(本版文章均摘自今日出版的《中国基金报》)