

【基金经理手记】下一阶段市场方向与配置方向（上）

刘 瑞

A 股经历了上半年前四个月的较大幅度反弹后回调了近两个月的时间，期间创业板回撤幅度较大约为 20%左右。随后，习大大和川普普通电话的消息催化市场小幅反弹了两周，幅度约为 10%，之后用了不到一周就基本又回撤到 6 月中旬的低点。

近期交流中发现不少投资者都表示对市场方向和配置方向比较迷茫。下面我们希望简明扼要通过两个问题解决如上问题：

- ✓ 当前市场处于什么位置，后市如何判断？
- ✓ 核心资产交易是否拥挤？

当前市场处于什么位置，后市如何判断？

随着互联网技术的发展，信息媒介愈发高效，多年前只有经济学家关心的问题现在变成了百姓茶余饭后拉家常的话题，“贸易战、去杠杆、房产税、经济转型、人口问题”等等。我们认为将再正常不过的周期性问题和中长期结构性问题混淆在一起是有失偏颇的，从单一视角、基于短视时间维度、以线性思维出发评价改革转型和结构性升级以及全球竞争格局对投资决策是无益的。人类的记忆通常较短，如果能够从大历史观出发，立体地站在以往的关键时点上去体会和思考，那么对于我们今天所处的情景及未来的判断就会减少一些悲观而多一分积极。

用心去体会中国过去四十年改革开放过程中所经历的磨练和取得的进步后，

我们丝毫不怀疑中国继续深化改革、加大开放促进创新提升质量和效率的决心和能力，基于巨大的单一需求市场优势以及开放自由的市场化环境，我们发现越来越多最一流的、充满干劲的新一代创业者们正在突出重围，新旧动能切换正在加速，这着实令人兴奋。

在当下时点我们仍然认为决定未来 3-5 年 A 股中长期收益率的因素是估值。犹如每个人的审美标准不同，对于同一个估值水平不同投资者的认知也不同。我们认为以上证 50 为代表的价值蓝筹指数当前的估值水平实际上低于 2014 年初的水平，即，上证 50 当前 10x 左右的估值水平实际上低于 2014 年初 7x 左右的估值水平。

投资的核心本质是机会成本的比较，在风险溢价水平较稳定的情况下，无风险收益率决定了权益资产的中长期收益率水平。在过去二十年中，中国的无风险收益率体系较海外相比复杂一些。美国的无风险收益率可以参考十年期美债收益率，而对于国内而言，之于不同资金体量、久期要求的投资者可以选择收益率远高于十年期国债的各类资产，例如信托、P2P、余额宝、银行理财、房产等。

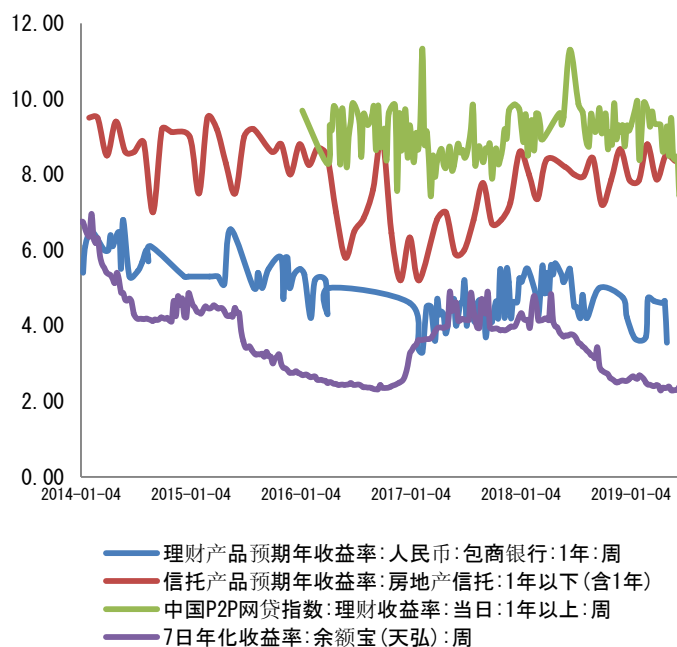
然而，近几年我们看到随着刚兑的打破，过去国内高得不甚合理的无风险收益率正在长期、大幅度、快速地下降，这对于系统性提升权益资产中长期估值中枢十分有益：

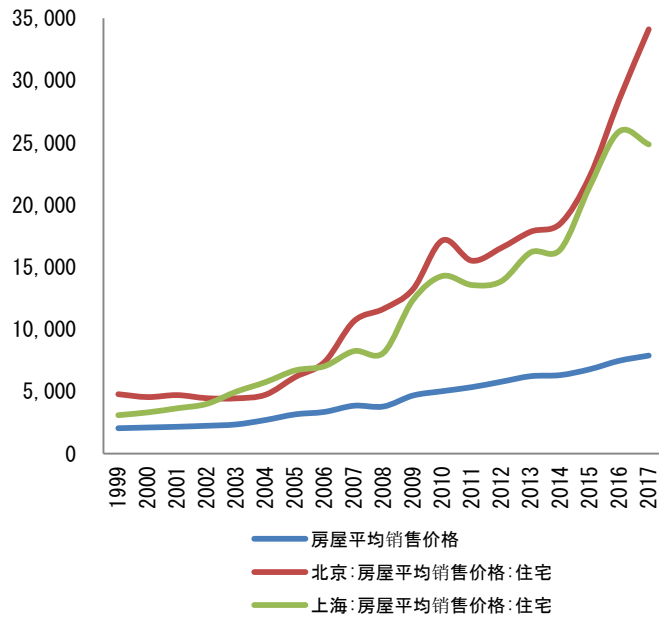
- 1、信托产品：打破刚兑破冰，长期看信托公司依靠自身资金无法提供足够大量的刚性兑付产品

- 2、P2P：刚兑已被打破，投资者被教育不会再将其视为无风险收益投资

3、余额宝、银行理财产品：收益率在去杠杆&无风险收益率下降双驱动下迅速下降，从几年前的 6-7%降至当前的 3%以下

4、商品房：过去二十年最稳定、收益最高的资产，全国平均年均收益率近 8%，一线城市年均收益率近 12%，长期被看作无风险高收益资产，未来其长期稳定无风险高收益刚兑将被打破





过去主流的“无风险收益”资产一方面刚兑打破成为风险资产，另一方面收益率大幅下滑。在此背景下，我们需要去动态评判 A 股的性价比高低。为了探讨这个问题，我们采用风险溢价这个角度看问题。基于数据研究，我们发现当前 10x 的上证 50 估值相对于十年期城投债收益率、城商行一年期理财收益率、余额宝 7 日年化收益率、一线城市房价年涨幅的溢价水平相对于 2014 年年初 7x 的时候分别提升了 2%、3%、5%和 6%，换句通俗的话说就是，当前 10x 的上证 50 相比 2014 年 7x 的时候反而更具性价比。

理解了这一点，从我们的角度而言，就不会有类似“当前不是历史最低估值水平，在极端情况下会有近 30%跌幅的风险”这样的担忧。反之，我们坚定认为，纵使短期或许有波动，但 A 股以上证 50 为代表的价值蓝筹宽基指数是全球范围来看罕见的、难得的、会给投资者带来中长期确定性无风险收益的投资品。

	2014 年	2019 年	权益 ERP (2014-2019) ，房价假设未来 cagr=6%
十年期城投债	6.6%	4.50%	-2.1%

城商行一年期理财收益率	6.80%	3.60%	-3.2%
余额宝 7 日年化收益率	7.00%	2.40%	-4.6%
一线城市房价年涨幅	12%	N.A.	-6.0%
上证 50 收益率	14.3%	10.0%	



— 中债国债到期收益率:10年:周 — 中债城投债到期收益率(AAA):10年:周 — 市盈率(PE), rhs