



理性、从容，在市场中进化——关于近期股市调整的看法和我们的应对策略

理性、从容，在市场中进化——关于近期股市调整的看法和我们的应对策略

今年以来，短短的一个多月，股票市场相继出现年初我们预测的最好的情况，也出现了预测最差的情况。中信证券红利价值产品的净值也出现了较大的回撤，再次说明了市场的高深莫测以及投资人在市场面前的渺小。

这次调整是由外围引发的，诱因是对美国紧缩的预期，基本原因包括：1) 美股连续多年上涨，目前估值处于历史上较高的水平；2) 近期美股国债收益率曲线走平，引发市场风险偏好的调整；3) 美国近期经济数据向好，失业率水平降低，引发联储进一步紧缩的预期。美股的调整进而传导到国内，引发了 A 股的大跌。

我们认为 A 股市场目前为止系统性风险是相对有限的，主要基于以下的理由：1) 经济基本面来看，中国经济最脆弱的时期已过。经过供给侧改革，中国经济最为脆弱的高产能、高库存和高杠杆已经得到有效的改善，尽管依然面临着去杠杆的压力，但经济发展的系统性风险大大缓解；从未来几年经济的展望来看，党的 19 大描绘了宏伟的发展目标，对我国面临的经济发展的主要矛盾和解决路径都做出了清晰的部署，未来的不确定性大大降低；2) 市场层面，A 股市场经过 2015 年股灾之后，市场的资金杠杆大为降低，且经过 2015-2017 年的业绩增长，市场的估值水平处于相对合理的水平。当前上证 50 市盈率 11.65 倍，沪深 300 市盈率 13.88 倍，相对于市场预期的 2018 年 10% 的业绩增长来看，都难言泡沫。

在我们清楚的看清所处的环境之后，我们的操作策略也就清晰了。我们认为这次 A 股市场的调整主要是受到美国市场的调整导致的，A 股市场面临的基本面和市场本身没有发生大的变化，A 股本身也不存在明显的资产泡沫。我们需要做的就是坚持我们的投资策略，沿着产业升级的方向买入我们长线看好的公司：

1) 受益于消费升级的公司。中国经济虽然从总量上占到了全球 GDP 的 15%，但在人均 GDP 产出方面，只有美国的 1/8，日本的 1/5，发展空间巨大。受益于中国改革开放 40 年的财富积累和城镇化水平的不断提升，中国已经形成约 2 亿人规模的中产阶级。财富的积累使得消费从基本的衣食住行向高端的产品形态和服务形态演变；

2) 受益于制造业升级的公司。中国在过去快速发展的 40 年形成了规模化、集群化、低成本的制造业基础并成为全球竞争优势。未来，工程师红利将接力劳动力红利，技术创新接力低端制造，互联网发展比肩发达国家加快传统工业的改造和升级，中国进入制造业升级的快速发展阶段。根据我们的草根调研，中国在家电、家居、工程机械、通信设备、新型建材制造等方面的升级在不断提升，全球竞争力凸显；

3) 受益于传统产业市场集中度提升的龙头公司。供给侧改革将在中国经济转型的道路上起到关键的作用，诸多行业将重新洗牌，不符合环保要求、没有规模经济效应、靠低价劣质竞争的企业将被洗牌出局。在格局重塑的过程中，传统行业龙头企业凭借较高的品牌、优质的质量和卓越的性价比水平，将逐步扩大市场份额，建立稳固的竞争优势。

市场波动不是风险，反而是我们以更好的价格投资“三好学生”（行业空间大、增长速度快、竞争壁垒高）股票的机会。股票的价值永远是越涨越贵、越跌越便宜，在经过本轮大跌之后，我们又能够看到相当多的股票开始进入红利价值选股的视野。我们需要做的就是组合保持适度流动性的前提下，及时调整组合的结构，不断选择性价比高的“三好学生”。

股票投资是个长跑的过程，中国经济多年持续、稳定、快速的成长为投资人带来了丰富的投资标的，也带来的丰厚的回报。中国作为全球增长最快的经济体，在工业基础、产业集群、工程师红利、资本获取等方面将继续不断强化优势，沿着产业升级的道路不断提升经济发展的质量和效率。这个过程必将产生伟大的投资机会！

大的波动让管理人头脑更加清醒，操作更加理性，我们将继续完善我们的投资策略和组合构建，在市场中不断进化。中信证券红利价值在过去得到了持有人的大力支持，资产规模也快速增长至 22 亿。信任意味着责任，我们将继续秉承“为客户创造价值为最高目标”的原则，加倍努力，力争为我们客户创造更好的收益！

刘琦

2018 年 2 月 11 日

免责条款：本资料对未来的收益预测仅供投资者参考，不构成管理人、托管人保证委托资产本金不受损失或取得最低收益的承诺，过往业绩并不代表未来表现。集合资产管理计划的投资风险由投资者自行承担。投资者在参与集合资产管理计划前，请认真阅读并理解相关业务规则、计划说明书、集合资产管理合同及风险揭示书的全部内容。本资料仅为产品推介材料，不作为任何法律文件，亦不构成任何要约、承诺。投资需谨慎。