



## 淡定、长线

最近股市大跌，大家都很焦虑。短期的股市总是很难预测。无论是年初的持续上涨，还是近期的大幅下跌，还是下周的行情，这里面夹杂着很多情绪面的因素，我们觉得很难预测。短期总是看不清的情况下，怎么应对呢？

1、大部分时间我们不猜测大盘方向，我们更关注企业的中长期发展与估值水平。我们看到不少行业的竞争格局还在持续改善，很多公司正在从国内行业龙头发展为行业绝对龙头甚至成为全球行业龙头，而当下的估值并不高，这些公司中长线持有应该会有不错的收益。以合理的价格去获得持续成长的股票，这就是我们一直坚持的 GARP 策略。

在 2015 中期，我们发现市场很难找到“又好又便宜”的股票，很难选出符合 GARP 策略的股票，当时我们通过对冲或降低仓位来应对，后来在市场的下跌过程中，我们的产品回撤相对略小。

这两年以来，宏观基本面持续改善，中小成长股整体估值大幅下杀，我们在调研中也不断发现市场上有不少符合 GARP 策略的股票，这些估值合理且长期成长性良好的股票也逐步成为我们的持仓。在行业、公司基本面方向不变的情况下，市场下跌过程中，这样的股票会越来越多，我们也会趁机增持这类股票。

在这次市场急跌过程，我们通过调研等多种方式确认，目前重点行业与重点公司的基本面情况保持良好。

2、对股市中长期的方向，我们有一个基本判断，不一定对，可以供大家参考。

(1) 美股涨了 9 年，持续回调的可能性是有的，目前美国股市估值和历史均值比还是略高。在美国经济向好但持续加息的过程，美股的走势很难预测。

(2) 如果美股止跌启稳，A 股大概率会启稳。

(3) 如果未来 1-2 年美股处于震荡下跌通道中，中国股市也不一定会跟着震荡下跌。

美股经历了 9 年牛市，期间 A 股并没有跟着持续上涨，两个市场的估值、投资群体、资金流向、盈利周期、政策导向都有所不同，两个市场涨跌同向或背离的时间都不少。

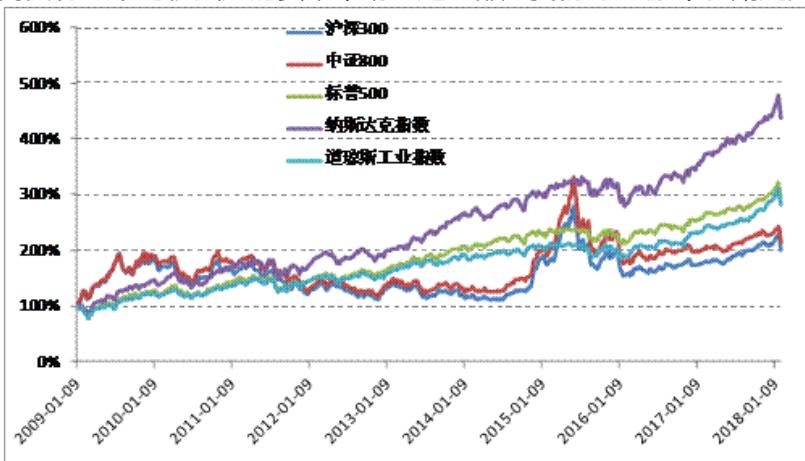
以 2 月 9 日看 TTM 估值，A 股沪深 300 指数 (PE14 倍、PB1.6)、中证 800 指数 (PE15 倍、PB1.7 倍) 的估值都大幅低于美国标普 500 指数 (PE 约 24，PB3.1 倍)，港股指数估值则更低。

从市值总量上看，A 股市值 53 万亿，港股大陆公司约 21 万亿，中概股 3.9 万亿，合计约 78 万亿，接近中国 GDP；美股总市值约 250 万亿，是美国 GDP 的两倍。从总量与估值来看，当下，A 股都比美股更有吸引力。

港股通以来，两个市场投资资金相通性提高，但外资对A股还不是决定性因素，陆股通在A股去年净买入约2000亿，目前外资（含陆股通）存量大约1万亿左右，占A股可流通市值（不含大股东）比例不到4%。2017年，A股的资金流出额（包括IPO融资、定增融资、印花税、交易佣金、基金管理费、融资利息等）合计约在1.5万亿左右，A股资金流入额估计是超过了流出额，估计外资流入占去年资金流入比例不到15%。近期外资有所流出，今年将加入MSCI，长线角度外资仍然是趋于增加A股的配置。

（4）今后1-2年，股市的重要扰动因素还会是金融去杠杆，近期也出现了一些高杠杆产品的止损。2015年大幅上涨后的金融去杠杆（查配资等）触发了股灾，从投资人到监管层都有所反思，现在的估值环境、杠杆情况与策略环境相对更为从容，各方都不愿看到“化解风险”触成了风险。

（5）A股的中长期走势，不少人是有共识的。中国经济基本面仍处在温和向上的阶段，市场化改革开放也在推进，企业盈利将持续增长，居民增量资产配置中房地产投资占比下降仍会是大概率趋势，股市下跌后的估值更有吸引力。越来越多的政策制定者认识到，无论是鼓励创新，还是让更多人分享中国经济的发展，还是宏观去杠杆，都需要有一个比较强大的资本市场。这些都是我们对A股中长期走势相对乐观的原因。



3、我在年初时曾给自己写下几条建议，在市场火热之时有所淡忘，在此再温习一下：

“以存量资金的假设去选股，努力获取超额收益，选股的时候淡化对大市的假设。”

“更加严谨地分析白马蓝筹，牢记，好公司不等于好股票；”

“更加深入地挖掘中盘二线蓝筹，人弃我取，逆向思维；”

“更加注重风险控制，股市短期波动不是风险，你管的产品经受不了波动才是风险；”

4、中信证券卓越成长集合计划的规模从2017年初的3.1亿份到现在的55亿份，众多投资人对我们寄予了厚望。我们一定会继续努力。中信证券卓越成长近期仍维持较高仓位，结构也没有明显的变化，净值也随市场下跌而明显回撤，我们感受到了持有人和客户经理们的焦虑，但我们更希望大家在大跌时保持淡定，养成中长线投资或定投产品的好习惯。

我们来“选好股票，长线投资”，你们来“选好产品，长线投资”，我们一起长线投资！

中信证券资管张晓亮  
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。