

上投摩根孫芳：市場持續調整，我為什麼對未來堅定樂觀

自 2018 年 1 月以來，A 股市場就接連下台階，至 8 月 20 日上證綜指已創下 2016 年 3 月以來的歷史新低。伴隨股市調整的，是對市場的信心低迷。中美貿易摩擦、債務違約、P2P 平台集中爆雷等風險因素爆發，讓市場的風險偏好極具下降。

A 股的調整進行到什麼階段？是該抄底，還是遠離？**上投摩根副總經理、投資副總監孫芳**認為，雖然這半年 A 股市場并不友好，但站在當下展望未來，投資者應該更加堅定樂觀。靈活的政策調控策略、巨大的內需市場以及強大的創新能力，都使中國經濟具備長期韌性，尤其當市場短期估值水平急劇下降時，長期投資機會就開始顯現。

問：近期中美貿易摩擦持續升級，引發市場擔憂，您怎麼看？

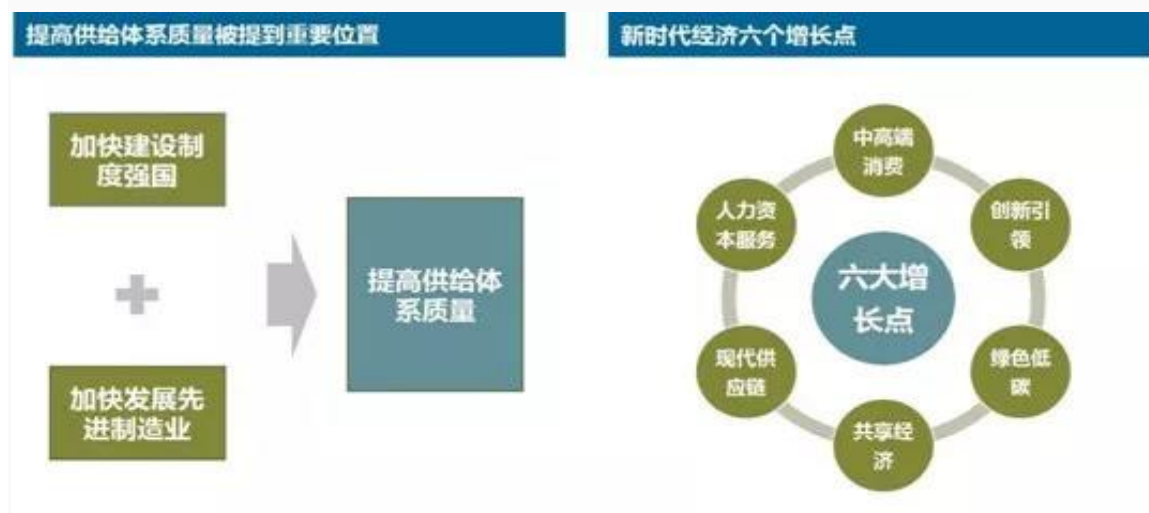
孫芳：關於貿易摩擦，一個很好的案例是日本。中國與 80 年代的日本相比，有幾個地方是比較類似的。首先是出口對兩國的經濟增長都具有舉足輕重的作用；第二，美國政府都處於貿易高度逆差、財政赤字較高的階段；第三，中國和日本當時國內的經濟狀況也是非常像的：房地產價格較高、債務水平很高。所以發生中美貿易摩擦是時間問題，但同時也要認識到中國和日本之間，還有兩個重要的不同，這也是

爲什麼我有信心認爲，中國不會重蹈“失去的 20 年”覆轍。第一是，人民幣匯率穩健，像日元當年快速升值的可能性較弱，避免了日本在《廣場協議》之後出現的很多在國際貿易不利的情況。第二，中國對於房地產的調控決心和手段都在不斷加強，避免如當年日本一樣，房地產價格繼續暴漲，最終成爲拖累經濟的毒瘤。

同時，我們還要看到中國經濟優勢的地方。

首先，是中國這個超過 14 億的超級內需市場，其中包括至少 4 億中等收入群體。

有這樣一個巨大的消費基數在，無論是挖掘內在經濟增長動力，或者是開展對外經貿往來談判中，都有十分重要的意義。



其次，是中國政府始終將尋找經濟新增長動能放在至關重要的位置。在十九大報告當中，習近平提到，我國現階段經濟增長已經從高速發展變成了高質量發展的要求。

一方面通過供給側改革淘汰落後產能，推進先進產能，改善環境，實現青山綠水。另一方面，在製造業當中通過工業智能化、系統化、技術升級等等實現工業升級。在整個製造方面，我們希望可以提高技術水平去發展一個製造強國。在新動能方面，主要還是圍繞消費和創新。消費方面，我們有 14 億人口的巨大基數，內需方面的挖掘有源源不斷的資源。創新方面，我們擁有全球最高的高學歷人才的產出，在這樣的“工程師紅利”基礎上，我們的創新有強大的原動力。而且制度紅利尚未釋放，未來應該具有巨大的推動力。

實際上我們應該對未來更有信心，因為在中國這樣一個大的市場當中，在我們的制度紅利其實還沒有怎麼釋放的前提下，我們已經有不少的空間可以來騰挪。我們相信隨著經濟的發展，以及國際形勢的變化，可能未來在制度方面我們會看到更多的開放，所以應該對未來更有信心。

問：您剛剛為我們描繪了一個中國經濟的長期趨勢。如果從 6 個月的時間尺度看，你覺得未來市場的機會在哪裏？

孫芳：首先談一下宏觀的判斷，目前大家都有一個共識，經濟會前高後低，6 月份已經呈現了向下的態勢。但是現在我們看到貨幣政策正在邊際寬鬆，積極財政政策

也已經非常有指向性了，比如說中西部基建，還有一些 PPP 項目都會加速釋放。種種迹象證明，下半年的經濟增速會比想像的略好。



△ 數據來源：Wind 上投摩根 數據截至日期：2018.6.30

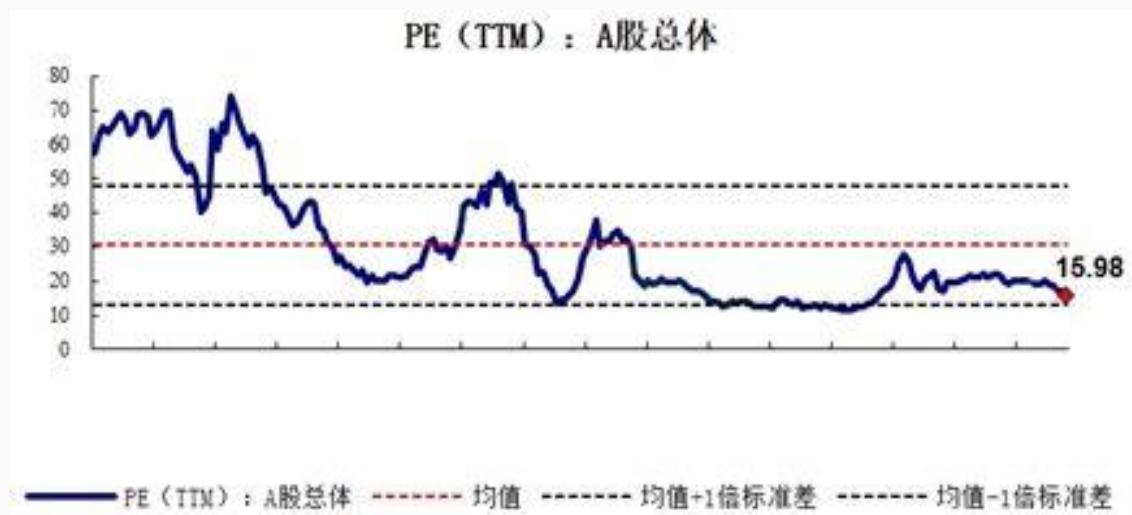
從中觀行業角度來說，有很多行業的盈利水平還保持在良好的水平。比如說鋼鐵行業，現在鋼鐵價格已經回到歷史高位，但是整個行業的庫存是比較低的，隨著 8、9 月份生產旺季的到來，預計庫存會進一步增加。因此我們覺得這個時點之後，主動補庫存還是逐步好轉。

流動性的環境，我們認為是確定性改善的，會比上半年有大幅度改善，貨幣政策正在邊際寬鬆。信用風險方面，上半年是壓制市場風險偏好最主要的因素，最近情況

已經有所改善，高等級品種的成交逐步活躍，低等級品種方面，至少目前真實的信用定價已經開始了，好的資產還是有人關注。

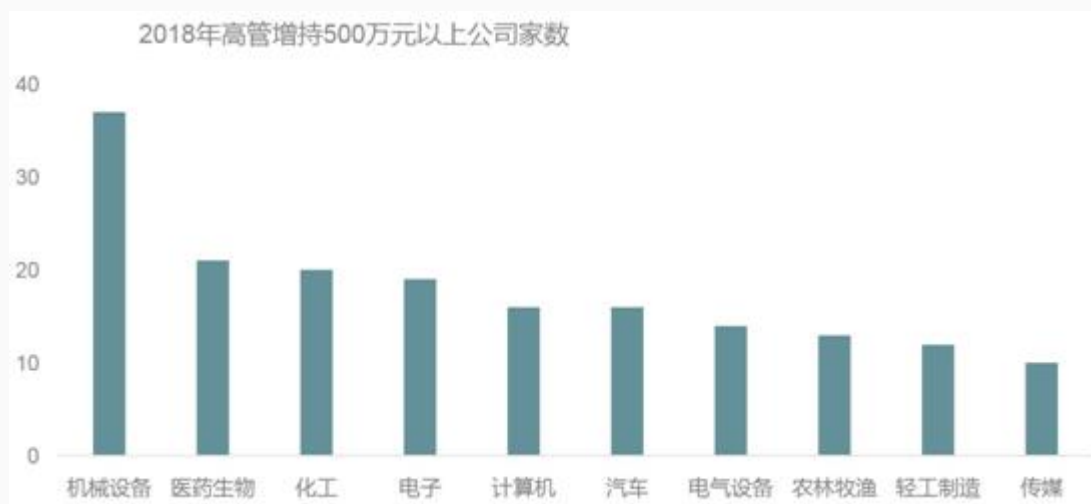
接下來我們講講估值。談估值有一個前提，就是有基本面，有盈利。如果大家去實體經濟調研，我們還是看到有很多企業在實實在在發展自己的戰略，而且業績在不斷提升。2018年我們對中小創的業績預期是同比好轉，從1季度的情況即可反映出其業績增速是提速的，尤其是計算機、化工、休閒服務、醫藥生物等行業，在今年二季度還在上調業績預期。

而在估值方面，我們却看到主板估值已經回落到比較低的水平，中小創業板已經回到2013年的水平，可以說，企業的估值完全沒有反映他們正常經營進步的成果。



△數據來源：Wind 上投摩根 數據截至日期：2018.6.30

我們也可以看到，今年以來，很多公司就開始公告高管增持，歷史證明，高管增持數量比較多的時候，往往是市場階段性的底部。因為企業家是最清楚自己的企業價值所在，它的底綫在哪裏，這也是市場趨于底部的一個信號。



△數據來源：Wind 上投摩根 數據截至日期：2018.6.30

所以總的來講，**我們上半年所擔心的這些不利因素現在都在緩解過程當中，我們市場發展的真正基礎就是這些上市企業的經營業績**，看上游企業，鋼鐵、煤炭都處于歷史上盈利最好的階段，而且因為產能端的收縮，他們這樣比較良好的盈利情況預計會維持比較久的時間。中游比如說機械等等，也處于較好的盈利狀況中。下游的話，下游消費是很穩定的，經營優秀的企業，這幾年依然有 30%-40%的增長，同時又處于歷史市盈率比較低的水平，在這樣的情況下，市場是否有投資價值其實是比較清晰的。

但是如果說我們過度關注短期變化，比如說貿易戰，比如說經濟短期變化等，可能就會喪失掉對我們中長期市場發展的本質的信心。

免責條款

過往業績不代表將來表現。本文件所載之任何預測，如有，僅作闡述用途，不應被倚賴作為任何與投資有關或其他的建議或推介。基於目前市場狀況而作出的有關金融市場趨勢的意見、估計、預測及陳述乃我們的判斷，可隨時變動而不作另行通知。在此所提供的資訊不應被假設為準確或完整。本文件所載資料來源均來自被認為可靠之來源，惟閣下仍應自行核實有關資料。本文件並非旨在發售，邀約或邀請購買或沽出任何證券或任何金融工具。在此所述的觀點與策略不一定適合所有投資者。所提及的特定證券、資產類別及金融市場，如有，僅作闡述用途，並非旨在作為亦不應被解釋為推介或投資、產品、會計、法律、稅務或任何其他專業建議。上投摩根資產管理（香港）有限公司（下稱“上投摩根香港”）並不就該等事項對任何人士在任何方面負責或承擔責任。本檔所表達的觀點均屬上投摩根香港所有。該等觀點並不一定反映其他與上投摩根香港有關的其他集團公司的意見。

本通訊僅提供予所指定接收者，但指定接收者不可再轉發或分派。投資涉及風險。投資的價值及收益可升亦可跌，投資者並不一定可以取回已投資之全數或任何金額。本通訊之接收者應在作出任何投資決定之前自行作出查察、評估或尋求獨立專業意見。接收者本人應完全負責核實其接收本通訊或作出任何投資決定的合資格性，並遵守所有適用之本地法律及監管規定的要求。

本文件由上投摩根資產管理（香港）有限公司發行，但並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

版權所有©2018 上投摩根資產管理（香港）有限公司，不得轉載。