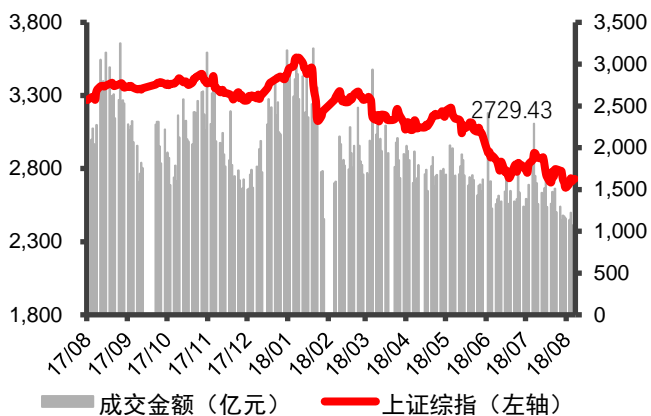


2018年8月27日

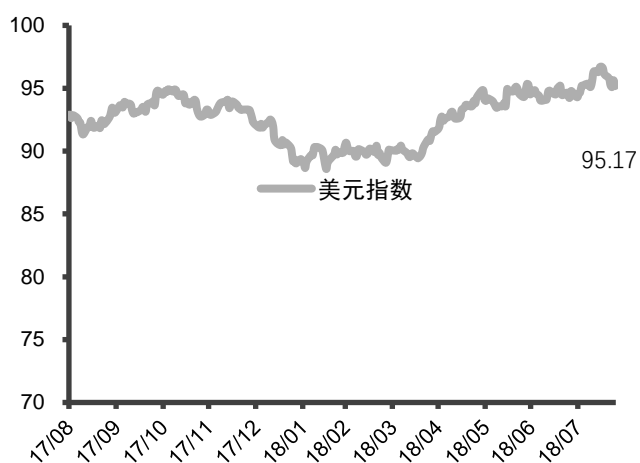
2018年第34期（总第708期）

基金视窗

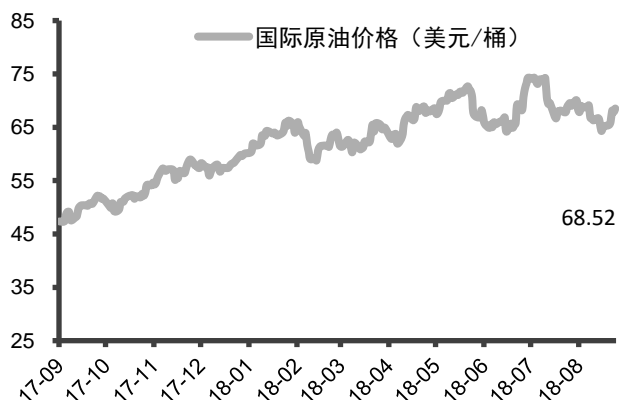
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2018年8月24日

基金经理论市：市场缩量寻底

上周 A 股市场整体上涨，上证综指涨 2.27%，深成指涨 1.53%，创业板指涨 1.1%。市场情绪低迷，两市交易量显著萎缩。从中信行业分类看，涨幅较大的行业为金融、食品饮料和医药，跌幅较大的行业为纺织服装、农林牧渔和煤炭。

国内方面，稳字当头的政策正在展开。李克强总理主持召开国务院西部地区开发领导小组会议，强调要抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设，重点提及川藏铁路、渝昆铁路以及电力、油气、信息等项目。央行也投放了更多长期流动性以支持实体经济发展。同时，周五晚间中国外汇交易中心发布消息称，人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”，人民币有所反弹，缓解了市场对人民币的贬值预期。中美新一轮贸易谈判于 23 日结束，期间中美双方互征 160 亿美元关税落地。从双方的声明来看，双方在核心问题上仍有分歧，边打边谈的持久战仍将是常态。

市场方面，我们认为市场进入缩量寻底阶段，不必过度悲观。上周金融板块有较为显著的反弹，对市场指数形成了较强的支撑，也反映了稳字当头的政策基调下市场对系统性风险预期的修复。对外方面，对美的贸易冲突成为常态，也逐渐成为市场共识。从陆续公布的中报看，金融、周期、医药、计算机等多个板块也整体表现较好。近期需要关注的风险，包括美国对 2000 亿美元中国出口产品加税的进展，以及近期异常天气、猪瘟以及租金等因素，对整体物价水平的影响。

专栏：有关估值安全边际的简单思考

投资如同盲人摸象，每一种投资策略只是摸到了大象的某一个部位，很难有一种方法能够去观测大象的全貌。但是我们却可以借助一些工具和方法来感知大象所处的空间。对于投资而言，找出大象的空间就相当于找到了安全边际。投资者常常用估值水平高低来进行衡量，但低估值水平不一定代表有安全边际，也可能并不代表买入机会。

估值的出现，本质上是投资者想要解决一个企业到底值多少钱和如何进行公允定价的问题。专业的投资者比较喜欢用“估值水平”来判断一个公司股价是低估还是高估，并有可能以此作为投资决策中买入或卖出的重要依据。实际交易中，影响股票价格的因素是多方面的：有宏观经济、行业政策、利率水平、风险偏好、市场风格、交易结构、估值水平等等。这些因素反映到股价的波动时，有的是长期因素有的是短期因素。笔者倾向于认为估值更多时候是一个中长期的影响因素，它是股价长期波动的锚，短期来看它对股价影响不大。因此，短期投资决策中不必过多倚重估值水平，因为精细的数量计算并不对应精确的期望收益。

笔者经常听到的推荐逻辑是“该公司的估值水平很低，具有较强的安全边际。”那么，估值低到底是不是表示有安全边际呢？答案是不一定，因为同一标的公司的估值范围边际可以变化很大。为了解释这个问题，限于篇幅原因，主要从相对估值法说起。相对估值，例如 PE、PS、PB、PEG 等，在实际使用中常常用它们和同类公司作横向比较或者和自身历史作纵向对比。现实中，不同公司之间的经营千差万别，如果仅仅是机械地运用这些静态指标和目标公司进行对比，有可能会忽略动态变化的影响。笔者有一个观点：估值，眼见不一定为实，可能的结果是估值高的公司越来越贵，估值低的还会更偏宜。所以，估值方法在实际应用中一定要结合公司业务本身及竞争力的变化动态地去展开分析，而不是孤立静止地进行简单分析和比较后得出结论。举一个亲身经历的例子，有专业投资者的观点：某龙头公司的估值现在是 PE25 倍，增速 40%，目前处于其历史估值水平最低位，被严重低估。这个逻辑听起来似乎合理，看上去像是一笔安全的投资，但笔者动态地分析了该公司所处行业历史和现在的变化后，得出的结论是公司所处的行业经营环境已经发生了重要变化，其未来盈利能力存在较大不确定性，所以其估值在未来一段时间有可能继续下行。实践证明，只用了一个多月的时间其估值水平就下杀到 15 倍，可见估值水平低不等于安全边际高。同理，一个估值水平较高并处于历史估值区间顶点的公司也不见得没有安全边际，因为有可能是过去几年它的技术积累或者竞争格局持续优化出现了拐点，公司在未来有望出现业绩加速，这样就会出现估值很高股价还能不断上涨的局面，最终随着股价上涨估值愈发降低，这背后的原因是动态地来看公司在后来一段时间出现盈利加速消化了其静态的高估值。显然，在考虑公司估值与其自身历史水平相对高低时，同样需要动态地去分析其未来的变化。

对于价值投资，估值是重要的参考指标，但并不是决定性指标。到目前为止，市场上还没有一种贯穿始终的有效估值方法，因此除了用不同的方法和角度估值外，还要动态地考虑企业的未来几年的增长前景、财务变化、所处行业竞争格局变化等因素而进行综合分析后再做出判断，以防掉入“估值陷阱”。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金研究管理部 齐兴方）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfnfunds.com.cn