

成长股先看不动 目光转向大盘蓝筹



□银华回报基金经理 王华

作为市场上第一只在设计上参考了私募基金模式的公募基金,银华回报从4月1日进入第二个封闭期以来,净值出现快速增长。截至4月10日,净值已达1.243元,实现了开门红,累积了安全垫,为第二个封闭期的顺利运作打下良好的基础。

在5亿规模下银华回报能出业绩,在30亿规模下银华回报能否再出业绩,我们和所有投资者、所有销售渠道都心存疑虑。但要获得确定的答案,并不容易。规模迅速膨胀后,我们面临的第一个重要判断就是主要突击方向在哪里?这次判断可能直接决定了第二个封闭期的投资业绩。

成长股短期性价比已不合适

从3月12日到25日,创业板指数继续高歌猛进,从2018点涨到了2385点,10个交易日上涨了18.2%,很明显中小市值的题材型成长股是当时市场的热点。市场投资者对创业板成长股的态度分为两类:多数投资者认为以“互联网+”为代表的新经济是未来经济转型的方向,创业板的优异表现更是让大家坚定看好其长期价值。少数投资者则认为创业板的泡沫已比较明显,创业板整体市盈率已达80-100倍,对创业板短期走势开始保持谨慎的态度。这两类投资者在社交媒体上的表现也大相径庭,前一类投资者继续广泛宣传自己的投资理念和判断,而后一类投资者则基本不

愿意在媒体上发表自己的看法。

这些现象,实际上都可以显示出成长股的短期性价比已经不合适了。根据我们“三低一少一改善”的标准分析:市场对成长股的预期和关注度已经比较高了,成长股PE在80-100倍,估值水平已经不低,我们也可以从基金净值表现上看出机构投资者在成长股上的配置比例已经不低了;今年以来股票基金的平均业绩也大幅跑赢了沪深300指数。那么,我们将新进来的25亿资金继续配到成长股上,短期内还能指望谁来给我们抬轿呢?

3月28日,证监会明确放开公募基金可以投资香港市场。我们认为这一政策可能分流专注于投资成长股的资金,对成长股的短期负面影响也比较大。所以,我们决定短期对于成长股,先看不动,先研究再决定是否投资。

瞄准券商银行及估值合理的高分红率股

于是我们将目光转向了短期涨幅较小的大盘蓝筹股。我们在蓝筹股中主要选择了券商、银行和一些估值合理的高分红率股票。

选择券商的理由有以下几点:第一,市场处于牛市氛围中,明显的赚钱效应使得社会资金跑步入场,开户数明显增加,成交额在三月份又上了一个新台阶。在这样的情况下,我们分析证券公司的各项业务都有可能出现收入利润大增的情况。

第二,短期的催化剂来自3月份的经营数据可能显著超预期。虽然3月市场成交量屡破万亿大关,但券商股的表现却比较平淡。市场已创出新高,而许多证券公司的股价还未创出新高,我们认为这对于高贝塔的券商行业来说可能存在较大的投资机会。

第三,许多证券公司准备在香港市场上发行股票进行融资,对短期的业绩和股价诉求也比较强烈。

第四,券商的风险主要来自于和港股市场的估值差,中信海通的A股都比港股贵。同时,大券商的总市值比较大。这是一个压制因素,但我们觉得一方面中国证券市场的发展十分迅速,证券公司还有继续加杠杆的空间;另一方面,因为券商板块短期出现滞涨同时又存在着上涨催化剂,所以我们判断证券公司短期上涨概率远大于下跌概率。

选择银行的理由有以下几点:

第一,宏观经济企稳的可能性增加。政府

对房地产的政策出现明显转变,过去的行政管理措施逐步退出历史舞台。降低二套房首付比例,营业税从5年变2年,都有利于作为宏观经济发动机的房地产销售回暖。从近期的销售数据上可以看到这种情况已经出现。

第二,货币政策方面暖风不断,流动性进一步宽松值得期待。周小川行长强调应对通缩风险。从横向比较看,全球货币政策特别是欧洲和日本都在宽松的道路上前进(我们认为太强势的美元会影响到美国经济数据,导致美联储推迟升息或降低升息幅度)。从纵向比较看,现阶段的GDP增速和CPI水平,显得国内真实利率水平偏高,我们预期,货币政策还有不少的操作空间。

第三,财政政策方面,我一直认为市场低估了存量债务置换对经济见底企稳的作用。在修复地方政府资产负债表的同时,我们也可以看到商业银行的不良资产风险也大大缩小。这是市场不愿意提高银行股估值的一个重要原因。我们的看法是,如果市场逐步认识到这一点,银行股的估值修复行情就可以给投资者带来明显的收益了。

第四,在金融改革方面,我理解:存款保险制度出台和存款利率上浮比例的差异化,说明了国内银行业的利率市场化进程已基本接近尾声。过去,市场担心利率市场化后,刚性的负债成本,会让商业银行的利差显著缩小,影响到商业银行的利润水平。我觉得这种担心已经大部分消除了。

第五,综合而言,从长期看,中国经济可能正处在新周期的底部,而银行股是全市场中预期差最大的一个行业。恰恰在这个时候,机构投资者在这个行业上的配置属于严重低配。

基于此,我们在新资金到位后,就立即大幅超配了以券商和银行为代表的金融行业。3月31日就将仓位提高了71%,在封闭期的第一天4月1日就提高到了80%以上,因为我们认为银华回报可以承受金融股再下跌5%的风险,来换取上涨20%的收益。

现阶段银华回报的基本布局就是这样。那么,大盘股的行情能持续多久?从历史上看,大盘股的行情一般是凌厉但不持久。所以我们会密切关注成交量的变化,来判断大盘股的绝对收益何时会结束。我们估计下次组合大调整的时间应该在5月。四月份,我们还要继续强化研究,挖掘下一个有较大预期差的板块。

对冲基金2.0时代:幸福来得太突然

□上海天鹭投资管理有限公司董事长 徐东升

从4月16日起,中证500股指期货和上证50股指期货开始上市交易。对于资产管理和对冲基金的从业者来讲,这不亚于2010年4月沪深300股指期货上市。一些业内朋友跟我讲,他们激动地一晚上没有睡着。他们上一次睡不着觉,是4个月前:在去年12月份蓝筹超级行情中,主要的市场中性策略都发生了巨幅的回撤,他们焦虑地睡不着觉。当时,业内都盼着中证500股指期货的上市,可以改变对冲工具匮乏的困境。短短4个月,梦想成真,幸福似乎来得太突然。

《道德经》曰:道生一,一生二,二生三,三生万物。在中国对冲基金发展史上,“道”在2010年4月16日生出了“一”,即沪深300股指期货。这是一个伟大的开始,中国的资产管理公司可以设计出稳健的市场中性产品,在熊市和震荡市中也能为投资人获得稳健的收益。目前,这个主流的策略管理着约500亿元的资金。但只有这个“一”,既不能组合,也不能变换,使得各个公司开发的中性产品多多少少是同质化的。因此也发生了2014年12月份市场中性产品的“黑天鹅”事件,很少有市场中性策略得以幸免。

而5年之后,2015年4月16日,“一”将要生出“二”和“三”了。这个不是简单的线性增长。有了三个股指期货,就可以有各种组合,对冲基金的产品线将获得极大的丰富,这种增长是指



数级的。

中证500指数的成分股是A股市场最具稳健成长性的股票组合,具有向上和向下流动的特征。规模太大而成长性不足的公司,可能会列入沪深300,而变成蓝筹股;而业绩不行,失去竞争力的公司,则会掉出中证500。这个指数本身就是很多看好中国经济发展的投资人进行指数/被动投资的良好选择。

利用沪深300进行市场风险的对冲,客观上很难进行规模(或者说市值)因子的完全跟踪,否则超额收益太少。而由于中证500是中盘

股的集合,客观上可以进行规模因子的完全跟踪,这使得对冲基金可以设计出更加稳健的市场中性策略。而且,有了三个股指期货,私募基金可以利用不同的配比,开发出不同类型的市场中性产品,从而改善目前市场中性产品同质化的现状。我们估计,今年4月份开始,市场中性策略将迎来一个新的春天。

资产管理的基本目标,是通过多样化去分散风险,达到资产的稳定增值。中证500股指期货和上证50股指期货的波动性和沪深300股指期货的波动性是不一样的,具有较低的相关性。因此各种金融期货策略将受益于品种的丰富而更加稳定。同时,沪深300股指期货、中证500股指期货和上证50股指期货三个品种之间,还可以设计各种套利和对冲的策略,为宏观对冲基金和CTA对冲基金提供有力的交易工具。

当前,A股市场的日均成交量在1万亿元左右,中国已经成为全球最具影响力的资本市场之一。这为中国的资产管理行业提供了极大的市场空间。今年两会,政府高层和资本市场监管层都释放了非常积极的信号,支持资本市场的发展。我们认为:未来十年,由于中国的转型升级需要,股权的投资将取代债权的投资,成为金融市场的主流;因此无论是一级市场还是二级市场,都将获得巨大的发展。

中国对冲基金寻梦人:4个月前,他们还极度沮丧;仅仅4个月过去,他们已经信心满满。

不一样的上交所 分级基金即将登场

□海通证券 单开佳 倪韵婷

4月10日,易方达上证50分级基金募集结束,千呼万唤的上交所分级基金终于即将登场亮相。上交所分级基金到底有何特点?其又有着怎样不同的投资策略呢?我们将一一为大家介绍。

上交所分级基金的模式与特点

上交所分级基金的模式有几点:首先,分级基金的母基金份额和子份额均可申请上市交易;其次,当日买入的基金份额,同日可以赎回或转托管,但不得卖出。申购的份额,变相实现了T+0;再次,分拆合并T+0的效率。当日买入的母基金份额,同日可以分拆;当日分拆所得的子份额,同日可以卖出,但不能合并。当日买入的子份额,同日可以合并;当日合并所得的母基金份额,同日可以卖出、赎回或转托管,但不能分拆。即直观来看,上交所分级的交易、申赎、托管和分拆效率可以总结如下:

不过在分级基金审核指引的指导下,分级基金的申赎必须是50000元以上,因而上交所模式下分级基金分拆、合并申报数量应当为100份的整数倍,且不低于50000份(以母基金份额计)。

上交所模式下分级基金投资方法分析

上交所模式下的分级基金投资将有一些特殊的投资方法。一是母基金一二级市场套利。上交所模式下,分级基金的母基金既可在二级市场上市交易,又可在一级市场申购赎回,类似于普通LOF模式,提供了投资者一二级市场套利的可能。当上交所分级母基金二级市场价格低于其净值时,投资者可选择二级市场买入母基金份额,并且当日赎回获取折价套利,套利空间当日锁定。当然如果二级市场价格持续高于净值,也可以选择申购母基金,但在溢价套利下,其T+2日方能卖出。

二是不一样的整体折溢价套利策略。当上交所分级基金A/B份额按比例配比后的二级市场价格相比母基金净值或是母基金二级市场价格出现折价时,可在二级市场按比例买入子份额,同时立即申请合并为分级基金母基金,随后可以选择立即卖出或者是赎回,折价套利效率为T+0日。

而当溢价情况出现时,需要分两类情况来看,第一类情况是分级母基金二级市场价格小于按比例配比的子份额二级市场的价格,在这种情况下,投资者可以立即在二级市场买入分级母基金同时申请拆分得到子份额立刻卖出,完成套利。这类情况下套利的效率是T+0,且一旦卖出子份额后,资金立即可用。第二种情况是母基金二级市场价格与子份额二级市场价格并无套利空间,但母基金净值相比子份额二级市场价格有较大的折价,这时意味着分级母基金一二级市场存在套利空间,可以通过母基金一二级市场套利策略完成。如果担心母基金流动性不佳,卖出存在冲击,投资者也可以选择T日申购分级母基金,T+2日开盘后即可拆分为子份额卖出完成套利。在这种套利模式下,需要承担2天的净值波动,可以通过股指期货套保等方式来锁定套利空间。

三是T日内日回转交易策略。上交所T日合并分拆效率也变相实现了分级基金子份额可以在二级市场T+0日内回转的梦想。具体来看,如投资者在盘中买入B份额(A份额)后,买入A份额(B份额)盘中即有较大涨幅,此时投资者可选择按比例买入A份额(B份额),随后合并成母基金选择卖出或是赎回,立马锁定收益。同样的,如果投资者在盘中买入B份额(A份额)后,市场突然异动,投资者判断短线可能会继续下跌,则也可以按比例买入A份额(B份额),随后合并成母基金选择卖出或是赎回,立马止损。近一年来A股市场的波动明显加大,日内大幅波动使得T+0回转交易颇具吸引力。

四是尾盘策略。变相的T+0日内回转需要在尾盘或者市场大幅波动的时候买入另一个子份额,从而会导致子份额,尤其是A份额的价格容易受到B份额的扰动,这种现象在尾盘出现的概率会相对更高。因而这也提供了A份额的投资者机会,持有A份额的投资者如果注意到B份额盘中出现异动,则可在收盘前关注尾盘的交易机会。

不一样的分级基金,提供了投资者不一样的玩法,相信上交所分级基金上市之后,将更为丰富投资者的投资工具。