

在不确定性中寻找债市确定性机会

脉冲行情 有“舍”方有“得”

□上海银叶投资首席投资官
许巳阳

今年三季度以来,全球股市、汇市剧烈波动,资金蜂拥至债券市场寻求避险。中期来看,债券市场仍将面临较为有利的基本面环境。人民币汇率承受贬值压力、经济持续下滑,中国人民银行于8月25日和10月23日连续宣布降准降息,政府可能加快稳增长政策推出。基于这样的预期,我们判断未来的资本市场依然保持波动,但基于强债类的策略将会有更好的市场表现。

经济下行 债牛趋势不变

中国9月制造业采购经理指数(PMI)值为49.8%,仍处于荣枯线以下,显示经济持续下行压力不减。未来宽松政策将依靠PSL、金融专项债、地方政府债务、城投债发行等引导资金进入实体经济。

央行整体保持市场资金宽松的态度没有改变。值得关注的是,目前货币脱离实体经济转向虚拟经济以及资本外流的现象,正使货币政策面临失灵风险,预计未来财政政策将更加积极。货币政策和财政政策双宽松为市场提供了足够的流动性,在市场避险情绪升温,利率下行跑不过CPI,实际利率仍较高的背景下,债市也迎来了最好的时代。下半年政策面确定性较大,虽然收益率处于较低位置,但债券慢牛趋势不变。

“固定收益+”增强策略

“固定收益+”的策略是银叶投资基于当前的市场形势,适时推出



的一种基于固定收益为主、大类资产灵活配置的强债基金策略,以债券作为组合的基础性资产,在此基础上叠加权益、宏观对冲、分级基金策略等,以实现收益增强。

在“固定收益+”的策略下,我们认为下半年风险资产面临的压力可能更大,带有适度杠杆的债券类资产,从风险调整后回报角度看可能较优。所以聪明的钱会选择性价比更高的资产,甚至避险资产,导致债券市场可能延续时间比较长的杠杆市。

传统的量化对冲产品,无论是基于统计套利策略、高频对冲策略、阿尔法或做市策略,在接下来

的市场环境中都会受到政策改变带来的比较大的冲击,下半年市场所能带来的机会较小,收益空间可能越来越窄。固定收益+宏观对冲的策略中,我们持续挖掘多元化策略,比如非线性产品。这类产品只有在市场的波动率发生变化时,市场对应的二阶敏感度上才有所体现。股票、债券等线性产品的交易逻辑相对清晰,但非线性产品比如分级A基金,上半年基本没有收益,但股票暴跌后,立刻展现其非线性特征。很多交叉资产中的套利产品策略,也是基于非线性。我们认为,类似的非线性资产的策略,在接下来的市场行

情中仍然可以找到比较大的机会。我们的引玉1期就是运用分级A基金进行套利,7、8、9月均为正收益,累计贡献超过10%,且每月呈递增趋势。

四季度展望

我们判断四季度到明年的固定收益市场,类似于2005年到2006年上半年的债券市场情况,会是持续时间比较长的杠杆市,收益空间被大量涌入的避险资金不断挤压。同时,我们认为这轮货币宽松的周期还没完成,央行将继续向市场投放货币,一方面是对冲外汇的流出,另一方面给经济筑底提供支撑。我们预期央行除了降准降息动作以外,年内还将通过其他各种手段向市场提供流动性。在财政政策方面,也会有进一步稳增长措施出台。股票市场接下来是寻找安全边际的过程,个股之间将产生比较大的分化,中小创中的一些优秀成长股,会有比较好的正收益,但指数本身不会有更高的预期表现。四季度,从资产端角度看,固定收益资产的收益率有明显下降,权益类资产波动率上升,预期回报不稳定,整体配置适合以寻找稳定收益的资产为主。

但同时,我们也应看到,大量的低成本资金和套息交易以及高杠杆进入固定收益市场,一旦债市“黑天鹅”事件触发,将可能导致市场发生信用风险、流动性风险,最后可能出现剧烈的去杠杆问题,因此应随时关注资金价格的变动程度,在相当长的时间内做好逆转预期,并及时采取对应策略。

□冰冷睿恒公司投资总裁 何书渊

回顾今年的A股市场:6月12日大盘见顶,6月26日大盘长阴跌破季线,这一天的到来,则意味大盘跌破本轮牛市的上升趋势线,即牛市运行态势被完全的破坏。8月24日大盘再度暴跌,并一举有效的跌破年线大关,意味着2014年7月底启动的累计最大涨幅达150%的大牛市结束了,因为在我们东方市场而言,年线之上运行则是牛市,年线之下运行则是熊市。而如果按西方市场的定义,大盘最高点回撤20%即为熊市。所以,不管你是否愿意承认,我们必须正视A股的现实。

市场的主流核心在哪?按历史经验,率先企稳反弹的板块或是局部则为强势板块,而本轮暴跌行情于9月初见底,创业板先行拉起,短短的一个半月最大涨幅高达42%,并成功收复年线大关。随后中小板跟进,也随之一同收复年线重要关口,相对而言,主板的沪深指数则显得弱得多。由此可见,至少在将来较长的时间内,市场的主流核心还是小盘股,创业板及中小板不管是否继续走高,至少将一直是市场中最活跃的局部区域性热点,这也是可以预见的。另外,从量能分析,在过去反弹的区间内,深市成交金额均远远强于沪市,平均强30%至40%,说明了市场的主流资金依然主战中小盘股。

上周三的暴跌,本来市场走得稳稳当当的,周三却突现巨量暴跌,这在前一周已经预演过多次,但均为盘中下杀而后又迅速地拉回,这就是市场明显的预警信号。而最近各个论坛圈子再度活跃起来,毕竟连续一个半月的大涨,给予了市场投资者一定的信心。当大众普遍放松警惕时,危险则会悄悄地来临。熊市的运行就是如此,它总是在给你希望之后,随之而来的则是突然重重的一击,如此反复,直到熊市结束,我们称为脉冲式行情。

关于脉冲式行情,它总是没有理由地持续的上涨,而后又突然持续快跌,很活跃,诱惑力极大,但投资者总是很难赚到钱。往往是累积了一个月的操作利润,在短短的一至二个交易日内,又让你归零。因为涨时是轮涨,而跌时则是普跌,你通过组合也很难避免,因为它的大阴大跌,是不需要任何理由而突然的发生,且速度极快,对于一定资金量的投资者,你根本没有时间进行减仓操作。

那么,对于这种行情,投资者应如何应对?

一、首先这是熊市中中期特有的走势,首先对于各类强周期行业,应弃之,而主打应放在弱周期行业或是活跃板块中,这样可以降低净值波动,也能相对的防御突发风险。二、在操作上,如果你能适应市场节奏的转换,可以采用高抛低吸的方式,即当短线涨幅过大时,不要追涨,反而应逢高减仓,再去低吸尚处于低位横盘震荡的品种。也可以采用中短线结合的方式,一部分的仓位坚守优质稳妥的白马品种,另一部分仓位跟随热点,快速快出博短差。三、对于控制能力较差的投资者,可以通过降低持仓比例来控制风险,即在短线暴跌之后,可以重仓介入,当反弹基本到位时,则采用降低仓位的方法来锁定利润。如果你中线坚守活跃品种,短时间内可能会获得较大的收益,但同样一不小心,又会归零,这还不是可怕的,可怕的是,熊市中的活跃品种,总是一浪比一浪低,等到熊市结束时回头看,你当时介入的所谓的抄底价格,则远不在山顶,再度腰斩是必然。

熊市的初期,是普跌加暴跌。熊市中中期,到处是诱惑,每一天都会给你机会,但同样每一天都会让你失望,每一次的机会总是那么的暴利,但始终与你无关。所以熊市的初期,对于初入市场的投资者,是毒药,它会悄悄地消磨你的意志,直到你绝望或是亏光而离开市场,只有当大量的投资者都绝望的时候,大底才会到来,而这不是以月计,总是以年计,且往往是几年一计。

经济渐转型 固收回报率下降

□大摩添利18个月债券基金经理
李轶

自2008年金融危机以来,世界主要经济体采取了各自的反危机政策,包括量化宽松,加码政府投资,贸易与汇率政策等。时至今日,美国率先走出了衰退泥潭,欧洲、日本复苏乏力,新兴市场国家感受到了衰退与汇率危机的叠加,中国则进入了改革深水期,面临长期增长中枢的下移。世界经济进入了金融危机后的第二阶段,即再平衡进程,在当前的主要表现则是大宗商品的漫长熊途和新兴市场的汇率危机。

货币环境面临再平衡。美国前两次加息周期都对世界经济格局产生了深远影响。本次美国加息预期已持续了一年以上,导致新兴市场的货币遭重创,普遍贬值10%-20%。大宗商品的熊市加剧了制造国的衰退。国际资本流动也部分反映了世界格局重构的预期。然而货币再平衡并非坦途,尽管油价为美国经济输入了通缩,但扣除能源价格的PCE(个人消费支出)指数仍持续低迷。这种通胀环境在过去加息周期中并不相同。非农就业数据的不稳定也构成了波折。

贸易领域再平衡悄然展开。长期来看,中国进入转型期,人口红利结束,劳动力价格比较优势减弱抑制出口。短期来看,印度、墨西哥等新兴市场的汇率贬值带来出口优势。



中国经济进入转型期,未来经济将呈现长期弱平衡的底部调整。年内经济增速由快速下滑步入缓慢探底,由于金融业高基数和微刺激效应衰减,明年GDP增速可能在7%以下。而转型仍需基本稳定的前提,伴随稳增长政策实施,财政和货币政策都有空间。未来央行将大概率保持国内低利率环境,外汇占款减少将带来降准空间。而全球再平衡进程相比过去进展缓慢,拉升了世界经济周期,也为中国带来了宝贵的转型时间。

在上述经济增速转型的进程中,我国整体资产回报率下降是大

势所趋,固定收益品种迎来较为稳定的投资窗口,主要的逻辑来自以下三点:

首先,经济增速下行趋势下,高息资产会出现缺失的局面。经济的高增长是提供高收益资产的必要条件,过去国内经济环境的大周期投资需求催生了可观的高息资产。但是依靠投资拉动经济增长的模式无法持续,随着地产长周期拐点的到来,传统经济高速发展的瓶颈出现。在转型期经济继续探底,总需求不足将导致一方面国内实体经济回报率下滑,经济本身对于资金的吸纳能

力下降会造成无法持续供给充足的高息资产的局面;另一方面则是如果资本过剩的局面将长期维持,那么则会出现资产缺口扩大,原有的资产与负债相匹配的模式难以继续维持,因此未来一段时间内,市场将处于资产荒的局面,利率还有向下的空间。

其次,国内货币政策仍会以“宽松”为主题,对固定收益产品形成利好。大宗商品价格的低迷抑制了输入性通胀因素,市场更担心的是通缩。维持宽松的货币政策和低利率的市场环境是复苏的前提。央行保持对于市场的密切跟踪,通过灵活运用MLF、公开市场操作等措施稳定了市场的流动性水平,央行对货币市场有绝对的掌控力,不必太担心整体流动性对市场的冲击。宽松的货币政策和市场资金水平仍将持续。

再次,市场风险偏好变化有利于资金流入债市,延续其牛市格局。包括A股在内的风险资产经历了前期的大幅下跌后令市场风险偏好显著下降,“债市”成为资金的“避风港”,机构配置资金主动或被动的再平衡过程会影响中长期债的走势。

总之,面对全球经济再平衡以及中国经济转型的局面,固定收益类资产的优势将持续凸显。受益于持续的低息环境、宽松的货币政策以及配置资金对收益稳健性和安全性的追逐,债券仍会是较好的一类资产。