

# “资产荒”时代 做好大类配置

□本报记者 常仙鹤

大幅调整后的市场仍然在重建过程中，同涨同跌的现象仍然没有彻底的改变，但投资环境已在悄然发生变化。11月13日，“2015年建设银行基金服务万里行·中证金牛会”来到新疆乌鲁木齐，该场巡讲活动由中国建设银行成都分行、中国证券报、易方达基金管理有限公司联合举办。与会专家、基金经理同广大投资者进行面对面交流，分享投资真经。

易方达基金管理公司指数与量化投资部专户经理杨俊、易方达基金成都分公司总经理叶勋分别发表了“复盘、反思与展望——跨年度投资脉络梳理与配置逻辑重构”和“‘资产荒’时代的个人投资者资产配置与基金投资策略”的主题演讲，为投资者分析了在目前“资产荒”的大背景下，投资者应该如何应对。



## 杨俊：供给侧改革提效重铸A股之魂

□本报记者 常仙鹤

11月13日，在“2015年建设银行基金服务万里行·中证金牛会乌鲁木齐站”活动现场，易方达基金管理公司指数与量化投资部专户经理杨俊表示，经历了一年的大涨大跌，投资环境发生了改变，未来的机会存在于供给侧改革的提效中。

### 市场人气重聚

对于近期的市场，杨俊的看法是有热点、有主题、人气重聚，但游资短期炒作痕迹较重，市场缺乏“主心骨”。当前，宏观经济依然疲弱，经济下行压力较大。进出口数据明显偏弱，物价水平走低，内需无明显改善；工业端依旧低迷，货币端宽松，但社会融资需求不足，但从趋势上看，制造业有底部企稳迹象。投资增速有所回升，尤其是基建投资在逐渐加码，稳增长的效果正在显现。同时，他强调，央行在外汇市场有能力维持人民币汇率稳定，这对未来稳定A股市场走势十分有利。

微观企业业绩出现增速下滑，目



前仅有创业板表现一枝独秀。全部A股延续了2010年中报之后的收入下滑趋势，二季度短暂反弹后，三季度继续下滑。业绩方面，增速的环比变化几乎创下了2003年以来最差的情况。2015年三季度全部A股、非金融服务、非石油石化金融服务单季净利润增速为-11.7%、-29%和-17%。分板块来看，创业板收入远高于中小板，中小板高于主板。主板和中小板二季度业绩增速有所反弹后，三季度扭头向下，但创业板比较稳定。

从行业景气度来看，持续下滑的有国防军工、煤炭、建材、机械设备。持续景气的有轻工、传媒、农业、通信、旅游、医药生物。增速变差的有纺织服装、计算机、公用事业、交运、商贸、有色、非银。增速加快的有轻工、农业、通信。同时，市场对于改革转型的期盼未有减弱，一定程度上可对冲基本面走弱对股指走势产生的负面影响。

### 供给侧改革提效

杨俊认为，传统的从需求侧入

手，更多依靠“三驾马车”拉动经济的模式未来将渐行渐远，高层近期提出加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，将长期深度地影响未来A股市场的运行脉络，左右投资者的投资决策过程，供给侧改革提效将重新铸就A股之魂。

他认为，更多通过刺激需求拉动经济边际效果逐年递减，伴之而生的是产能过剩、债务负担、资源消耗、环境污染等压力越来越大，转变思路，通过供给侧结构性改革，提高效率，提升潜在经济增长率已成为共识。未来若着力于供给侧结构改革，将改变十几年来形成的固有经济调控思路和模式，而将重心转入以更大的政策力度和资金投入推动技术进步、产业升级提高劳动生产率；通过并购重组淘汰落后产能，提高资源配置整合效率；通过减税降费充分激发微观主体活力。

需求侧调控时代的投资逻辑往往是“政府刺激哪里就投哪里”，而未来供给侧调控时代的逻辑是“哪里效率提升最快就投哪里”。按此逻辑，未来可以重点关注的方向会指向于新兴产业和成长股，但绝不能仅仅止

步于此，传统产业的资源整合、改造升级和制度创新，同样也遵从于这一逻辑，是值得深挖的“金矿”。

具体而言，他指出，相对于“软性”制度改革创新，“硬性”的技术端或基于技术突破所现实的模式创新，更容易引发投资者共鸣。从供给侧切入，从实战出发，普通投资者未来可以首先重点围绕三个方向把握投资机会：预期未来产出效率大幅提升的行业领域，能迅速改变人们生活方式的技术革新和商业模式创新，以及能显著提升国家国际地位并具备国际竞争力的行业领域。

沿着这个思路并结合行业基本数据，建议重点关注的行业有：智能制造、非银行金融（证券保险）、新能源汽车、生物医药、传媒、环保、军工、核电、航空航天。有投资机会的主题有：中国制造2025、并购重组、国企改革、京津冀协同发展。他强调，随着监管体制改革的深化和未来注册制的推出，本轮金融改革可能产生的另一个结果是，主动选股超越指数的难度将越来越大，相信在不远的将来，指数化投资将成为A股市场的主流投资模式。

## 叶勋：动态调整资产配置

□本报记者 常仙鹤

11月13日，在“2015年建设银行基金服务万里行·中证金牛会乌鲁木齐站”活动现场，易方达基金成都分公司总经理叶勋表示，在资产荒时代，要做好大类资产配置，并要根据市场环境动态调整资产配置。

### “资产荒”时代来临

叶勋认为，房价已经明显“超负荷”，2014年除了一线城市外，房价整体滑落，10月以来房地产投资额持续下滑，创2010年以来新低，不动产登记制度稳步推进，加剧房地产市场震荡，一二线城市出现大户型、二手房供给增加的现象。

在信托领域，房地产信托是信托公司的主要业务之一，受房地产投资削弱影响，信托产品收益率下滑。2014年以来，中诚信托接连两次发生违约事件，结束了信托刚性兑付的时代，引发羊群效应，降低了信托产品的吸引力。截至2014年三季度末，信托业管理的信托资产规模接近13万亿元，从季度环比增速看，今年三季度不仅延续了自2013年一季度开始的持续

回落态势，而且回落幅度明显增大。

对于银行理财来说，吸引力呈现下降趋势。降息、无风险利率下行明显拉低固收类银行理财产品的收益率。大宗商品难逃厄运，2011年全球黄金价格创出历史新高后回落，之后钢铁、铜、煤炭、原油等一系列大宗商品价格均出现回落，在全球经济复苏缓慢的背景下，大宗商品前景难测。

“种种迹象表明，资产荒时代已经来临，‘跟风追涨，买了就赚’的好日子一去不复返。”叶勋说，要尽快接受逐步下降的无风险收益率。在投资一个品种之前，一定要先了解该品种的长期走势格局，这样才能做好该产品的配置比例。

### 动态调整资产配置

叶勋认为，在波动的市场环境下，资产配置显得尤为重要。要把握与市场的距离，有时候离市场过近，反而会增加投资难度。比如在散户居多的中国市场，做短线的股票投资者赚钱概率还不如基金投资者。投资的目的在于控制收益和风险的匹配。而影响风险承受能力的因素主要是年龄、职业、收入和教育。最后，投资需



要了解自己，不要总是和别人比，实现了自己的预期“收益”就是成功的投资。

如果希望一夜暴富，就会做出极端的配置，但前提是能够承担判断错误的风险。如果希望做到资产的保值增值，不希望自己辛辛苦苦积累起来的财富被通货膨胀或者各种黑天鹅事件侵蚀，就要做好大类资产配置，不要在乎一时得失，只是在一些大的判断发生变化的情况下再做调整。

叶勋认为，一个好的资产配置方案是由战略资产配置和战术资产配

置组成，是一个动态调整的过程。战略资产配置立足于长期，根据投资者个人风险偏好，匹配投资需求，是资产配置的锚；战术资产配置立足于短期，基于经济周期和市场环境，判断在一定范围内对战略资产配置进行调整。可根据风险类型不同，得出战略资产配置的基本比例。

战略资产配置有三种动态调整方法，分别是恒定混合策略、买入持

有策略和组合保险策略。恒定混合策略即各类资产比例固定，某类资产上涨较多时，定期降低比例至初始水平，反之亦然。本质上为左侧策略，在震荡市表现较好，单边市场表现一般。买入持有策略即初始比例设置之后，不论市场变化，都不做组合调整。组合保险策略即风险资产的比例取决于安全垫积累大小，风险资产上涨时，安全垫变厚，可增加风险资产比例。本质上为右侧策略，在单边市场中表现较好，震荡市中表现一般。如果未来高风险资产上涨，不同配置方法可以进行不同的配置比例调整。

叶勋认为，在当前市场的基金投资策略是基金定投。基金定投贵在坚持，需要注意两点：第一，市场低位盘整阶段，基金定投不应轻言放弃；第二，市场低位震荡期开始定投，是难得的“左侧布局”机会。定投的三个关键点分别是总金额和投资期数、卖出时机和方式以及投资品种的选择。他建议持有基金且亏损的客户可以通过基金定投的方式来拉低成本。