

用坚定投资理念穿透市场迷雾

债券市场投资仍大有可为

□万家基金总经理助理、
投资研究部总监 莫海波

市场调整的确令人困扰,但股市本来就有潮起潮落,不可避免。我们如何正确看待波折,并且“逆周期”抓住投资机会,才是最重要的。

最近,市场内外的形势都比较复杂,避险情绪在升温,加之部分政策层面因素的影响,市场近日的弱势表现在所难免。

其实,从年初我们就一直在说,经过去年大涨之后,今年的市场表现会更加震荡一些,结构性行情突出,投资者也应当调整心态,看淡市场涨跌,毕竟投资需要时间的沉淀。贪婪和恐惧一直在交织出现,基金经理也会恐惧,但是投资理念的坚定,往往让我们更加从容。

我一直坚信股票投资收益并非来自股价波动,而是企业的内生增长,只要投资的是业绩具备成长性企业,我心里就是踏实的。而且在当前的市场环境下,市场情绪等因素使得部分优质的企业遭到错杀,能够以安全的价格左侧买入正是我谋求的机会。

真金不怕火炼,一旦市场从调整中走出来,它们的价值将成倍凸显。所以,风雨过后是晴天,我们不妨“风物长宜放眼量”。

中长期来看,当下A股并没那么悲观,因为底部区域也意味着是未来投资胜率更高的区域。从



年中发布的GDP数据来看,国内经济内生动能良好,压制力量其实主要还是来源于政策层面,预计下半年经济增长温和放缓,这也是符合稳中求进的基调。从估值水平来看,无论是蓝筹、成长,甚至是创业板,都在历史均值以下,甚至已经处于历史最底部区间。而且,主要指数估值处于历史底部的同时,当前企业盈利水平

较之前整体有明显提升。

从资金面来看,虽然今年整体大的宏观环境是去杠杆,但在中国几个大类资产中,其实A股是比其他资产提前去了杠杆。2015年6月开始,A股经历了3次大的下跌,所以现在A股的杠杆率其实非常可控。鉴于宏观经济、基本面、资金面多维度提供支撑,加之近期高层会议提出“六个稳”,强调

要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作,所以时间拉长一点来看,当前A股是很有吸引力的。

行业板块方面,我更看好成长,看好科技创新类、消费升级类公司,尤其会重点关注有基本面支撑的个股:医药、军工、新能源汽车、工业互联网、高端制造、半导体等行业的重大投资机会。从去年开始,被提到最多的就是从过去的高增长向高质量的转变,这种转变肯定会深刻地影响资本市场。中国的新兴产业中,将有政策支持、资金支持,来回应高质量增长。

在个股选择层面,我们很看重企业领头人的企业家精神。企业只有踏踏实实、不受外界诱惑、真正做好自己的本职工作,我们才会去深入的研究和判断。只有当企业能够真正服务于实体经济,能把自己的业务做好,才能获得大家的认同,这些企业才会有价值。一些壳股票,或讲故事成分比较高的股票我们认为是比较危险的标的,会坚决回避。

我想,对于投资者而言,市场低迷不可怕,可怕的是心态的崩溃,以及随之而来的错误操作。以上既是我对当前市场的理解,也是希望能和大家一起,重新审视自己的投资心态。

明代大儒王阳明先生说过,“破山中贼易,破心中贼难”。当我们内心的投资理念坚定,就会对市场的涨跌看得更加通透。



□万联证券股份有限公司资产管理投资部总经理
李睿

年初至今中国经济依然保持强韧性,上半年GDP同比增速6.8%,相比去年同期小幅回落0.1%,但经济增长结构持续优化中。

制造业投资和工业产能结构优化,计算机电子设备制造业和专用设备制造业增加值引领制造业增长,上半年工业产能利用率为76.7%,较2017年同期增加3.6个百分点;企业利润受益于供给侧改革有所改善,2018年1-6月国企和民企利润增速分别为31.5%和10.0%,供给侧改革有效化解过剩产能的同时释放先进产能,产能结构的优化带动工业企业的产出质量和效益以及工业企业利润的提高;内需体现出消费升级特征,通讯器材、化妆品、家用电器和音像器材的增长均在10%以上,明显高于其余基本消费品增速,同时网上消费中服务消费的增长较快,国内需求端消费升级势头良好;外贸结构也在优化,出口结构呈一般贸易升进口加工贸易降的走势,说明我国制造业产出中代工型产品比重下降,自主制造型产品的国际竞争力提升,内外需的结构都在持续优化。

不可否认中国经济增长的质量正在持续优化,但整体投资增速略显疲态。上半年固定资产投资增速6.0%,其中基础设施投资累计同比增长7.3%,较年初大幅下滑8.8%,是投资乏力的主要原因。一方面,2017年金融监管伴随去杠杆进程的深入逐渐加强,资管新规、银信合作新规、委贷新规等监管文件和货币收紧的“双支柱”调控对城投平台的融资渠道收紧,信用收缩的影响在2018年开始体现。另一方面,尽管春节以后央行为配合监管落地营造了较为宽松的货币环境,但上半年财政收入与财政支出的进度差有所扩大,财政政策的边际放缓也是基建投资疲软的重要原因。目前,实施积极的财政政策和稳健的货币政策,情况可能会发生变化。

国际环境下,当前我国外贸所面临的环境也有所恶化,上半年我国贸易顺差同比收窄26.7%,连续8个季度收窄,短期内贸易顺差仍难以改善。美国经济近年来的强势表现以及美联储的货币政策正常化进程使美元不断走强,而我国处于去杠杆的关键阶段,货币环境较为平稳,美元的强势和双方货币政策的分歧使人民币汇率面临贬值压力。

面对内外因素导致的经济下行压力,年初以来央行通过3次定向降准的方式支持中小企业发展,但当前外部环境的不断恶化制约了货币政策进一步宽松的空间。为了对冲信用收缩的影响,近期资管新规配套细则放松了公募产品对非标资产的投资。在政策转向的影响下,城投债和信用债的风险溢价也开始修复,并开始向利率债产生挤压效应。

短期市场受政策转向影响带动信用向利率债挤压,市场短期震荡,但中长期看,政策调控尚需时间,债券市场投资仍大有可为。曲线策略上,在银行间流动性保持合理充裕的前提下,资金面上行压力料将有限,收益率曲线大概率平坦化,曲线策略上建议做多长端利率债。跨品种套利方面,年初以来政策性金融债与国债利差已由高位回落至中枢位置附近,但在监管放缓影响下跨品种套利策略仍有一定盈利空间。另外,地方债和国债一样享有免税效应,而地方债与国债的利差当前处于近期高位,所以地方债的相对价值优于国债。城投债和产业债方面,虽然央行和银监会政策利好信用债,但目前信用收缩的大环境尚未逆转,后续仍有集中到期的压力,建议关注行业龙头主体以及短久期城投债。

寻找全球债券投资蓝海

□广发国际投资总监 孙敏

美国宏观经济趋势向好,欧洲经济景气度上升,新兴市场的宏观环境也在复苏,经济不确定性正在下降,全球经济增长的基调比较稳固,也为全球债券市场带来了机会。

很多人都是拿投资股票的思维去投资债券,基本上只看公司信用面和价格波动。但外管局储备司、央行等机构出身的债券管理者,对宏观经济的理解往往会更透彻一点。债券投资的第一步是看债券的久期,久期则要基于管理人对宏观经济的预测,以及各央行的趋势性判断,还要结合各国股市、大宗商品的表现。在这一点上,我们的投资会更加全面,对宏观的把握也更深入。

笔者认为,结合当前的全球宏观经济环境以及债券市场走势来看,发达国家如欧美信用债、中资美元债以及新兴市场债券都存在一定的机会。

看好经济复苏的欧美市场

在境外债投资时,对全球宏观经济要有非常深刻的认识,才可以做投资决策。因此,笔者对宏观经济基本面以及央行的趋势性判断比较看重,根据宏观经济基本面和货币政策导向来决定久期和利率债的国别分布和整体仓位分布,是境外债投资的第一步。

当前全球宏观经济环境向好,企业盈利普遍在提升,投资信用债大概率不会发生资本损



失。广发全球收益债的首选标的是宏观环境比较好、企业盈利也比较好的欧美市场,建仓期大概60%以上会投向发达国家信用债,其中最大头寸放到美国,也会分散到欧洲国家,原因就是美国宏观经济较好。美股标普500今年的EPS增长率是25%,企业盈利好,杠杆率在逐步下降的过程中,违约几率较低,债券安全。

其次会选择新兴市场。新兴市场宏观经济在复苏,基本面不确定性在下降,而且新兴市场票息相对较高,向上反弹的确定性相对比较大,前段时间的下跌可能是小幅加仓的机会,因此建仓期10%到15%会投资新兴市场。

此外,还有一部分标的会选择中资美元债,也会投向信用资质非常好的国企或者大型公司上。

美债看好周期性行业

境外债投资必须熟悉全球行业发展趋势,笔者在外管局工作时获得了比较宝贵的投资经验,其中,对主流投资的信用发行体和所在行业盈利、行业趋势的把握是非常重要的环节。全球债基金管理人必须掌握行业的宏观因素、业务模式、竞争环境、并购、监管环境等变化,从而控制信用风险。需要强调的是,投资海外债要从全球视角系统、深入地去分析判断,不能割裂开来,不同行业有不同的分析方法。

从当前海外债各行业前景来看,美国债券更看好明显受益于美国宏观经济增长的行业,比如周期性行业,或者是在美国国内收入占比相对比较高的行业。

中资美元债比较特殊,基础利率是跟着美债走,信用风险是跟着国内市场走。因此选择中资美元债主要是看信用基本面,一定要选择那些信用基本面很稳健的公司,主要考虑三类标的,一是龙头类企业,二是政府支持力度相对比较确定的国有企业和城投公司,三是国美电器这类盈利能力比较中性、没有比较大下行风险的民企。

此外,新兴市场则会选择龙头性公司来投资。

投资级和高收益各占一半

按照国际惯例,海外信用债一般分为投资级和高收益级两种。AAA是信用债最高等级,BBB-一般是最低的投资级债券;高收益债是指信用评级低于投资级(即标普评级在BBB以下,或穆迪评级在Baa3以下),或者无评级的债券。

在仓位配比上,广发全球收益债在建仓期会一半投资高收益级信用债,一半投资投资级信用债。

对于海外债的风险,投资者其实不用过于担忧,因为海外信用债的评级标准更加严格。国内很多公司都是AAA级,但国外AAA级凤毛麟角,A-以上都是非常安全的债券品种,基本不会有违约风险,BBB级可能有一定降级风险,但风险并不高。