

# 保持环保“初心” 寻觅更深层次投资机遇

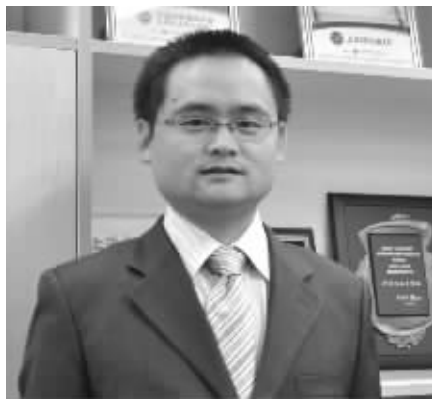
□华宝基金国内投资部副总经理 蔡目荣

行业发展初期,各地及相关企业对环保重视程度不足,产业排放标准严重滞后,导致部分地区污染物排放严重超标,进而导致国内大部分地区被严重的空气污染、水污染甚至是土壤污染所困扰。环境的治理和改善是民心所向,未来如果能逐步过渡到主要通过市场化治理的方式推进环保上来,则有望使企业真正将生态环保理念落实到生产管理中来,也可以从中受益。资源品及环保行业是我近年来关注的重点领域之一,对这些方面有一些观察和思考。

## 环保限产与周期价格上涨

自去年年底以来,就有人不断看空周期品尤其是黑色产业链产品的价格。但今年现实情况却是,一方面经济数据略显低迷,另一方面螺纹钢、焦炭等期货品种价格在三季度却创出新高。回溯以往,这一幕其实在2017年三季度就曾经上演。当时市场演进的逻辑其实和今年是一样的,即真实的市场需求并没有经济数据显示的那么差,这是价格上涨原因之一,但绝对不是核心原因,最主要的原因还是来自于环保限产:经过两年供给侧改革以后,钢铁等产品供需已经进入较为均衡状态,而随后的供给限产后将会导致供需紧张、价格上涨。

2017年那轮周期品价格上涨,限产方面的原因主要是因为第三、第四批环保督察:之前,由于



第一、第二批环保督察处罚极其严厉,导致第三、第四批被督察省份给予了极高的重视,高污染行业更是采取停产,由此导致很多产品供应紧张从而价格上涨。从今年的情况来看,各地为赢得蓝天保卫战而进行环保限产。总的来看,高污染行业限产呈现了两点趋势,一是区域扩大化,从京津冀及周边地区扩展到汾渭平原和长三角地区,二是时间常态化,不再拘泥于供暖季。

## 期待更多引入市场化手段

目前市场上有一些声音认为,环保限产提高了中国制造业成本进而影响到下游制造业的

竞争力。未来若能逐步过渡到主要以市场化的方法来推进,可以更加公正与公平。市场化的手段应该是制定严格的排放标准,企业根据这一标准进行治理,达标后才能生产。未来即使是需要特别限产,也可以根据企业单位产品排污总量决定限产幅度,即限产应该充分跟企业的环保治理水平直接挂钩,奖励环保投入较好的企业。其实,目前环保政策已经开始有所转变,逐步在规避“一刀切”式的监管。

从一些研究报告及新闻报道来看,现在环保方面已制定了较为严格的标准,但大部分企业在环保投入上还不是很积极。一方面,企业对环保的重视程度还有待提升,例如年中进行的第一批环保督察,确实发现了很多企业对上次环保督察指出的问题不整改,甚至是数据造假和作弊;另一方面,可能也需要监管层面明确排放标准,不能随意更改,同时也需要明确环保治理水平跟限产程度严格挂钩,从而让企业敢于投入去升级环保设施,同时也受益于环保设施的投入。

## 深度挖掘受益环保治理的公司

环境的治理和改善是民心所向,未来如果能逐步过渡到主要通过市场化治理的方式推进环保上来,则有望使企业真正将生态环保理念落实到生产管理中来,也可以从中受益。对机构投资者而言,国家大力推动生态治理、高度重视生态环保事业,这是有利于千秋万代的举措,这

也意味着与生态环保和绿色领域相关的投资,将有着非常深厚的可挖掘潜力。在近两年的环保限产过程中,不少投资人比较多地关注限产受益的产业链,如前面提到过的螺纹钢、焦炭等产品;但在环保事业系统性推进的过程中,我们应该打开视野,秉持中长期的投资思路,深度挖掘受益于环保治理的公司。

首先,如果能以市场化的机制推进环保监管,则全社会对于环保投入的重视将会得到提升,因此,第一个层面上,这对于那些环保行业类的板块,肯定是有发展上的促进作用的,如果细分来看,这些领域包括环保监测、环保治理设备及运营(具体包括大气、污水、危废和土壤)等,这些细分板块的发展前景值得好好去研究、探讨。另一方面,包括上游资源行业与中下游制造业都与环保治理有着密切的关系,如果环境监管过程更市场化和科学化,那些环保工艺较为先进,环保投入较多的公司就会相应受益,同时也会受到市场更多的关注,获得更好的发展资源,这也意味着可以形成良性的优胜劣汰的机制,有利于优质的有责任的公司做强做大,这一层面的投资机会,也有待我们去挖掘。近年来,ESG投资理念从海外开始引进国内,ESG的投资框架中,就涵盖了较为丰富的内容,如促进环境保护、社会可持续发展,实现良好的公司治理等目标。符合这种理念的公司未来也有可能成为较好的投资标的,也将是我们未来重点关注的投资机会。

# 银行理财收缩 短债基金受宠

□广发安泽回报基金经理 刘志辉

2018上半年资管新规落地后,银行表外理财业务从2017年末的22.17万亿元下降1.17万亿元至2018年中的21万亿元,降幅达到5.28%。规模下降的同时,理财产品预期收益率也在下降。伴随银行理财预期收益率下降和发行数量逐步减少,原来购买银行理财的投资者开始寻找短期理财的替代品。其中,短债基金凭着相对较小的波动、稳健的回报获得投资者的青睐。展望未来,笔者认为货币政策保持相对宽松,债券市场收益率下行,短债基金将成为不错的短期理财工具。

## 短债基金优势尽显

据普益标准统计,8月20日至9月2日,1个月以内保本理财产品平均预期收益率为3.43%,1-3个月平均预期收益率为3.81%,6-12个月平均预期收益率为4.24%,1年以上平均预期收益率为4.40%。广发安泽回报从2017年初即开始采取短债策略运作,年化收益率为4.48%,与银行理财产品收益率几乎持平。不过,相比理财产品封闭运作,短债基金采取开放式运作,流动性方面略胜一筹。

同样作为短期投资工具,短债基金与货币基金相似,但其年化收益率超过货币基金。今年资金面宽松,货币基金年化收益率持续下滑。基于对银行理财和货币基金的相对优势,短债基金获得投资者的青睐,并成为今年市场的一大热门品种。

短债基金今年受宠,是因为相比货币基金具备配置更灵活、剩余期限更长、杠杆可适当提高等三大优势,在当前宏观环境下有望为经常购买短期理财产品或者货币基金的客户提供超越货币基金的中长期回报。

首先,配置更为灵活。货币基金对流动性要求较高,主要投资于银行存款、逆回购等,而短债基金可以通过对高品质短融债、ABS等资产的配置,获得相比银行存款存单更高的票息,提升基金收益。

其次,剩余期限更长。资管新规相关法规要求货币基金剩余期限不超过120天,而在实际运作中考虑到流动性要求,货币基金实际剩余期限更短。在看好市场的前提下,短债基金可以将剩余期限拉得更长,从而更有利于获取较高收益。

第三,杠杆空间更高。货币基金最高杠杆不得超过120%,短债基金则为140%。实际上运作中出于流动性需求货币基金杠杆普遍偏低,而短债基金在债券收益率明显超过资金成本时,可以适当提升杠杆水平。



## 收益有望增厚

之所以在2017年采取短债策略,主要基于我们对债券熊市的判断。当时市场上有很多人认为经济下半年会下滑,债市将有比较好的机会,所以操作积极,而我们对市场持相对谨慎态度,因此采用了短久期、高配信用债、减少交易等策略。

我们的判断被证明是正确的,事实上,2017年最好的投资策略就是短债策略。2017年四季度,市场预期就得到了修正,债券市场大跌,很多基金因此净值大幅回撤,甚至由盈转亏。而我们因为采取了短债策略,组合久期比较短,不超过一年,所以在2017年四季度净值没有大幅回撤。

同时,我们的组合中信用债占比高,这主要是为了减少对市场判断的依赖,同时获得相对较好的回报。当然我们也不排斥利率交易,但对仓位占比及盈利的把握有较高的要求。

回顾过去,从2017全年来看,我们重视风控,回撤控制出色,也得到了很多投资者的认可。2018年,我们依然采取短久期策略,但在交易上比2017年更为灵活,在利率低位时适当保守,高位时相对积极。这当然对我们的投资提出了更高的要求,什么时候应该激进,什么时候应该防守,如何准确把握交易时机,都是比较大的挑战,核心是要看准市场,在不同的市场时点采取与其相匹配的策略。

展望债市环境,当前货币政策宽松,9月中旬货币基金投资的资产在月底陆续到期,再配置收益率预计较低,货币基金收益率将会明显下降。而短债基金配置的债券票息更高,预计静态收益超过货币基金。此外,货币政策宽松时,债券市场收益率下行,短债基金有望获得一定的资本利得,增厚基金收益。

# 用科学方法长期投资基金

□博道基金 杨梦

复利,被称为是世界第九大奇迹。而想要享受复利带来的长期收益,长期投资是一个大概率能够成功的方法。

然而,日常中我们发现,长期投资是一个模糊且易被误解的概念。有人会质疑,持有的基金表现不达预期是否还应该坚持长期持有?也有人会举例,持有某只基金N年依旧亏钱。

我们认为,长期投资代表的理念是,拉长持有周期,以承担一定的波动为代价,来获取所投资资产的长期合理回报。

这样的心态和方法,对于参与基金投资来说,尤为重要。

观察美国股市(1927年至2017年)和中国股市(1993年至2017年)以年为单位的持有收益率分布,从持有1年、2年、5年、10年、20年甚至30年的收益率分布数据来看,我们可以发现,当持有期为一年时,投资者能从股市中获得的收益非常不确定,可能赚50%也可能亏50%;当持有期为十年时,投资者的年均回报大约在-5%到20%之间;而当持有周期拉长至二十年,股市的年均回报已经是大概率的正收益。

也就是说,除非投资者对自己判断市场走向的能力非常有信心,否则更好的选择是长期持有,因为长期持有能带来的预期回报更稳定胜率更高。

然而,长期投资也并不是毫无章法的买入持有,那么,如何用更加科学的方法做到长期投资这件事情呢?

首先,要对股票资产的预期收益与风险有清晰的认识。

风险和收益是永恒存在的一对孪生子,想获取一定的回报,就必须承担相对应的风险。所以,投资者想要获得高于无风险收益的回报,最可靠的做法是承担市场给予一定溢价的风险,而股票资产之所以在各大类资产中享有较高的预期回报,正是由于其承担了无法通过分散投资消除掉的系统性风险。

自下而上来看,股市的收益来自于盈利的增长和估值的提升,代表情绪的估值短期容易大起大落,而长期则相互抵消,股市的长期收益大致能与盈利增长匹配。

正是由于长期而言股市的估值将向均衡水平靠拢,投资者能获得的预期年化回报与进入股市时候的估值有很大的关系。同样的持有周期,在估值较高和较低时进入股市,所能获得的平均年化回报和胜率有着较大的差异。

总结以上,理性的投资者在股市择时这件事情上,最应该关注的是在低估值(高预期回



报)的区域选择进入股市开始长期投资。其次,要结合自身风险承受能力进行一定的资产配置。

尽管有很多投资者也认同长期投资的理念,但要真正做到是一件极其考验人性的事情,就算在低估值的区域进入了,稍有盈利,便有各种止盈的想法;就算享受了一波牛市,当熊市来临时,总会在大众极度悲观时想要割肉离场。

假如投资者将总资产中大比例的钱都投入股票市场,那么面对高波动,心态是很难保持理性的,也就很难做到长期投资这件事情;但假如投资者根据自己的风险偏好及对现金流的需求,将总资产一部分以合适的比例投入股票市场,就能够用更加理性的心态来坚持长期投资。这是资产配置的第一层含义。

资产配置的第三层含义,则是时点的选择,这里时点选择并不指进行择时,而是战略配置的视角,在股市低估值区域逐步进入,在高估值区域停止进入(如果更专业一点可以适当退出)。这样的配置方法赚的是估值水平长期来看大概率回复均衡的,不依赖于任何的择时能力,所要承受的是短期的波动。

而资产配置的第三层含义,则是对基金的分散持有。参与基金投资不代表只能选择一只基金,在对基金投资风格和获取超额收益能力有一定了解的基础上,分散持有不同风格但长期来看都有显著超额收益能力的基金,也能对整体资产的波动起到一定的平滑作用。但需要注意的是,选定基金之后对基金的考核时期也需要适当拉长,否则频繁在不同风格基金中追涨杀跌,也会造成相当的收益损耗。

投资是一项长跑运动,我们始终怀着勤勉敬畏的心态来管理委托人的资产,希望投资者能与我们坚定携手,用长期投资的心态,与我们一起分享长期投资的果实。