

最是一年春好处 养老投资正当时

□博时基金首席宏观策略分析师、
博时颐泽养老(FOF)
拟任基金经理 魏凤春

开年以来，三大股指强势飘红，wind数据显示，截至3月15日，上证综指累计涨幅19.92%，深证成指累计涨幅30.09%，创业板指累计涨幅31.96%。同时，第三支柱个人养老投资势头正劲，养老目标基金批量发行，对此，笔者认为，养老目标FOF关键在于通过资产配置实现风险和收益的匹配，投资的“工业革命”已由FOF启动。

养老FOF风险收益特征显著 坚持“四位一体”管理

养老金产品不同于普通的公募基金，它的基本要求是收益稳健、波动确定、管理透明。为实现这一目标，笔者认为，基金公司或可进行“四位一体”的管理模式，这也是工业化时代投资的基本逻辑。

第一，风险优先。养老金投资是跨期投资，时间的不确定性决定了风险定价的优先级。以目标风险型的养老金产品为例，坚持风险优先的基本原则，需要按绝对收益的目标实施投资策略。在当下的国内资本市场中，没有严格的风险控制，就很难有投资者钟爱的复利价值。复利是一种思维，是一种以耐心和坚持为核心的思维方式。如果能充分利用复利思维，不管是投资还是人生，都可能有不错的回报。

第二，多元配置。投资实践证明，依靠单一资产择时是无法长久地实施目标风险策略的，通过多元资产配置实现单一资产



所不能提供的系统性收益是可行的。多元资产配置体现了工业化时代投资所要求的分工与专业化的基本特征。

第三，团队管理。工业化时代，个人英雄主义渐行渐远，通过研究、决策以及执行等流程安排，保证团队的协作力是普遍的做法。超凡的个人投资洞察力并未成为过去，但基金经理确实需要更多地采用系统化的方式进行投资决策。

第四，技术保障。投资正从农业时代的靠天吃饭，转向工业化时代的全天候、流程化操作。工业化时代的投资需要先进的配置系统来实现系统性的收益。笔者从事宏观策略投资研究近20年，以此为基础，我们开发了“因子资产配置系统”。主要瞄准“增长、通胀、流动性、政策”四大因子，从产业角度主导资产配置的大方向。该系统融合了博时基金长期积淀的主观经验判断，也借鉴了

海外相对客观的量化分析系统，旨在通过宏观策略寻求系统性贝塔收益，为满足养老目标FOF的资产配置需求提供强力保障。该系统由三级资产配置体系组成：一级大类资产配置，由公司层面的资产配置委员会负责；二级股票风格、行业或债券结构配置，由固收、权益等各专业投委会负责；三级为股票的主题及交易型配置。该系统实现了全天候的多元资产配置，它打通了博时基金内部的投研体系，通过人机结合的方式，实现了流程化作业，保证了投资的品质。

从基础因子和交易因子两方面做资产配置

养老金三大支柱建设成为近年来业内外热议话题，从去年9月13日首只公募养老产品推出至今年3月15日，市场上的养老目标基金数量已达17只（份额分开统计），规模合计超过41亿元

（数据来源：wind，基金年报及成立公告）。对此，笔者也感触颇深，在此也想将自己接下来的宏观研判和投资策略与大家做心得分享。

从决定资产配置的基础因子看：增长因子下行速率放缓；通胀因子平稳或略微向上；流动性因子继续改善，对社融改善的持续性需继续观察；中美经贸协商会有积极进展，资本市场利好不断。如此的宏观场景对股票、商品等风险资产的压制缓解，但仍谈不上正向支撑，对债券等固定收益资产的支撑减弱。

从决定资产配置的交易因子看：第一，债券市场交易面由积极转为中性，成交量持续下行，交易情绪谨慎；债券型基金发行数量下降，银行等机构配置资金增量下行概率加大。第二，A股交易面总体正面：A股估值从底部回升，绝对水平仍然偏低；成交明显活跃，换手率大幅提高，交易略显拥挤；资金面积极，虽然外资流入有所放缓，但杠杆资金有所提升，周新开户数快速提升，散户明显进场。第三，从股债风险溢价指数看，2019年1月4日创出历史新高后，开始回落但仍凸显股票配置价值优于债券。第四，商品方面，交易因子对黄金、原油价格均偏中性。

那么，对于养老FOF的管理，将综合基本面与各类资产交易面的情况，合理优化资产配置。在具体的基金选择中，ETF因为交易便捷、成本低廉与估值高效的优势成为养老FOF基金的首选。

看未来，秋水共长天一色，落霞与孤鹜齐飞。

寻找Smart Beta 盈利驱动源泉



□富国基金量化投资部ETF投资总监 王乐乐

作为相对新兴的基金产品，近年来Smart Beta产品在全球范围内发展迅速，成为投资者的新宠。Smart Beta产品虽然受到投资者较高的关注，但是Smart Beta尚未有一个明确的定义。虽然没有明确的定义，但是投资者心目中Smart Beta的样子基本上差不多，就是有别于传统规模指数、行业指数和风格指数，更加“Smart”，可以获得更好投资收益的一类指数。

Smart Beta聪明的地方在于，其在指数被动投资的基础上，通过对传统市场规模指数进行成分和权重的优化，增加标的指数在特定因子或特定事物上的暴露度，使指数能够整体获取该因子带来的独立投资收益。

对我们来说，无论是smart beta指数，还是规模指数等，这都是一个名字而已，背后投资逻辑的支撑更加重要，比如：规模指数是基于有效市场假说，如果市场是充分有效市场的话，那么规模指数就是最优的投资组合，但是如果资本市场效率不是充分有效的话，规模指数就存在提升的空间，尤其是在国内，所以沪深300增强、中证500增强、中证1000增强，都可以获得不错的阿尔法收益。

Smart Beta也有很强的投资逻辑支撑，如国信价值指数是“PB-ROE”策略指数，它是在全部A股市场上选择“高盈利、低估值”的股票，按照等权来构建的Smart Beta指数。为什么这批“高盈利、低估值”的股票长期能赚钱呢？这是因为股票定价的基本逻辑： $P(\text{股价}) = PB(\text{估值}) \times BPS(\text{净资产})$ 。从长期来看，估值和企业盈利决定了股价的表现：在估值稳定的情况下，股票长期收益基本上等于净资产收益率；过高的估值透支了未来的上涨预期，会拖累未来股票价格的表现。那么选择“高盈利、低估值”的公司，长期可以取得不错的回报。从国信价值指数历史表现来看，的确也表现比较突出。2010年以来国信价值全收益指数涨幅为99%，同期沪深300全收益为23%、中证500全收益为20%。从业绩归因来看，国信价值指数的业绩靠的是盈利来驱动。

国信价值指数是一种策略指数，基于资产定价原理来研发的Smart Beta指数，还有些Smart Beta指数是根据中国经济转型、产业发展的背景所研发指数，如国企改革指数就是一个典型案例。最近几年国有企业改革进程加快，国有企业通过管理制度的改革、提高企业的运营效率。从海外市场经验来看，随着国有企业改革推进，企业的生产效率、市场竞争力都有明显的提高。当然这些参与国企改革的上市公司，也获得了不错的投资回报率。正是基于这个背景，国企改革指数就把“预期发生改革的国企”和“已经发生改革的国企”合起来编制了一个Smart Beta指数，投资者通过跟踪该指数的基金就可以分享国企改革带来的长期投资回报。

在中国处于经济转型的过程中，会应运而生很多不错的投资主题，而这些主题smart beta指数和传统行业指数具有很大的差异，比如传统燃油车日渐趋于饱和，而新能源汽车仍处于快速发展过程中，新能源车指数就是一个朝气蓬勃的smart beta长期主题指数；再比如，国内制造业的转型升级成为重要方向，尤其是工业制造和信息技术、软件和自动化技术的深度融合，工业4.0指数就将这些相关概念股票整合在一起，用于捕捉产业升级板块带来的投资机会。今年以来（截至2月27日）工业4.0指数上涨了29%，大幅跑赢沪深300、中证500、创业板等指数。

Smart Beta指数只是一个代号，背后的投资逻辑才是真正值得关注的地方，每一个Smart Beta都有其自身盈利驱动源泉，把握这个驱动源泉，也就把握住了Smart Beta产品的精髓。

债券指数基金有望拥抱全新发展机遇

□鹏华基金固定收益部基金经理
李振宇

2018年债券市场的变化为债券指数基金发展提供了较好的契机。经过前两年的快速发展，市场逐渐认识到主动管理债券基金面临管理风格切换风险、过度承担信用风险、业绩可持续性不高、操作风险、道德风险等问题。叠加市场环境，国内债券指数基金的产品数量及规模在过去一年取得了长足的发展。

债券指数基金（或债券ETF）是以特定指数的成份券为投资对象，通过购买该指数的全部或部分成分券构造投资组合，以跟踪指数收益率为目标的产品。截至2018年12月11日，全球市场（除中国大陆外）共有782只债券指数基金和1281只债券ETF，总资产量合计达到1.82万亿美元。而美国市场的债券指数基金和债券ETF管理规模超1.24万亿美元，占比高达26%。在美国前十大债券指数基金当中，目前有5只产品为债券ETF，可见ETF的独特生命力。相较成熟的美国市场，截至2018年末，国内债券指数基金和债券ETF基金总规模仅为1060亿人民币，占公募债券基金总比例仅为3.5%。



目前国内债券指数基金布局以利率债指数基金为主，信用指数基金布局有所欠缺。产品形态上，目前债券指数基金仍然以初级的形态为主，未来策略型指数产品需要进一步发展壮大。在目前的基础上，随着投资者对被动投资认识不断加深及长期投资者的队伍不断壮大，债券指数基金仍然有较大发展空间。

相比主动管理型基金，指数基金具有其独特的产品设计优势。从历史来看，主动管理型债券基金面临风格漂移、过度承担信用风险、业绩稳定性不佳、成本较高等问题。而指数基金由于

其透明度较高，其追求跟踪误差最小化，受人为扰动因素较小，风险特征清晰，投资者可择时配置对应风险的指数基金，进而可以规避主动管理风格切换。自2018年以来，信用风险出现了全面爆发。在信用风险爆发成为常态之后，过往粗放的信用下沉策略将面临较大风险，因此，指数基金跟踪标的明确，有助于帮助投资者防控信用风险，甚至可通过特定指数实现个性化的投资目标。债券指数基金管理成本较低，费率总收益显著提升：国内公募全市场债券指数基金规模加权费率为28BP，纯债主动基金

规模加权费率为43BP，即平均来看指数基金相较于纯债主动基金有15BP的费率优势。同时，指数基金整体交易频率较低，交易成本较低。

从过往业绩来看，通过回测发现，在同一杠杆水平下，主动管理型债券基金持续战胜指数难度较大，且部分主动管理型基金面临风险敞口暴露过大的风险。因此，在寻找持续战胜市场的主动管理型产品之余，投资者可借助指数基金这一成本较低的工具产品实现其大类资产配置目标。

综观我国债券市场的发展，截至2018年末，中国债券市场的余额达到86万亿元，约合12.6万亿美元，已跻身全球第三大的债券市场规模。随着我国债券市场步入更为成熟的发展阶段，整体制度建设不断完善，债券产品和交易工具不断创新，债券指数型产品将进一步凸显工具化的投资价值。此外，彭博公司计划在今年4月份将中国债券纳入彭博巴克莱全球债券指数。笔者相信，在更成熟和开放的市场环境下，海内外市场对中国债券资产配置的需求抬升将进一步增加债券工具型产品的需求。债券指数基金有望拥抱全新的发展机遇。