

新需求下的ETF创新趋势

□浦银安盛基金指数与量化投资部总监
陈士俊

我们的股票市场正经历着一场华丽的蜕变。包括股票市场在内的资本市场正在成为国家重要的核心竞争力,承担着经济发展模式转型升级的重大使命,其重要性达到了前所未有的地位。近年来,中国股市越来越规范化,信息披露要求更加严格,规范化的市场也吸引了更多的长期投资资金。

在新的市场环境下,股市投资者也有了新的需求。新需求之一,是投资者对于核心资产的关注度越来越高。中国经济的各个产业龙头基本上都实现了上市交易,分享中国经济的发展成果,最直接最有效的投资方法就是追随这些龙头上市公司的核心股票资产进行长期投资。从2017年的主动基金投资组合变化中也可以看到这种趋势。

新需求之二,是投资者对于指数化投资产品的认同度越来越高,这既包括指数ETF产品,也包括指数增强类产品。被动指数化产品具有明确的投资方向,风格主题一目了然。由于需要紧密跟踪指数的表现,不需要过多的择时换股,所以投资管理人对投资组合业绩的影响相对于主动基金而言要小很多。

此外,被动指数产品的费率通常要低于主动管理的产品,这对于从事长期资产配置机构而言尤为重要。指数增强类产品也是长期投资者比较喜欢的投资品种之一,一方面保持对目标指数在较小误差内的跟踪,另一方面投资管理人通过多因子、量化等技术手段,寻求稳定的因子超额收益,起到锦上添花的业绩效果。

新需求之三,是个性化的投资产品也不断涌现。一些投资者不再满足于全覆盖性质的简单配置,开始寻找具有更好的风险收益



回报,或者满足特殊需求的投资产品,前者像一些SMART BETA类的指数产品,后者如满足投资者在一些行业主题方面的指数投资产品。我们看到,今年以来,各家基金公司都推出了不同风格主题特点的ETF产品,使得投资品种更加丰富。

作为投资产品的提供者和管理者,面对着股市的新特点和投资者的新需求,基金行业也面临着新的创新挑战。今年最吸引眼球的事件之一是主流规模指数ETF的降费。因为是被动跟踪指数,跟踪同一标的指数的不同指数ETF产品在收益表现方面差异不大,因此,费率的差异就成为投资者在选择衡量时的重要指标之一。由于规模指数ETF的市场空间大,降费所带来的规模增量非常可观,因此加入降费行列的基金公司也越来越多。在愈演愈烈的降费大战的另一端,市场也加快了产品创新的步伐。

我们长期关注如何将有效的量化投资方法应用到股票选择和组合投资上,在新兴投资品种的创新方面也做了很多的研究和尝试。研究发现,近年来上市公司的现金股息分红的发生率越来越高,每年全部上市公司中约有三分之二的公司都会给投资者派发现金股利。

但是,如果简单地按照股息率高低来挑选红利股进行投资,往往得到的投资效果并不能令人满意。这主要是由于国内上市公司股息率高的企业多集中于银行、房地产和一些周期制造业企业,而这些公司的业绩和股价表现容易受到政策、经济周期的影响波动较大。而且,一些企业虽然股息率很高,但其经营情况正处于下行期,业绩展望不佳也极大地影响了股票投资的收益。所以,在选择红利股的标准方面,更加注重行业分布的合理性和企业自身的经营情况,通过财务指标的量化评分筛选,使得选出的高股息股票具有稳健向好的业绩成长可持续性,这样才能在获得股息回报的同时,不必担心股价下跌的侵蚀。现在,投资者越来越喜欢投资高股息股票,这种投资方式已经跨越了股票、债券资产的简单区别,从投资现金流情况看,投资高股息股票更像是一种固定收益类型的品种。

还有一种基本面的投资方式,也值得投资者关注。基本面投资原理非常简单,只是根据营业收入、净资本、现金流、分红等四个基本面指标,不掺杂任何股票量价指标,采用指标综合评分的方式来筛选股票和进行组合内的股票权重设置。一些股票的价格因为概念主题炒作而过于高估,而另一些质地较好的股票价格被明显低估。但长期来看,股价必然会向企业的基本面进行回归,而这种均值回归的力量也使得基本面投资在A股投资方面取得很好的成绩。

聚焦科创 拥抱成长



□科创银华拟任基金经理 唐能

美国、欧元区等核心经济体景气指数逐步下移甚至部分已经落入荣枯线以下,海外需求下降预示着中国出口压力将持续增加。我国则采取了一系列逆周期调节措施来熨平经济周期下滑的趋势,比如较宽松的货币政策、减税降费措施等,短期经济增长有一定的托底作用。但是长期来看,在经济增长逐步放缓即增速下台阶的过程中,GDP增速换挡是必然会发生。经济增长换挡往往是新旧产业交替时期,参考美国、日本、韩国所经历的增长换挡期,GDP增长放缓是一定会发生的,但是换挡后的新产业尤为关键,这决定了未来经济增长的新动能和发展方向。

当前我们面临5G、云计算大数据、汽车电子与智能驾驶、物联网等领域需求的爆发开启新一轮的技术创新周期的开端,我国对核心科技领域的投入不断加大,未来5G、云计算、网络安全、集成电路等自主可控领域将会迎来持续的政策支持。5G三大应用场景将移动通信技术变成各行业通用技术,或改变社会生产、人类生活方式。随着5G网络建设的完成,5G通信技术将会渗透到各行各业、各个经济部门。根据HIS预测,2035年5G产业链将创造3.5万亿美元的经济产出,其中中国的5G产业链的经济产出达9840亿美元,占全球5G价值链产出28%。假如全球经济以2.9%的年均增长率增长,其中5G将贡献0.2%的增长,在2020年到2035年5G对全球实际GDP的贡献相当于现在全球第七大经济体的印度体量。根据信息通信院预测,2020年5G直接带动920亿元的GDP,2030年将达到3万亿元,复合增长率达到41%;2020年5G间接带动4190亿元的GDP,2030年将达3.6万亿元,复合增长率达到24%。

2019年6月13日,银华基金科创三年封闭基金等第三批科创板基金获批之际,上海证券交易所也宣布科创板正式开板。从发达国家经验来看,亚马逊、微软、苹果、德州仪器、应用材料等一大批优秀的科技公司都从纳斯达克板走出来。而中国的腾讯、阿里等互联网龙头都无缘A股市场,为了迎接下一轮科技创新的浪潮和科技巨头的诞生,科创板作为一个新兴的增量市场,应运而生。未盈利企业可以上市、同股可以不同权、分拆上市、红筹架构上市等,科创板在制度上有了很大的突破,包容性更强,上市制度从审核制向注册制转变,降低了企业上市的制度成本,缩短了上市时间。对科技创新的公司发展壮大提供了很重要的资金支持,也让投资者能够更早的分享到优质公司的成长收益。

创业板(剔除温氏股份)市盈率(TTM)为37倍左右,处于2010年以来20.0%的百分位。(由于创业板集中了大量的计算机、通信、电子、医药生物等企业,因此可以用创业板的估值水平代表科技板块的估值区间)。经过最近两个月的回调,创业板块的估值已经回归至均值减去一个标准差的水平,已经处于非常低的估值区间。从细分行业来看,通信、医药生物、电子、传媒等科技类板块的估值已经落入非常低的区间,目前科技股在估值上占据很好的优势。2016年以来是科技创新行业的低潮期,5G落地后,智能手机有望进入新的换机上行周期,VR/AR、智能驾驶等技术有望在5G落地后取得突破性进展。而科研经费是创新技术发展的重要基础,创新类企业的科研费用、人员配置、专利数量均处于行业前列;同时政府采用税收优惠、财政补贴、引导基金等多种方式鼓励支持创新型企业发展。未来五年科技行业发展将引来新一轮发展机遇。科创板有望迎来科技创新板块新一轮的投资机会。

科创板除了上市制度有了较大突破,其他交易制度也有很大变化:上市前五天不设涨跌幅,之后涨跌幅20%,退市制度更严等。此外,科技技术迭代较快,新老产品替代周期更短,对于投资的专业性更强,对个人投资者而言,面临的投资风险会更大。

投资是对人性的考验 专注做能力圈内的事

□广发新兴成长基金经理 刘玉

2014年是笔者开始投资生涯的第一年,管理的是以绝对收益为目标的专户产品。从那时起,笔者就始终铭记“资金委托是近似于父母的信任”,为客户实现长期稳健的回报是我们的责任。2018年,笔者转换工作岗位,转而管理公募基金。但笔者依然秉承稳健投资的理念,坚持以合适的价格投资优秀的公司,并注重对组合回撤的控制。回首过去十一年的经历,六年的研究生涯,让笔者学会如何在好赛道中选择好公司;三年多绝对收益投资经历,让笔者在控制产品回撤上积累了很多经验。总结这些年的心得,笔者发现投资最终是对人性的考验和磨练,只有做到“勿贪婪、有耐心、精研究”,才能不辜负委托人的信任。

做好投资的三个“最重要”

人行以来,我阅读了很多投资大师的经典书籍。结合自己的实践,我认为做好投资有三点最重要,也是我一直坚持在做的:“最重要的不是买得好,而是卖得好;最重要的不是价格也不是价值,而是相对的性价比,即安全边际;最重要的不是进攻,而是防守。”

第一,最重要的不是买得好,而是卖得好。“以合理的价格买好公司”,是投资大师巴菲特总结的核心要诀。按照价值投资的信条,好企业在定量层面可以量化为高ROE、高分红、高ROIC等,定性层面可以用良好的治理结构,足够宽的护城河等来评估。可见,哪些企业属于好公司是显而易见的事情。我们要做的不仅仅是在价格低于价值的区间买进,还要选择在合适的价位卖出,否则将无法避免回撤。

过去十六年,沪深300年化收益率粗略计算为5.1%,其中在2008年和2015年均出现过大幅回撤。如果尽量控制回撤,那么沪深300的复合收益率会大幅提升。同样的,优秀的公司股价也有波动。一方面,公司的发展有繁荣和低谷周期;另一方面,市场情绪也存在过热或过度悲观阶段。因而,我们需要在价格低估时买入,在价格高估时卖出,尽量避免因股价过山车而对净值带来较大的回撤。



第二,投资中最重要的不是价格也不是内在价值,而是相对的性价比,即安全边际。克拉曼在《安全边际》一书中提出,所谓安全边际,就是你的投资决策在失算的情况下,还能保证不亏钱的安全垫。而安全边际的实现路径是靠买入价格,买入价格越低,安全边际越大。打个比方,A公司价值20元、标价19元出售,B公司价值10元、标价7元出售,显然,我们会选择后者,这就是安全边际。当我们不停地选择性价比更高的公司时,其实也是在控制回撤。

第三,最重要的不是进攻,而是防守。本金安全是巴菲特反复强调的投资要义,但也许,很多投资者并没有意识到这一点的重要性。举个简单的例子,初始净值为1元的基金组合亏损40%,那么,我们需要获取67%的回报,才能让净值重新回到1元。如何在高波动的市场中做好防守,我认为,目前可行的方法是选择好公司,克制欲望,理性操作。

专心赚自己擅长赚的钱

研读海外投资大师总结的投资心得,关于人性、勿贪婪的总结有诸多表述。确实,做好投资这件事,需要我们学会控制自己的欲望。一方面,市场有很多赚钱机会,如果我们抱着鱼和熊掌兼得的想法,希望追逐每一次热点,捕捉每一次机会,那么,我们很有可能踩错节拍,长期效果不一定很好。

另一方面,价值投资有不同的流派和风格,每位基金经理基于自己的研究经验、从业经历、人生阅历等,都有各自的能力圈和认知局限性。因此,我们不能寄希望于自己是一个全能选手,在不同风格、不同阶段都能战胜市场。基于此,我认为,在自己有限的的能力圈内,专心赚自己擅长赚的钱,也许效果会更好。

梳理过去十一年的经历,我在理论和实践的基础上搭建投资框架,在市场牛熊转换中积累经验,再不断完善自己的投资框架。

第一步,自上而下判断经济周期。任何时刻,我们都要对宏观经济的状态进行深入分析和研判,包括全球经济状况、各项经济指标的变化、市场流动性、政策、市场风险偏好等。如果经济进入下行周期,股市整体表现不会太好,那么就需要做好仓位控制。

第二步,从中观入手做好行业选择。好的行业是培育优秀企业的肥沃土壤。在行业选择上,我会从两个角度进行选择。一是选择长期景气向上的行业,如新兴医药+新兴消费作为重点研究对象。中国庞大的人口基数为两大板块的医药行业孕育了巨大的消费市场。这两大板块的长期景气向上,其中孕育了许多高ROE、业绩复合增速很快的优秀企业。因而,笔者将这两大行业作为组合的长期投资方向。二是结合行业景气度阶段性投资周期反转的行业。对于行业景气处于底部、即将迎来反转的周期性行业而言,企业基本面处于边际向上的趋势,股价又处于低估水平,投资的性价比非常高。

第三步,精选优秀行业的优质龙头。根据生命周期理论,公司的成长分三个阶段,快速成长、稳定成长、成熟期,笔者比较偏好于选择处于稳定成长和成熟期的公司,也就是行业的龙头公司,虽然这类企业的增速没有快速成长期的公司那么高,但企业已经具备了很强的行业壁垒,在品牌、渠道、产品类别、研发、市场定价等方面都具有很强的竞争力,成长的确定性更高,下行风险相对可控。这类龙头公司在行业景气上行时,往往能赚取更多的利润;在行业景气下行阶段,也能提高市场占有率。从财务指标看,我选标的时最看重的两个指标是ROE和企业自由现金流。