

# 两大商品“分道扬镳” 黄金基金闪光 油气基金暗淡

□本报记者 叶斯琦

作为商品市场的两大品种,黄金和原油近期迎来较大级别的行情。黄金急速上涨,原油则大幅波动,相关基金走势也出现明显分化。记者了解发现,不少机构人士依然看涨金价,原油则多空因素交织,机构因此也有一定分歧。

## 黄金基金表现不俗

作为重要的商品,黄金近期备受市场瞩目。COMEX黄金期货价格自5月下旬开始拉升,6月中旬又迎来一波急速上涨。据中国证券报记者统计,5月23日至今,COMEX黄金价格上涨逾11%。

相比之下,原油走势更为惊心动魄,近期处于大幅波动之中。5月21日至6月12日,NYMEX原油价格跌逾19%,6月13日至6月27日又急涨超16%,但6月28日以来继续下跌4.6%。

商品基金方面,受益国际金价上涨,黄金基金表现不俗。记者梳理发现,5月23日至7月3日(部分基金净值仅披露至7月2日),18只名称中带有“黄金”的基金净值增长率均达8%以上。其中的4只黄金QDII——易方达黄金主题、汇添富黄金及贵金属、嘉实黄金、诺安全球黄金期间净值增长率分别达13.49%、9.26%、8.72%、8.58%。黄金ETF表现同样不俗,博时黄金ETF、华安黄金ETF、国泰黄金ETF、易方达黄金ETF等期间净值增长率分别

部分黄金基金表现(5月23日至今)				
名称	起始日期	截止日期	份额净值增长率(单位:%)	投资类型
易方达黄金主题	2019-05-23	2019-07-02	13.4933	国际(QDII)另类投资基金
博时黄金ETF	2019-05-23	2019-07-03	11.0222	商品型基金
华安黄金ETF	2019-05-23	2019-07-03	10.9838	商品型基金
国泰黄金ETF	2019-05-23	2019-07-03	10.9500	商品型基金
易方达黄金ETF	2019-05-23	2019-07-03	10.9320	商品型基金
汇添富黄金及贵金属	2019-05-23	2019-07-02	9.2562	国际(QDII)另类投资基金
嘉实黄金(QDII-FOF-LOF)	2019-05-23	2019-07-02	8.7201	国际(QDII)另类投资基金
诺安全球黄金	2019-05-23	2019-07-02	8.5821	国际(QDII)另类投资基金

数据来源/Wind

为11.02%、10.98%、10.95%、10.93%。

原油方面,油气基金的净值随着国际油价“上蹿下跳”波动较大。5月21日至7月2日,名称中带有“原油”或“油气”的基金(均为QDII)净值跌幅多在10%附近,仅诺安油气净值跌幅较小,为3.23%。

## 黄金看涨预期强 原油分歧仍大

“黄金继续看涨。”格林大华武汉营业部总经理韩骁认为,目前黄金上涨,主要是市场对于美联储降息预期所导致。此外,最近地缘政治因素加速了黄金上涨。如果相关地缘局势有所缓解,黄金可能会小幅回调。不过,由于影响黄金价格的主线仍是美联储降息预期,因此预计后期黄金仍将处于上涨趋势中。

兴业证券张忆东也表示,美国实际利率下行压力大,重视黄金机会。美国国债期限利差连续1个月倒挂,历史经验警示明年美国经济基本面可能有衰退风险。黄金或将在未来数年对冲货币体系的不稳定风险,因此配置需求仍将凸显。中短期内,名义利率的调整将快于通胀下行,带动实际利率下行,黄金仍有上涨空间。

金石期货投资咨询部主管黄李强也表示,刺激金价上涨主要是美联储降息预期,以及全球范围内新一轮宽松货币政策。目前来看,各国为了缓解经济下行压力和对冲出口下滑的影响,开始执行相对宽松的货币政策,市场通胀压力袭来,刺激了金价的抗通胀需求。在这种情况下,全球七大黄金ETF开始增持,黄金整体涨势基本得到确立。

原油方面,黄李强认为,目前原油价格呈现多空交织的态势。由于原油价格上涨,北美活跃钻井数上升至1091座,比低点上升了40座。同时,美国商业原油库存处于高位,全球原油整体供需略微宽松,这是原油价格回落的重要原因。但是,地缘政治仍然是影响油价的因素,相关因素或影响到原油供应,增加市场恐慌情绪。

中信建投期货认为,“OPEC+”减产协议延长的概率很大,中长期依然能够对国际油价形成支撑。另外,地缘政治局势有不断升级趋向,市场对于供给端收缩的预期升温。在不发生系统性风险的情况下,预计原油上方目标为75~80美元/桶。

## 星石投资董事长江晖: 科技长期向好 静候月明花开

□本报记者 叶斯琦

7月4日,星石投资发布了2019年下半年策略报告。星石投资董事长江晖表示,尽管短期受各方面因素影响,市场风险偏好偏低,但是市场整体估值也较低,有利于寻找长期投资标的。看好中国在科技领域的创新能力。随着研发的不断投入,未来会持续实现各个环节的技术突破。现阶段,主要把握已经实现技术突破且市场空间大的国家战略新兴产业。

## 结构性改革是关键亮点

江晖分析,今年国内经济开局良好,但宏观杠杆率和通胀成为国内政策阶段性的约束。一方面,在以基建地产为主的稳增长政策推动下,宏观杠杆率再次快速上升。根据社科院报告,去年我国总杠杆率首次出现下降,但是今年一季度包括居民、非金融企业和政府部门的杠杆率均有较大幅度反弹。因此,继续坚持结构性去杠杆很有必要;另一方面,由于供给的原因,农产品价格上涨较多,尤其是猪肉的上

行压力预计会使年内通胀维持在相对较高水平,这也给货币政策构成了一定的掣肘。此外,外部因素给国内的产业发展增加了一定的不确定性。

江晖表示,从中期来看,伴随着结构性去杠杆以及外部因素的反复,国内经济下半年依旧面临一定的下行压力,但相应的稳增长也会贯穿全年,预计三季度政策将再度宽松。具体来看,国内方面,与去年不同的是,今年财政政策重点以稳消费替代稳投资,以减税降费支撑企业盈利。稳消费主要表现在降低居民所得税,促进汽车家电消费,以及扩大农村消费市场。稳消费政策上半年有所保留,预计下半年会适度发力。减税降费主要是下调增值税,降低企业税收和社保缴费负担,以及削减行政事业性收费。减税降费政策会贯穿全年,超过2万亿元规模的减税降费,对企业盈利的作用将持续体现。稳投资方面,地方专项债松绑支持基建企稳,但逆周期调控政策将大概率维持托底而非强刺激,5G等聚焦“补短板”的新基建投资可能将前置到今年下半年发力。政府开源节流,让利于企业和居

民,有利于激发市场活力。

从全球来看,今年海外央行“鸽声”四起,为中国货币政策打开空间。年初至今部分发达国家和发展中国家央行已经开始降息,而美国经济见顶迹象也在逐渐累积,美债收益率的持续倒挂使得资本市场的波动有所放大,市场预期下半年美联储大概率降息。

长期来看,江晖认为,国内政策不仅着眼于中期稳增长,更注重制度变革,解决体制性问题。中国面临的产业链问题愈加显性化,加快经济结构调整和配套制度改革刻不容缓。

金融供给侧改革是未来几年的工作重心,而科创板将落实以信息披露为核心的注册制,是支持实体经济尤其是新经济企业融资的重大改革。

## 看好国家战略新兴产业

江晖表示,全球产业链的重塑对现有国内产业链有一定的冲击,但具体是往好的方面还是往差的方向走,因产业地位而异。整体而言,中国将坚定不移地进行产业升级,往微笑曲线

的高附加值链走。以三星半导体的发展史为例,江晖分析,三星半导体1977年成立,1984年通过逆向工程设计出256K DRAM(代际突破第一步),1993年成为全球最大的存储器芯片生产商,2018年是全球半导体产值最大的企业。三星做了巨大的资本开支,在熬过初期的亏损后,最终取得了巨大的成功。相比之下,中国企业有更好的市场条件,有更庞大而优质的人才资源,相信中国对高科技领域的技术突破是必然的事情。

在江晖看来,当前资本市场风险偏好较低,整体估值水平也偏低,有利于寻找合适的投资标的。现阶段更应该着眼于长期,把握成长空间大的优质企业。这类企业将存在已经实现技术突破的国家战略新兴产业中,比如新能源、高端装备、生物医药等。以新能源车为例,积极发展新能源车不仅能够有效解决我国能源短缺问题,更能使我国汽车行业弯道超车。而在目前电池产业链的各个核心环节,我国优质企业均有全球竞争力,有望充分享受未来10年新能源汽车产业的发展。

## 和聚投资:下半年更看好成长股

□本报记者 刘宗根

近日,和聚投资发布2019年下半年策略报告表示,不同于当前市场部分投资者更多关注核心资产的观点,和聚投资更看好下半年成长股的投资机会。

和聚投资认为,A股市场上半年的走势基本围绕国内宏观经济及政策预期、外部因素的双主线展开演绎,大体符合年初判断。主线之一是经济数据仍在底部,但政策扰动预期先行;主线之二是外部因素一波三折,但冲击显著钝化。不过,2月、3月份市场估值阶段性修

复的速度及力度还是超出了预期。

2019年初,和聚投资在展望全年时表示,下半年外部环境更明朗化,宏观经济增速同比修复,政策效果叠加显现。和聚投资表示,当下看,这些因素正在逐步兑现。

一是下半年或迎来经济同比修复,上行周期中盈利弹性比稳定性更加重要。2019年在宽信用政策的推动下,尽管受到外部因素影响,上半年出口还看不到十分显著的复苏迹象,但是库存上行周期带来的经济复苏正在逐步临近。同时受益于基数效应影响,下半年的各项经济数据有望迎来同比修复,利润高速增长

的成长类个股将迎来更具弹性的估值提升。

二是当下正处在成长股更为受益的积极政策窗口期。宏观政策层面,全球主要经济体货币政策转向宽松。根据官方预测,国内CPI大概率6月见顶,定向降准的操作空间打开,长周期的成长股最为受益。产业政策层面,高新技术产业已经明确纳入未来国家重点发展支持领域,以及科创板新政在内的融资环境改善,成长类企业实体经营环境、市场空间、估值环境等都已经并且将进一步迎来政策利好。

三是相对估值比、相对收益比处在对成长股更有利的阶段。2019年上半年,上证50、沪深300代表的所谓核心资产,股价表现要强于中证500等成长类指数。

从历史经验看,这种长周期的大小风格分化,大体呈现两年一切换的规律,背后是相对比价角度均值回归的过程。此轮权重指数相对强势的局面大体始于2017年,无论从相对估值比,还是相对收益比的情况来看,未来一个阶段的市场,成长股都将处在相对有利的配置地位。

和聚投资下半年将紧密跟踪经济周期变化,进一步聚焦景气板块和强势企业,估值的安全边际、盈利的向上弹性及确定性是重点关注的因素。

## 掘金A股提速 外资私募巨头接地气无“神话”

□本报记者 吴娟娟

自2017年1月富达国际成为首家在境内备案私募管理人的外资机构以来,外资私募一直备受关注。近日,中国证券报记者从持有人处获得部分外资私募的业绩记录。数据显示,这些私募在A股战绩尚可,但与投资者曾预期的外资神话相去甚远。业内人士称,外资掘金A股并不是一件容易的事情。

## 业绩难言“神话”

持有人向中国证券报记者提供了管理规模全球靠前的资管巨头在内地备案的第一只私募基金的业绩记录。持有人提供的业绩记录始于2018年9月6日,最新业绩时间为2019年6月21日,期间累计收益在15%~20%之间,年化收益跑赢沪深300指数1.72个百分点。区间最大回撤为-10.59%,沪深300为-13.49%。衡量风险收益比的夏普比率,这只基金为1.37,沪深300为0.99。值得注意的是,该基金与沪深300的相关系数达0.73。一位业内人士表示,与沪深300相关系数如此之高,贝莱德或许采取了类似“指数增强”的做法。

记者从另一位持有人处也获悉了该只基金的运行情况。中国基金业协会数据显示,该基金成立于2017年11月。持有人提供的数据显示,运行期间该基金年化收益在5%至10%之间,大幅跑赢沪深300的-1.39%。区间最大回撤为-12.81%,沪深300为-22.86%。与私募基金比较,2018年股票型私募全年表现不佳,百亿股票型私募收益在-5%至-30%之间。2019年前5个月,股票型私募规模以上(管理规模超过50亿)股票策略产品收益最高为26.75%。与私募整体表现比较,这只产品业绩不错,不过与投资者预期仍有距离,例如该持有人就认为业绩“不算太好”。

业内人士分析,上述两只产品表现不错,不过与国内投资者幻想的“外资神话”相去甚远。随着越来越多的外资进军A股,在内地发行私募产品,国内投资者对外资会越来越熟悉,相应地,外资也将越来越接地气,“神话”色彩会越来越弱。

## 加速布局中国

近期,霸菱投资管理(上海)有限公司、野村投资管理(上海)有限公司完成在中国基金

业协会的登记工作,成为第20和第21家进军中国市场的外商独资私募证券投资基金管理人(WFOE PFM)。至此,上半年完成备案的外资私募已有5家。而知名量化巨头Two Sigma以及资管巨头富达集团旗下的外商独资公司卓思投资管理(上海)有限公司也在筹备备案案成为在内地运营的私募基金管理人。

在已登记的外资私募中,16家已有中国私募基金备案,产品总数达到38只,管理规模约52亿元。

今年以来,外资私募产品发行速度不减,已推出13只产品,施罗德投资前不久就同时备案了3只产品。

另外,此前华泰柏瑞量化投资产品使用的是基于基本面信息的中长持有期的选股模型,个股平均持有期限在4~6月或以上,而随着市场有效性的提升,未来信息流动会更快,团队也在开发偏中短期的策略,目前正在测试阶段。

当前量化投资业务板块是华泰柏瑞基金重点发展的战略板块之一,在各种资源的配备上,量化投资均得到了公司和公司股东的大力支持。田汉卿所带领的量化团队也正和股东之一的柏瑞投资一起开拓欧美等境外市场,为境外投资人提供投资A股市场的有效工具。仅今年4月份,即成立了一只投资A股的在爱尔兰注册的UCITS基金和一只在台湾发行的公募基金。田汉卿表示,在过去几年的发展基础上,希望未来能够将华泰柏瑞的量化投资团队和量化投资业务带入一个新的发展阶段。

华泰柏瑞汉卿:

## 股票市场基本面回归可期

□本报记者 黄淑慧

在第十六届金牛奖评选中,华泰柏瑞基金再度荣获“量化投资基金公司”。华泰柏瑞副总经理田汉卿日前接受中国证券报记者专访时阐述了她对于当下量化投资环境的理解。她认为,截至目前,外资的流入并没有让市场变得更加有效,但是随着未来A股开放度的进一步提升,后续外资选股范围和分散程度将会扩大,预计会推动基本面因子的表现。自去年以来,由于密集事件驱动以及市场风险偏好急剧波动等原因,基本面因子表现低于A股历史平均,随着各类事件对于股市冲击的减弱,市场终究要回归基本面,基本面因子的表现可期。

## 外资持续流入将促进基本面回归

2017年以来,以上资金为代表的外资成为A股市场的重要力量,不仅改变了投资者构成,并且在部分白马股的定价上,外资的话语权正在增强。田汉卿认为,从量化投资的角度看,截至目前,外资的流入并没有让市场定价更加有效。原因主要在于外资“先头部队”的持仓较为集中,一些主动管理类基金扎堆在20~30只股票,甚至个别基金就买一两只代表性的股票,因此推高了少数股票的股价,导致局部估值偏高。

不过,她认为,随着A股市场开放度的扩大,A股纳入MSCI、富时罗素等指数的权重逐步提高,外资的选股范围会更加广泛,真正推动基本面相关的因子发挥作用,带动A股市场股票间的横向定价更加有效。

以韩国市场的表现为例,田汉卿表示,韩国市场纳入MSCI指数之后,外资连续多年呈现净流入态势,而在这一过程中,基本面因子在韩国股市的表现很强。相比之下,A股市场的这个阶段尚未开启,但预期后续会逐步体现出来。事实上,一些海外投资人已经开始寻求让他们的A股投资更加分散化的投资产品。

在谈到海外量化投资经理人逐步进入中国市场给本土量化团队构成的竞争压力时,田汉卿认为,海外经理人在基于算法的量化投资领域的拥有较强的基础设施和技术力量,但是基本面量化投资处理的是与基本面相关的信息,体现的是对公司基本面的理解深度,境内的团队,尤其是积累了一定投资经验的团队,在这方面也很有竞争优势,海外经理人一般也需要聘请了解本土市场的人才来开展此类业务。

## 当前主动投资依然具备优势

除了外资占比提升之外,A股近一年另一个显著的变化在于被动投资产品的扩容。部分市场人士认为,β(贝塔)产品的规模增长可能会在一定程度上挤压主动投资获取α(阿尔法)的空间。

对此,田汉卿认为,从美国市场过去十年的情况看,大量资金涌入被动投资产品,主动产品资金呈现净流出态势,这种情况的确会影响主动管理类产品的表现,无论是主动选股还是量化选股产品。但是,美国市场过去十年的大部分时间主动量化和因子投资的表现是很不错的。目前A股市场还是个弱有效的市场,相对于全球其他市场,获得超额收益的机会应该是最好的。在未来相当一段时间,总体而言,主动投资应该可以获得不错的超额收益。目前A股市场纯被动产品的占比并不高,也尚未形成持续的大规模的资金净流入。除了个别时段可能会有影响,绝大多数时间主动产品仍然能获取较好的超额收益。在可见的3~5年内,A股市场散户占比或仍保持较高水平,市场有效性偏弱,主动投资依然具备竞争力。

至于Smart Beta产品,田汉卿表示,Smart Beta带有一定的主动色彩,国内这类产品尚处于发展初期,随着其规模的增长并在某些基本面因子上增加暴露,会带动一些基本面因子表现得更好。

2018年以来,量化基金的超额收益低于历史平均水平。对此,田汉卿分析,主要是因为2018年属于密集事件驱动型行情。无论是资管新规落地,还是国际环境变化,抑或是各类“黑天鹅”事件频发,都较难提前预测。在事件驱动的行情下,上市公司的基本面并非市场参与者的主要关注点。而2019年以来,除了事件驱动因素外,又多了一个市场风险偏好急剧波动的原因。2019年2、3月间,随着市场风险偏好迅速提升,有些垃圾股股价飙升,这种情况下,上市公司基本面也被市场忽略。不过,站在目前时点展望未来,随着各类事件对于股市的冲击减弱,市场终究要回归基本面,如果这一回归得以实现,将有利于以基本面信息选股的投资策略,尤其是基本面量化投资的表现。

## 结合大数据和AI开发新策略

华泰柏瑞基金自2012年8月起开始布局量化投资业务,短短几年时间,不仅从无到有开拓出了公司新的优势板块,并且后来居上成为公募基金行业量化投资的领军者之一。随着大数据和人工智能的兴起,华泰柏瑞量化团队已经在结合大数据和AI进行新策略的开发。

田汉卿透露,自201