

利率债市场将呈现震荡偏强格局

□博时基金 张鹿

当前货币环境保持流动性合理充裕的状态。决策层定调保持流动性合理充裕,及时进行逆周期调节,预计不会有大幅收紧空间,对债券收益率形成支撑。对此,笔者认为,资产荒格局或延续,3-5年利率债仍有配置价值。

3-5年利率债具配置价值

全球经济总体疲软,但呈美国下行速度加快,中国和欧洲下行速度边际放缓的格局。从海外宏观形势上看,2019年美国的制造业PMI开始快速下行,美国经济开始向全球其他主要经济体趋同,欧洲经济也仍处于下滑通道之中,欧元区制造业PMI,美国ISM制造业PMI都创2012年以来的新低,外围经济的持续放缓也使得外围主权债券收益率普遍下行,其中美国10年国债自2019年9月中旬以来下行近40bp,中美利差达到150bp的高位,有利于促进海外投资者布局中国债券市场。

伴随一季度逆周期调控政策的加码以及宽信用的明显改善,下游需求旺盛带动企业部门库存在一季度出现明显降低,由之前的“主动去库存”演变为“被动去库存”。但是,随着4月政策基调的调整、淡化逆周期调控,基本面在二季度迅速出现回落,“被动去库存”向“主动加库存”的过程随即被打断,企业重新陷入需求不足导致的“主动去库存”。2019年二季度以来,需求疲软也开始由下游行业向上游



扩散,总需求下行加快。

当前,货币环境保持流动性合理充裕的状态,支撑债券收益率。在地产和城投被控制的情况下,金融体系的资产荒格局预计延续,笔者表示,3-5年利率债仍有较好的配置价值,3-5年政金债指数兼顾静态收益和流动性,属中等久期利率产品配置工具。

收益率难有大幅上行空间

目前,深化金融体制改革成

为我国金融业的重点,以市场化、法治化、国际化为方向,深化资本市场改革,加强金融服务实体的能力是金融供给侧改革的要求。2018年下半年以来的同业负债放缓,主因来自于非银同业的放缓,这背后是资管新规落地对于非银和表外融资渠道的打击;银行同业负债在2018年相对保持了底部稳定,今年前5个月还有所反弹,预计后续银行同业负债的反弹趋势会明显减弱。

中小行同业收缩依赖于央行的对冲政策。近来,央行频繁进行总量层面的流动性投放,同时也进行了结构性的流动性疏导,保障了6月份整体市场的平稳格局。未来中小行同业收缩对市场的负面影响,一定程度上仍有赖于央行的对冲政策。

笔者认为,在基本面向下行格局下,收益率难有大幅上行空间,波动中下行很可能是未来的市场走向。

利率债市场或呈震荡偏强格局

中观行业上,地产政策的定力以及对地方隐性债务的处置,使得在企业盈利的下行周期严重缺乏有效的融资需求,进而形成资产荒,笔者认为,资产荒是实体回报率下行、宏观有效需求不足的体现。与微观企业对融资依赖度的明显上升类似,宏观上这一现象也愈发明显。本轮外围经济体基本面也呈现出一定的放缓压力,外围央行尤其是美联储两次降息也释放出一定的宽松信号,对于国内货币政策的制约也将大大减少。

总体来说,四季度经济基本面向下行压力较大,而当前相对缺乏有效可行的对冲手段,从这个角度看对于债券市场是利好的;但同时,在中小银行同业收缩的引导下,四季度的宏观流动性扩张速度可能会转向放缓,而这有赖于央行的对冲操作。预计四季度利率债市场会呈现震荡偏强的格局。

以景气度趋势投资为核心理念



□银华基金 李晓星

基金经理这个职业相对来说有些神秘,有一些观点认为,基金经理的天赋决定了他业绩,关键时刻的灵光一现,高位逃顶,低位抄底。笔者并不认同基金经理需要天赋的说法,更信奉天道酬勤,我见过长期业绩出众的基金经理们无一例外都是兢兢业业、勤勉尽责。

你是否为了调研终端需求跑断了腿?你是否在孤灯下翻看了一张张的报表?你是否回顾了每一笔交易的得与失?每个人都不完美,每个人都有很多缺点,但每天进步一点点,每年终会见到一个更好的自己。特别是在资产管理行业,每一点的进步都是通过发现自己的缺点来实现的,今天的伤疤会是明天的铠甲,错误犯得越来越少,才能最终战胜市场。

记得我刚来银华参加第一次晨会,在会议室里当众发言的我,说话结结巴巴,连自己写的点评都无法念完。我至今仍感谢在我当研究员时期遇到的每一位基金经理,毫无保留地教导和客观理性的宽容使我逐渐理解了这个市场,我也希望把这个传统传承下去。

作为组合经理,需要诚实对待自己,清楚了解自己的优势和缺点。笔者是做新兴行业 and 中小盘出身的基金经理,刚管理组合的时候初生牛犊不怕虎,不太考虑组合的平衡,倾向于“自下而上”的选股。每当被问起如何管理组合的时候,嘴角会微微上扬自信说道,“在市场里找出30只可以赚钱的股票,难道很难吗?”但经过了这些年的市场锤炼,终于明白在市场中长期管理组合,组合经理不能有明显短板,一招鲜在一年、两年甚至三年可能有效,但是在长期,缺点终究会暴露,之后市场会狠狠教训你一顿。

随着管理规模的扩大,为了持有人的长期利益,我们组建了以行业专家为主的基金经理团队,完成了对于消费、新兴、价值和中小盘的深度覆盖。虽然人力成本很高,但我们相信把资源投入到团队投研能力的建设上,是长期正确的事情,而不应该太在意短期的成本与收益。

在投资方法上,我们以景气度趋势投资为核心理念:首先选出中长期趋势向上的行业,然后在这些行业中选出业绩增速快的公司,再从这些公司中选出估值合理的标的,最后希望这些挑选出的标的跟市场有一些基本面的预期差。在过去的几年中,我们的方法论在不同的市场风格中都取得了不错的效果。2015-2016年,重仓新兴行业中小市值的成长股;2017-2019年,重仓消费行业中大市值的龙头股。

组合经理最好的宣传材料是净值走势图,漂亮的投资方法和感人的投资理念谁都会讲,但这只是说服持有人买入基金的理由,而并不能给持有人带来真金白银的收益。我们已经把路演的时间压缩到10%以内,未来也会继续压缩,希望把时间放到真正可以给持有人带来收益的地方。真正给持有人带来收益的是每一天管理团队到底花了多长时间在投研上,是否花了上万小时去加深对于行业和市场的理解,是否可以客观理性地对待每一笔投资。我们肯定不是市场里最有天赋的团队,但我们希望会是市场里最努力的团队,每天进步一点点,终有滴水石穿时。相信日常工作的点点滴滴,最后都会体现在组合的净值图里。

基金经理是给信任他的持有人赚钱,不负所托是基本要求和职责所在。笔者的绝大部分资产也都买了自己的基金,到现在也从没有赎回过,希望和持有人一起享受收益。希望很多年以后,我们基金的净值曲线可以帮助基金持有人完成一些人生小目标,不辜负这段旅程的缘分。

信息技术行业指数发展空间广阔

□鹏华基金 罗捷

曾经有一个指数,15年过去了还在原地徘徊,它就是标普500指数。从上世纪60年代中期开始,它就一直停滞不前,直到1978年。而从1979年开始,美国经济开始迎来积极变化,一同到来的是美国股票20年牛市。

美国股市从指数上看,似乎就是简单的从上世纪80年代开始反弹。实际上从上世纪70年代开始,美国经济就开始发生深刻的变化。经济和股市徘徊的背后,是美国旧经济下滑与新经济崛起之间的此消彼长。

现在提到美国经济最尖端的行业,大家首先想到的就是IT,美国的CPU、操作系统、互联网巨头等独步全球,也是美国股市的顶梁柱。恰恰是这些公司,在上世纪70年代刚刚起步:世界CPU巨头Intel在1971年上市,只是一个“小不点”,日本半导体企业如日中天,Intel仿佛随时会被海外对手碾碎;而微软上市之初市值只有6亿美元。

正是这些上世纪70年代的一个一个小企业开启了美国新时代,成为美国上世纪80年代开启大牛市的主力。实际上,如果只看这些崛起的新兴行业的表现,美国股市的牛市在上世纪70年代就已经开始,只是这些公司股票上世纪70年代在整个股市中权重太小,股市被正在下跌的“旧经济”主导。



回过头来,如果我们看中国股市,上证指数看似用了10多年时间回到原点,其实股票市场的行业构成与当年的美国市场类似,已经发生巨大的变化。按照申万行业分类,分别看A股2007年12月31日的行业市值分布与

2019年9月30日的行业市值分布,就会发现在这11年里,电子、医药生物、计算机等新兴产业占比大幅提高,钢铁、采掘、地产等行业快速下滑。

如果看这些行业指数在过去接近12年中的涨跌幅就能发

现玄机。实际上,申万28个行业里过去12年有11个行业权重减少,所有这些权重减少行业的行业指数在过去12年收益率全部为负,平均下跌幅度接近40%,正是这些行业拖累了大盘指数。相对而言,权重增长的电子行业过去12年上涨超过70%,医药生物与计算机行业上涨均超过130%,新兴行业股票一直都在“长牛”之中。

中证信息技术指数所重点覆盖的电子和计算机行业,权重占比增长均在前五位中,是当前中国经济转型的主力行业。尤其是信息技术中的上游和中游新兴企业,如高端通信电子器件、半导体集成电路等,在政策支持与市场支持的共同作用下,正在迅速扩张。长期来看,全球产能转移和进口替代仍将是行业发展相当长时间内的主旋律。不论参照美国市场的先例还是中国市场的现状,都是当前股票市场做多的主力方向。

中证信息技术指数的估值一度处于历史极低位置。尽管近期指数上涨幅度非常大,但仍低于过去5年的平均水平,价格并不高。今年以来,机构逐步增加配置,外资针对国内市场研究的深入,投资也在逐步向信息技术行业扩散。机构成为信息技术龙头的重要支撑。在基本面和资金面的共同作用下,信息技术行业指数发展空间广阔。