

养老投资多样化配置秘密

□鹏华基金 赵强

对于养老投资而言，最核心的策略就是战略投资，具体体现在两方面：长期性投资和多样化配置。根据著名基金管理人嘉里·布林森（Gary Brinson）在20世纪90年代对82家大型养老基金的资本运营情况进行统计分析，结果显示基金收益的90%可归功于多样化配置，而时机选择和证券选择则贡献了不到10%的收益。中国市场的情况也与此类似，中国社保基金过去10年总回报的70%可归因于多样化配置，其他主动管理收益仅占30%。多样化配置的重要性不言而喻。

养老投资的战略之一是长期性，即通过每日微薄的收益，日积月累，最后将每天的波动远远甩于身后。在这个过程中，养老基金投资管理者通过努力研究为普罗大众提供价值，在长期坚守中逐步实现资产的增值。所以养老基金的投资会聚焦于未来中长期正在发生的趋势，在趋势正在形成的时候逐步投资，以期在未来兑现价值增值。而追涨杀跌的右侧交易一般聚焦于短期波动，在养老投资的长期性战略投资里属于扰动项，在波动中搏杀期望得到超额收益是零和游戏，也无法对资本市场贡献价值。

养老投资的另一战略是多



样化配置，多样化配置的奥秘在于不断提升配置的维度，在细分资产、大类资产、国家地域、策略选择的每一个维度上都进行全方位配置，其效果是每一个维度的系统性风险都会得到极大的控制，从而为广大投资者构建一个长期稳健、风险可控的养老组合。当我们对一只股票、一类资产进行左侧交易的时候，有可能因为股票、资产发生永久性的结构性的变化而陷入亏损，但在一个充分分散风险的组合内部进行战术调仓，最佳的战术必然是越跌越买，因为从长期来看，这种调

整提供了资产价格小于长期价值增值趋势的机会，这和之前阐述的养老基金适合长期定投的逻辑如出一辙。

国内多资产组合是不是就是风险最优的组合呢？在国内多资产投资框架内，必须对组合进行“维度升级”，即从国内资产扩展到国外资产，从地域上进行维度升级。根本原理在于各国的人口结构、资本结构、制度政策及其所蕴含的宏观微观环境各不相同，各类资产对应的价值和运行逻辑的相关性也自然较小，所以通过全球化资产配置可以进一步分散风

险。全球最大的对冲基金桥水一直以来提倡全球化配置即是出于这个考虑。

然而，在全球经济一体化迅速发展的今天，全球资产联动越来越明显，是否还存在对组合进行进一步“维度升级”的空间呢？资产管理行业的先行者资本集团早在数十年前的实践中就给出了肯定的答案。其多投资经理的管理方式告诉我们，即便是同样的股票组合，在由几个优秀的基金经理同时独立管理时，由于投资理念不同、投资策略多样化，最后能获得收益更高、波动及回撤更小的效果。所以在策略上对组合进行进一步的维度升级确实可以更好地分散风险。

对养老投资而言，多样化配置就意味着要不断提升配置的维度，在每一个维度上，上一个维度的系统性风险都会得到极大的控制，从而为广大投资者构建一个长期稳健、风险可控的养老组合。在这样一个多样化组合的基础上，长期定投才有长期胜出的保障，因为定投一只股票、一类资产都有可能因为股票、资产发生永久性的结构性的变化而长期亏损，但定投一个充分分散风险的组合，其长期趋势必然是和底层资产长期价值增值的走势是一致的。这就是养老投资多样化配置的秘密。

利率债上行空间有限 信用债或现投资机会



□博时基金 过灼

由于全球的负利率和低增长环境短期难以缓解，中国资产处于相当有利的位置。展望四季度，外部扰动影响的降低、市场对人民币汇率波动性的接受程度提高，以及中国经济相对于发达经济体的稳健成长性，人民币资产的吸引力进一步提升。利率债可能会受到通胀和经济企稳的压力，但上行空间有限，调整则是买入时机；信用债整体信用利差不具有吸引力，部分地区的高收益城投债可能是投资机会。权益品种方面，伴随四季度经济企稳，低估值行业有望否极泰来，部分冷门行业可能会有较好表现；映射到转债市场上，部分品种也将会有类似的机会。

最佳投资机遇在中国

利率下行，固然反映了经济的下行压力，以及实体经济边际收益下降趋势，但落入负利率区间又带来怎样的影响？笔者认为，未来是依赖货币政策和金融工具的创新，还是通过研发投入带来新的产业革命和技术创新，是每个国家必须做出的选择。对于企业来说，最担心的是外部扰动带来的不确定性，而非资金成本。只要资本的全球化、逐利性和安全性三大要求不变，中国将是未来百年的投资首选。

债券收益率先下后上，相比上季度末收益率小幅下行，曲线略陡峭化。正如笔者上季度预期：三季度经济数据偏弱，政策面偏暖，债券机会大于上半年。

但同时伴随政策利好落地，加上去年四季度低基数效应、专项债大概率在四季度落地、届时经济可能会企稳，银行资金成本下降较慢，依旧是制约债券收益率进一步下滑的主要原因。

与此同时，中国经济增速尽管有所减缓，但依旧快于发达经济体，收益率相比西方负利率依旧有吸引力，中美利差又回到历史最高点，收益率上行空间有限，大概率维持震荡格局。

城投信用债配置价值显现

在低利率环境下，资产荒使得中低等级信用债表现强于高等级信用债，各等级信用债利差进一步压缩，接近历史较低位置，成为今年以来信用债的主要回报来源，强于预期。伴随相关法规的出台，市场出清机制引来顶层设计，破产制度的完善有利于市场的长期健康发展，但短期会对市场信心造成一定影响，尤其是民企产业债受影响较大。

与此相反，化解地方隐形债务、疏通银行借新还旧渠道等解决方案的提出，对城投债信用风险环境影响正面，尤其利好部分地区的高收益城投债。第三季度的转债市场继续呈现分化格局。部分行业的转债品种表现良好，部分品种冲高回落，与正股走势关系密切，而部分偏债品种维持低位盘整态势，对投资者的择券提出了更高的要求。本季度许多转债成功转股，又缺乏大市值转债发行，流动性溢出使得个别行业转债估值较为坚挺。

笔者相对更关注行业和正股的整体估值，转债自身指标只是考虑的一个因素；偏向于规避部分行业内较高估值的正股转债品种，而更关注流动性较好、正股估值合理、未来有潜在上涨空间的品种；另外，随着纯债收益率的逐步回落，笔者也开始关注部分纯债收益率较高，个股期权近乎免费的品种。

本季度A股正式纳入全球三大指数公司主流指数，带来了核心资产的进一步热议。核心资产过去几年表现良好，而今年低估值策略整体表现不佳，有些非核心品种估值相当便宜，核心资产和低估值个股的估值溢价也达到了2014年以来的新高。风格切换不重要，重要的是估值和自身成长：估值是基础，善变的是流动性和情绪。与2015年不同，这次市场调整更可能的是由行业或企业的盈利不达预期引发。“全则必缺，极则必反，盈则必亏。”冷门低估值股票一旦重新得到市场青睐，获利机会也将再度来临。

从5G时代寻找确定性投资机会

□融通基金 林清源

当我们讨论人工智能的时候，不能回避这样一个问题——什么是智能，什么是意识，人何以区别于机器。在过去，这个问题很大范畴属于神学和哲学问题，但是随着现代科学的发展，逐步论证了神经元细胞之间的连接让我们产生了意识。这不禁让我们思考，当5G普及后实现万物互联的社会，5G是否会成为突破性的神经网络？5G会对我们产生怎样的影响？

从生物的演化历程来看，地球的起源可以追溯到46亿年前，但早期的地球过于寒冷，生物一直是以单细胞的形式生活在海洋，直到6亿年前才出现了第一次多细胞生物的大爆发即埃迪卡拉生物大爆发。埃迪卡拉生物虽然是最早的多细胞生物，但更像是一个简单的整合体，一个个细胞之间组成的格子楼，养分在各个细胞单独吸收。埃迪卡拉生物并没有进化出信息传输系统，这种简单叠加的生物结构，最终没有实现总体大于个体之和的效用，随着环境的变化，很快这类生物就消失了。

而之后统治地球，恰恰就是我们熟知的寒武纪生物。寒武纪生命大爆发崛起背景是正是细胞的分化和神经网络的崛起。神经细胞的分化，第一次在生命个体中建立了信息的交流，促使这些细胞形成了完整的统一整体。这不禁让我们思考，当5G普及后实现万物互联



的社会，我们的社会将会产生怎样的蝶变。

诺贝尔生理学奖获得者埃德尔曼在《第二自然》一书中赞誉到，人类大脑仅重1.5千克，这个拳头大小的物体却是宇宙中最复杂的物质。大脑的皮质含有300亿个神经元细胞和1000万亿条神经突触连接。神经元细胞的工作机制看似比较简单，就像个钢琴按键，当被“激发”的时候，就把信号沿着突触传递给下一个神经元细胞。

根据TNGS神经元群选择理论，我们在婴幼儿期间，300亿个神经元细胞已经全部就位，但是神经元的连接网络是非常稀疏的，随着外界的接触

和刺激，比如声音景物和身体活动等等，就会使得某些神经元的树突和轴突生长，与其他神经元连接从而构建成新的网络。这个网络形成后，当有同样或者类似的刺激产生时，这个神经网络就会被再次激活。这也就是我们学习和记忆的本质原因。

而意识则来源于我们的神经元细胞之间的连接和激活，意识的诞生，使得生物的进化实现了爆发性的发展。

我们可以预见的是5G时代将开启移动互联网的全新时代，5G定义了三大场景，简单理解就是：更高的速率，更低的延时和更广泛的连接。目前市场对5G的关注点还停留第一个场

景，在与人相关的更高速率的特性上，但5G更核心场景在更广泛的连接，4G时代“人与人”的连接节点数量在百亿级别，而“物与物”间的连接会是百倍于4G时代。

有观点认为物联网不过是简单信息的连接不会带来大的变化，但是正如神经网络的形成，人的主观意识基础是百亿级别的神元细胞，信号在神经网络的折返式连接。物联网从基础上看具备了类似的基础，而物联网很多模式和演化，也会在新的突触和连接形成后，被不断加强。

在人类意识诞生后，人类创造财富是指数级别的增长。人独特的逻辑抽象，都是在大脑皮层和丘脑之间折返连接实现的。物联网的广范围连接，以及自身的折返式连接学习，也将加强整体的进化过程。杰里米·里夫金在《第三次工业革命》提到：增进连接的数量是伟大技术的必要条件。无处不在的通信网络与可再生能源互联网，处于早期状态的自动化物流和交通运输网络相互连接，从而建立一个分布式神经网络——这正是“第三次工业革命”的命脉。

从埃迪卡拉生物的爆发，到神经网络的诞生，人的高级意识的形成，再到5G万物互联时代的到来，一个更为高级的神经网络在逐步构成，但在新的网络中，算法的价值量占比在提升，智能硬件的价值占比量在提升。对应到投资，这些领域会是最确定性的投资机会。