

## 高腾国际侯明伟： 中国债券市场 将继续受资金青睐

□本报记者 吴娟娟

高腾国际董事总经理、固定收益投资负责人侯明伟日前接受中国证券报记者采访时表示,目前的全球信用熊市将持续到2022年。包括中国债券市场在内的亚洲债券市场由于票息具有吸引力,在全球负利率的背景下,将继续赢得资金青睐。

据了解,高腾国际是腾讯和高瓴资本战略投资的资产管理公司,总部位于香港,已获得香港证监会颁发的4号及9号牌照,可在香港或其他合格境外地区设立投资于海外市场的基金。侯明伟是香港市场知名债券基金经理,擅长高收益债券投资。

### 寻求“坠落天使”

侯明伟是市场上较为少见的多空左右“开刀”的债券投资选手。其投资收益中多头和空头的贡献一样大。侯明伟表示:“明年主要做空主题是寻找存在信用降级可能性的标的,尤其是‘坠落天使’(评级从投资级被调至投机级)。明年预期很多债券评级会下降。我们目前主要聚焦在评级为BBB的品种上,因为这一类的债券一旦评级被降为垃圾债,利差就会大幅变宽,可能会降200个基点到500个基点。如果这个券是长期的,那么利差变宽的幅度乘以久期,资本利得就更为可观了。”

自金融危机后,市场流动性长期维持充裕。侯明伟认为,交易模式在变化。以前基金经理大多数采用持有到期策略,现在基金经理的交易频率越来越高。这其中ETF影响不容忽视。因为ETF是被动投资品,如果ETF产生大量赎回,加上市场上的羊群效应,很容易出现砸盘的情况。这加剧了市场的波动,也压缩了交易空间。

他认为,过去三五年,信用利差最窄是在2017年的第4季度,虽然今年全球信用市场反弹,但信用利差远没有回到当时的水平。未来亚洲信用债市场信用利差会越来越宽,或于2022年达到顶峰。

“今年亚洲风险资产的收益还可以,但我觉得这不可持续。如果我们对今年的超额收益进行归因分析,会发现50%以上都是来自于美国国债利率的下降,信用利差其实只收窄了不到20个基点。所以今年信用债是配角,利率债才是主角。明年恐怕难以延续今年的行情。违约率会上升,利差会走阔。”他说。

### 看好中资地产债

侯明伟认为,目前中资地产债的风险完全可控。

“从2006年第一批境外美元房地产债发行,到现在为止已有13年历史,期间仅有两次违约事件。目前市场上已有30多只中国地产债以超过15%的收益率在交易。在我职业生涯经历的三轮周期中,信用违约高峰时的违约率通常为10%—11%。”他说。

“能在海外发债的中国房地产商往往是行业的佼佼者,整体实力较强。因为境外融资平台对发行主体业务的长期发展至关重要,公司的偿债意愿较高。长期看,相关政策出台对保持地价的平稳有积极作用,一级市场发行量也会减少。而且近期新发的境外债券都是较短久期的,房企再融资压力将在1年—2年内有所缓解。”他表示。

侯明伟看好中资地产债的另一个原因是全球进入负利率时代,资金对高息资产的渴望达到了前所未有的程度。

当前全球28%的固定收益投资品种已经达到负利率水平,投资者若要拿到较高的票息,就得去投资高收益债券。侯明伟认为美国迟早也会调整至零利率。低利率环境对高收益投资策略利好,因为资金会逐渐去追逐更高的收益。



新华社图片

## 长线看多核心资产 私募挖掘新主线

□本报记者 林荣华

伴随上周A股反弹,前期调整的部分核心资产涨幅明显。具体看,上周(12月2日至6日)贵州茅台上涨3.63%,药明康德上涨5.75%,立讯精密上涨9.61%。私募认为,短期看核心资产的整体估值并不低,但长期看仍具备较强吸引力,短期调整乃是长线介入良机。此外,在结构性行情下,私募积极挖掘新主线,周期性龙头、科技产业链等领域或蕴含潜在机会。

### 激辩核心资产估值

当前核心资产的估值贵不贵?上周的上涨是否意味着重拾升势?私募认为,短期看核心资产的整体估值并不低,但长期看仍具备较强吸引力。

世诚投资指出,无论是估值还是交易结构,核心资产目前尚难言已有相当的吸引力。经过连续数年的超额表现,即使考虑了可观的盈利增速,机构重仓的核心资产的估值已然不低,有部分品种的估值甚至已完全脱离未来可持续增速所对应的水平。同时,龙头白马股的交易结构不甚理想。以透明度高的公募基金作为观察对象,其2019年超额收益明显。从技术角度看,前期核心资产的调整主要来自于对核心资产的高度集中持股。这种交易结构容易引发短期的剧烈震荡,特别在年底前后,不管是考核周期使然还是由于绝对收益投资人落袋为安需求。

拾贝投资表示,当前很多优秀公司的估值比去年又有很大提升,这会降低未来的投资回报。但是,以合理的收益预期参与A股,权益资产的长期价值会继续体现。源乐晟资产则表示,前期核心资产的回调从中期来看是健康的,为来年的收益预期释放了更多潜在空间。

短期估值较高并不意味着私募准备放弃核心资产。世诚投资指出,对核心资产的中长期表现抱有较高的信心。这些公司都是实体经济的中流砥柱,亦是二级市场的定海神针。在“弯道超车”愈发困难的背景下,行业龙头将保持核心竞争力,由此保持其二级市场的持续超额收益能力。而投资者结构进一步趋向机构化也会强化上述趋势。

### 关注核心资产扩围

既然核心资产短期估值缺乏足够吸引力,在今年市场结构化行情明显的背景下,哪些板块蕴含潜在机会?私募人士建议关注周期性龙头公

司、互联网应用、科技产业链等方面的机会。

源乐晟资产认为,一些传统意义上的周期性行业的龙头公司,市场仍然高估其周期性、低估其长期增长潜力,它们的中长期隐含回报率非常有吸引力。“万事俱备只欠东风”,一旦市场观察到稳增长政策的逐步落地及经济韧性的逐季表现,这类资产的隐含回报率就会兑现为实际收益率。整体来看,未来一到两个月是充分抓住参与机会进行组合调整、为来年布局的最佳时间窗口。

拾贝投资则看好未来核心资产的扩围。建议关注以下领域:一是随着经济的企稳,很多中国制造的公司其市场地位已经非常稳固,资产负债表也非常稳健,这些公司有望重新估值;二是过去几年一些企业面向个人客户的业务效率有很大提升,未来面向企业、面向政府的业务效率会有很大的提升机会,随着5G等基础设施的完善,这一点在未来几年会逐步变成现实;三是中国科技产业链过去一年进步的速度加快了;四是中国的互联网应用在互联网红利逐步减弱的时候,开始显示出巨大的盈利能力,并且这些公司大部分都在对未来做巨大投资;五是中国消费在整体增速回落的过程中,涌现出很多中国自己的品牌;此外,中国金融服务市场的开发也将进入新的阶段,借贷业务向财富管理转变孕育着很大机会,中国有着领先的金融科技应用场景,优势企业会获得长期发展机会。

星石投资杨玲表示,未来3年—5年A股投资者结构将进一步多元化,产业资本、外资、长线资金及一些其它机构投资者,将会在市场中发挥更大作用,产生量变到质变的过程。2020年有望成为长线资金加速流入的元年,也有望成为A股价值充分挖掘的元年。具体看,明年有望迎来盈利与估值的双提升,从盈利看可能有20%的空间,从估值看可能也有20%的空间,因此明年A股市场上行空间可观。建议关注弹性较高的股票,尤其是成长股。

## 短期回撤不改 CTA基金长期价值

□好买基金 曾令华

据华泰证券统计,私募CTA基金11月结束近两个月的回撤,实现0.61%的正收益率。今年以来CTA基金收益分布来看,收益率在0到10%之间的产品占比为38.79%,收益率在10%到20%的产品占比为21.09%,收益率超过20%的产品约占22.98%。截至11月底,在好买基金统计的1000多只CTA基金中,今年以来收益率中位数为7.8%。

今年上半年,CTA基金表现亮眼,平均获取收益率为10%。进入9月份,CTA基金连续回撤,不少投资者面对“1元”成本线的考验,“CTA基金怎么了”“走还是留”,是笔者近几个月被问到次数较多的问题。笔者认为,短期回撤不改CTA基金长期价值。

CTA(商品交易顾问),通常也被称作管理期货。趋势跟踪策略是其中主要的策略之一。全球最大的CTA基金之一元盛,即采用中长期的趋势跟踪策略。趋势跟踪一般在趋势到来后开仓,在趋势结束时卖出,具有追涨杀跌的特征。在收益分布上,亏损的时间长,但幅度不大;盈利的时间段少,但幅度大,往往几次盈利就能创出净值新高。在私募另一位巨擘AQR的研究报告中,曾统计了近100年来趋势跟踪策略的表现。报告指出,长期以来,趋势跟踪策略一直具有较为稳定的收益表现,且任一时期的收益率均为正值。

在震荡行情和反转的初期,都对趋势跟踪策略不利。9月份的回撤很大程度上是前期上涨较多的品种,如铁矿石、化工品种价格回落带来的亏损。同时,石油的巨幅波动也是原因之一,它造成化工板块多个品种价格波动。

事实上,目前管理期货基金有1000多只,专门做一种策略的基金几乎很难看到。即使拿趋势跟踪策略来看,高频、中短期、长期在不同的频段上,同一段行情往往都有截然相反的走势。市场的走势更向是“变频”的,没有一种策略可以适合所有时段。换句话说,所有策略存在均值回归的特征。

在过去的数年里,CTA策略一直排在各类资产策略的前两位。最具代表性的趋势型CTA策略走势和股票市场长期来看关联不大,但在后者快速下跌的时期CTA策略往往逆市上扬,从而起到对组合净值的危机保护作用。CTA策略回撤时间虽然可能较长,比如2017年,但回撤幅度要小于股票市场。CTA基金是股票型策略的黄金搭配。2018年效果显著,股票型基金大跌,CTA基金小涨。

因此,配置CTA不要短期择时,一是CTA上涨来得快去得也快,很难把握;二是私募基金的申赎有一定的延时,一般等投资人看到CTA的投资机会再追入,趋势已经开始掉头了。基于资产的长期特征进行配置,相信策略自身均值回归的常识,不执著于“全胜”思维,左手股票基金,右手CTA,这样投资更安全。