

股强债弱料延续 市场风格将趋向均衡

□广发基金宏观策略部总经理 武幼辉

上市公司三季报披露完毕,市场也重新调整了对经济恢复及企业盈利增长的预期,A股在11月第一周表现出较好的上涨势头。笔者认为,未来一到两个季度,股票仍然优于债券,市场的整体风格会相对均衡,可关注基本面受益于疫情改善或经济修复、且估值相对合理的品种,包括可选消费、高端制造和顺周期成长等细分领域的龙头企业。

经济修复将持续但动能发生转换

疫情之后的经济恢复是不对称的。根据估算,到目前为止,工业增加值的修复接近“V型”(恢复到潜在水平的100%),固定资产投资修复类似“U型”(恢复到潜在水平的96%),而社会零售总额的修复停留在“L型”(受线下消费和服务拖累,恢复到潜在水平的93%)。这意味,当前经济尚未恢复到常态,制造业投资和线下消费服务业仍有回升的空间。

近期数据显示经济在继续恢复,但动能出现转换,表现为房地产和基建边际走弱,消费服务业、出口和制造业继续改善。一方面,随着疫情的持续改善与居民收入的回升,部分可选消费(如汽车)和服务业(如餐饮旅游)在继续回升;另一方面,受益于供应链转移和海外需求回升,部分国内商品维持出口的高景气。在疫情改善背景下,这些特征将会延续。不过,与以往复苏周期(2009年,2012年-2013年,2016年-2017年)相比,当前的差别在于,由于地产政策影响,未来经济更多是向潜在增速靠近,而非开启一轮强复苏周期。

政策方面,目前长短端利率已经恢复到



接近疫情前的水平,但由于信用扩张,货币条件指数和广义社融均高于疫情之前水平。笔者预计,信用大概率在今年四季度见顶,未来半年将温和回落;货币方面,短端利率已经回到疫情之前水平,未来进一步上升空间有限。

经济基本面、货币政策等都会影响资产价格变化。今年3月以来的信用扩张是A股估值提升的重要原因,未来信用见顶回落,将无疑会压制市场估值扩张的空间。但由于宏观经济和企业盈利处于上行周期,对于资产价格来说,这意味着股市的回报率将会有所下降,但仍然存在盈利驱动的结构行情,而债

市则仍需时间磨底。总体而言,股优于债的格局会延续,不过一旦经济增长转向下行,股债性价比将会逆转。从增长的预期来看,未来1-2个季度股票仍然优于债券,再往后发生逆转的概率会越来越高。

掘金细分领域龙头

2019年年初以来,市场风格和行业出现了明显分化,上游周期、银行板块等增长高敏感型行业显著跑输,而日常消费、医疗健康和信息技术等增长低敏感型行业则明显走强。这种分化格局在今天的市场得到了进一步强化。未来半年,可重点关注受益于疫情改善及经济修复的品种,包括可选消费、高端制造和顺周期成长等细分领域的龙头企业。

首先,受疫情影响,可选消费在A股中的利润占比大幅下滑,二季度虽然有所回升,但仍然显著低于往年同期。随着疫情的改善和海内外需求的回升,日常和可选消费的相对景气度将会有所反转,三季报的数据已经反映这一点。

其次,以消费电子为代表的科技行业具备典型的顺周期性,随着全球经济的持续复苏,这类行业的景气度将会继续回升。除此之外,从产业周期的角度来看,当前包括电气设备、机械设备和国防军工等偏高端制造产业链中的行业值得重点关注。

最后,在经济复苏的背景下,周期性行业的盈利能力有望随之修复,但考虑到经济回升的空间有限,竞争格局较差的强周期性行业盈利改善程度也有限。相较之下,更应关注一些顺周期成长龙头企业,这些公司既可以受益于短期的经济回升,也可以享受长期的成长溢价。

“固收+” FOF 为养老投资提供新选择



□平安基金养老金投资总监 高莺

随着资管新规的出台,银行理财产品打破刚兑,在权益市场震荡加剧,而在货基收益不断下降的背景下,“固收+”产品颇受追捧,此类产品或成为风险偏好相对较低投资者的新选择。

“固收+”顾名思义,是“固收”资产与“+”的组合。“固收+”产品通常以债券类资产打底,配合一定比例的权益类资产,从而提高组合风险调整后的收益率水平。股债之间长期来看呈现负相关性,以沪深300指数和中证全债指数为例,自2010年以来,多数呈现出“跷跷板”式此消彼长的关系。因此,股债配置有助于在中长期投资过程中分散市场风险。而“固收+”正是通过这种大类资产配置的方式来综合权益类和债券类资产的优势与不足,一方面利用债券类资产去构筑资产安全垫,追求相对稳健的投资收益;另一方面则利用权益类资产去做增强,谋求更高的收益率。

“固收+”产品攻守兼备,既符合投资者在波动市场行情下对固定收益的需求,又能通过大类资产配置来满足投资者追求更高收益的期望。从长期来看,居民财富向资本市场转移是大势所趋,而“固收+”更契合这类资金的诉求。过去二十年,大量储蓄资金沉淀在传统理财市场,但这一模式在新时期已经难以为继。从短期来看,受疫情影响,全球各类资产均波动较大,出于避险诉求,很多资金都涌入“固收+”产品,追求攻守兼备的配置策略。

“固收+”的实现模式多种多样,而FOF的运作方式是在FOF团队对权益、固收研究的支持下,集中进行战略资产配置、战术资产配置和子基金的优选。“固收+”通过FOF的运作模式能够争取相对稳健的选股超额收益,同时避免在股债配比决策机制上遇到障碍。FOF运作过程包括大类资产选择、资产配置以及挑选底层子基金。在资产类别方面,通常会在现金、短债、利率债、信用债、A股、美股、港股以及抗通胀类资产等类别中挑选合适的资产来设计中长期的战略资产配置框架,同时在战略配置基础上根据市场情况进行阶段性战术调整。最后根据严格的基金筛选评价体系选择适合的底层子基金来构建FOF组合。

“固收+”,既是+收益,也是+风险。在组合管理过程中,会采取建立安全垫、回撤控制以及止损等一系列风险调控措施,力争为投资者提供稳健的风险调整后收益。

随着人口老龄化加剧以及预期寿命的延长,如何在退休以后获取持续稳定的收入,过好一个有质量、有尊严的晚年是我们每个人面临的重要课题。而低利率通常伴随着通货膨胀,钱也会变得越来越不值钱,如果仅仅把钱放在低息的货币或者债券基金上,恐怕难以满足退休后的收入目标。“固收+”策略正是为广大投资者提供中长期退休收入的一类解决方案。

在海外,“固收+”理念很早就引入到养老目标基金的设计中。许多海外大型基金公司,例如BlackRock、Vanguard、Fidelity、PIMCO等都借助“固收+”推出了相应的养老目标型基金,旨在帮助市场中广大的投资者实现自己的退休收入目标。

投资者在退休后将面临包括市场、利率、通胀、长寿风险在内的种种风险因素,作为专业的投资管理,除了推出相应的“固收+”型养老投资策略,如何进行投资者教育以及引导投资者为自己的退休生活及早进行规划也是迫在眉睫的重要任务。希望未来每个人都能实现自己理想中的退休生活目标。

指数增强基金迎更广阔发展空间

□汇安基金指数与量化投资部基金经理 朱晨歌

2020年已进入尾声。对于资本市场来说,今年是不平凡的一年。受疫情影响,全球经济遭受重创,股票市场在年初也受到冲击。然而,国内受益于疫情防控得当,政策应对及时,经济得以率先复苏,A股也走出阴霾震荡上行。另外,创业板、科创板注册制改革的稳步推进,公募基金、北向资金等长线资金的持续配置,以及广大中小投资者对权益市场的热情不减,都为国内资本市场注入了信心与活力。

其实,不仅是今年,最近几年A股市场出现两个明显的新特征:

第一,市场行情的变化。过去几年,A股市场呈现出很明显的结构性行情特征,且风格和热点切换较快。在大的主线上,从2017年、2018年的消费,到2019年的科技,再到2020年的医药和新能源,都相继有着不错的表现,至于细分板块和主题的轮动则更加频繁。这种分化的背后有许多影响因素,不同行业和板块之间,宏观经济走向和政策变化、中观行业的供需关系和竞争格局,以及微观企业本身的经营状态,都会导致截然不同的市场表现。整体来看,高景气度行业中的优质企业,股价也会脱颖而出。这也可以解释为何过去几年上证综指整体涨幅不大,且远不及历史峰值水平,但很多板块的优质龙头公司已经屡次创下历史新高。笔者判断,在当前中国经济发展形势下,结构性行情仍将持续,优质龙头公司有望长期享受市场份额提升带来的盈利增长和估值溢价。

第二,投资者结构的变化。过去很长一段时间,A股的交易主体以散户为主。近年来,随着我国居民生活水平的不断提高和资本市场的改革开放,资产管理行业进入了发展的快车道,公募、保险、社保等国内机构投资者的参与程度愈来愈高,国际主流指数也



相继纳入A股且占比不断提高,带动北向资金、QFII等海外资金的持续流入。这些变化带来的直接结果是A股机构投资者占比显著提升。机构投资者在一定程度上为市场带来估值方法和定价规则的变化,长线资金更加重视基本面和中长期逻辑,这也是结构性行情的重要原因。

上述两个新特征的共同结果,是A股市场有效性的提升。所谓市场有效性,是指公司股价反映其真实价值的程度。有效性越强,股价与企业价值的差异越小,错误定价也就越少。在上述两大新特征下,结构性龙头股效应带来相关标的关注度提升,而机构投资者的研究和信息优势带来投资者专业度提升,二者共同作用会加速股票价格

回归价值的过程。简而言之,市场上新增的有效信息会比之前更快地反映在股价中。在笔者看来,这将为量化投资,尤其是指数增强这一领域带来全新的发展机遇。因为在一个强有效市场,想要中长期获得超越市场的收益是比较困难的,市场在大部分时候已经给出比较合理的定价。这也是为何在美股等成熟市场,指数增强以及ETF产品的规模和占比均显著高于国内水平,且规模仍在持续增长。随着我国资本市场的不断成熟,市场有效性的持续提升,指数增强基金通常较之主动管理基金又具有配置相对均衡,费率相对较低等特点,有望迎来更加广阔的发展空间。如果投资者看好权益市场的中长期发展,又对市场的热点和节奏不好把握,选择配置指数增强基金是一个好的选择。

最后,从增强的基准标的来看,代表大盘价值股龙头的沪深300指数,以及代表中盘成长股龙头的中证500指数,都是非常值得中长期配置的标的。这个判断基于对优质龙头公司长期竞争格局的看好,以及更大的维度,对中国权益市场的信心。从基本面来看,中国经济增速在全球主要经济体中仍然名列前茅,企业盈利有支撑。且经过几十年的发展,我国正在向工业化成熟期迈进,目前已是全世界为数不多的全产业链经济体,并拥有全球最大的本土市场,抵御全球系统性风险的韧性比想象中更加强劲;政策层面,央行货币政策工具储备充足,在经济转型过程中,逆周期调控政策有望持续;资金层面,房地产等其他资产吸引力下降,国内居民储蓄仍在高位,外资流入A股也是大势所趋,其重视价值投资的理念也深刻地影响国内投资者,权益市场的增量资金可期。在这个过程中,中国将诞生一批具有全球竞争力的优质龙头公司,成为真正意义上的核心资产。作为基金管理人,笔者将力争为投资者提供好的资产配置工具,把握A股龙头企业的发展机遇。