

施罗德投资周匀:

# 直面不确定性 大类资产配置“见招拆招”

□本报记者 徐金忠



## 从供需角度看大宗商品

采访周匀时,正是国内外大宗商品市场走高之时。

“随着主要发达经济体逐步解封,此前被压抑的需求迅速释放,而生产端的瓶颈正成为牵制。短期内供需错配推升原材料及大宗商品价格,造成阶段性通胀压力。目前全球央行对通胀态度较为宽容,对经济及就业的提振仍为其主要目标,流动性政策拐点尚不明确,但这是未来一段时间值得密切关注的风险点。”周匀先从全球供需和流动性环境的角度,分析大宗商品目前波动的原因。

周匀指出,大部分大宗商品定价跟股票和债券等其他类别资产是不一样的。“大部分大宗商品价格主要由供需关系来决定,黄金是一个例外,其表现通常取决于美国实际利率。观察近期大宗商品的波动,其特征在普遍规律之外,显示出不一样的特点。”

周匀指出,有色金属品种本轮表现与2000年左右的大宗商品牛市相比,行情的推动因素发生了变化:上一轮大宗商品牛市主要由中国经济强劲发展推动,2000年初中国加入WTO以及房地产建设周期的开启创造了主要需求。此次是全球因素共振带来大宗商品波动,特别是有色金属品种的明显上涨,反映了市场对于中长期需求的乐观预期。“单从国内角度来看,信用脉冲等经济增长领先指标已经开始放缓,中国经济率先于全球从疫情中强劲恢复,也可能先于其他经济体出现复苏见顶的信号,但是海外需求迅速接棒。”

周匀表示,在需求端,从中长期角度来看,全球同步进入到绿色转型的阶段,中国、欧洲、美国都将新能源作为未来基础设施投资的重点方向,该产业对有色金属特别是铜、镍等需求预计将出现爆发式增长;而在生产端,新兴市场作为这些资源类产品的供应方,受疫情持续影响,产量的恢复还需要时间,在供应链上的现有库存水平也已经消耗至较低位置。从中长期角度来看,主要矿企的资本开支在过去几年处于较低水平,产能的提升需要时间,因此供需

失衡在未来几年可能持续存在。

原油方面,周匀同样从供需角度进行了分析。他指出,从页岩油企业来看,美国页岩油企业目前更多关注财务健康及分红,资本开支较为谨慎,其对产业变化的反应相对钝化。石油输出国组织(OPEC+)根据需求情况,动态调整产量,现阶段供不应求的状态将持续,原油的价格支撑依然较为强劲。

“从需求端来看,以美国为例,其出行数据显示,汽车等交通运输已经逐步恢复,航空业的恢复可能是下一个突破点。原油很大一部分需求在于航空,随着全球范围内国境放开,航空业的恢复水到渠成。随着海外经济体实现复苏,全球范围内的需求共振将会较强。”周匀表示。

周匀对于黄金的投资机会持相对偏中性态度。“随着经济的复苏,市场担忧美联储可能缩减其量化宽松规模,目前来看美国实际利率可能易上难下,因此对于现阶段黄金的投资需要持相对中性的态度。”

大宗商品走强,对于通胀的担忧有怎样的助推,这样的局面对于通胀又会带来怎样的影响?“大宗商品除了供需关系之外,还有一部分金融投资的需求,也会有一些投资者因为担忧全球通胀的继续上行而投资大宗商品来作为对冲。其中,美国经济和美联储的动向,将会是全球通胀预期的重要决定因素。”周匀进一步分析道,近期市场比较担忧美国的通胀数据。“不过,美联储迅速表示,通胀会是短暂性的,是一个暂时性的供需错配。我的观点是,除了基数效应以及短期供需错配的因素,影响通胀可能还有更远的因素,支撑通胀中长期走高的因素包括全球经济逆全球化趋势。在这一趋势中,全球产业链重组,全球补库存周期同时开启,通胀较难得到压制。此外,疫情之下发达国家普遍采取扩张性的财政政策,部分国家通过调整税率和转移支付等再分配政策应对疫情、提振经济的手段,可能释放中低收入阶层的购买力,在未来可能抬升中长期通胀中枢。”周匀表示。

全球经济正逐步恢复,但是并未向着迅速“重整河山”的方向发展,而是不确定性仍然高悬,尤其是供需的非对称性复苏。日前,施罗德投资管理(上海)有限公司多资产团队基金经理周匀接受了中国证券报记者的专访。周匀指出,后疫情时代变化因素众多,大类资产配置需要“见招拆招”。

其中,随着主要发达经济体逐步解封,此前被压抑的需求迅速释放,而生产端的瓶颈正成为牵制。短期内供需错配推升原材料及大宗商品价格,造成阶段性通胀压力。周匀指出,A股自2月调整后震荡回升,今年国内股市或难以出现全面牛市。就债市而言,市场流动性依旧保持合理充裕,中国国债纳入富时罗素等全球主流政府债券指数后将持续吸引境外机构配置,超千亿美元有望流入境内债市。

周匀,2018年加入施罗德投资管理(上海)有限公司,担任多元资产基金经理。毕业于美国麻省理工学院斯隆商学院,取得金融学硕士学位,并拥有特许财务分析师专业资格(CFA)。

## 股债之间有取舍

从大类资产配置的角度,周匀对于股债市场,有着自己的专业研判。

“市场方面,A股自2月调整后维持震荡回升,集中持股板块自一季度下跌后企稳,龙头白马企业一季度业绩涨幅普遍较大。今年国内股市或难以出现全面牛市。就债市而言,市场流动性依旧保持合理充裕,中国国债纳入富时罗素等全球主流政府债券指数后将持续吸引境外机构配置,超千亿美元有望流入境内债市。”周匀说道。

关于此前市场资金所追捧的核心资产,周匀认为,他们在经历快速跃升后的盘磨阶段。“经济恢复常态化之后,此前在疫情中为促进经济复苏推出的宽信用政策逐步退出,导致信用环境和流动性环境发生变化。因为流动性宽松所推升的核心资产估值扩张的逻辑正在发生变化。后期,流动性环境的变化仍将继续,有序收缩、回归正常将会是大趋势,高估值核心资产或依然面临压力。”

在这样的环境下,权益资产投资还有哪些板块值得关注?周匀表示,从经济复苏和供需关系角度来看,周期股的机会仍然存在。此外,随着实际融资成本开始见底回升,可以适当留意金融股。“与此同时,实体融资成本见底企稳,甚至开始回升的话,成长股受到的影响会大一些。不论是流动性环境、融资环境,对于成长股短期都形成了压制。对于整个A股市场,全面牛市的可能性不大,但存在板块性机会,相对看好周期股、金融股以及高分红板块等相对估值不高,又受益于实体经济持续改善的板块机会。”

对于国内债市,周匀认为,从目前的宏观经济角度来看,经济恢复和改善最快的时间已经过去,但是短期内不会出现断崖式下滑,政策也将相机抉择。“债市的机会可能还需要再等待。目前,债券收益率水平比较有吸引力,但是债市大的机会并未出现,待流动性开始出现更多宽松迹象时,才会有更好的投资机会。”

## 发力ESG投资

采访中,周匀还从全球经济的角度,分析了国内“碳达峰”“碳中和”战略的意义。周匀认为,“碳中和”是全球经济发展的大趋势,相关的政策也会持续落地,成为潮流。“国内煤炭占一次能源消费的比重较高,是碳排放的主要来源,未来能源结构将会发生变化,光伏、风电等新能源迎来机会。此外,在‘碳中和’背景下,高耗能行业的集中化趋势将会出现,随着集中度的提高,这些行业的龙头企业将从中获益,近期资本市场也有了比较充分的反映。”

从“碳中和”领域延展开来,周匀介绍了施罗德投资在ESG领域的持续布局和发力。

“ESG投资是施罗德长期重视的主题,我们已经将ESG投资方法深入到我们投资工作的方方面面。”周匀表示。据其介绍,在施罗德,每个基金经理和分析师在进行每一类资产的分析评价之中,都会将ESG打分作为一个必选项。“我们已经把ESG因素纳入到

各大类资产,包括各个地区评分的框架,我们内部也开发了多个平台来记录可投资资产的ESG领域表现。ESG可以用来分析每个资产和每个投资对于环境、社会等的影响,从中长期来看,ESG领域的表现,最终也会在财务层面影响每类资产的表现。”

周匀从投资实践中发现,如果把ESG投资与传统的上市公司和资产评估结合在一起,可以为投资提供一个新的角度。回顾发现,早在1998年,施罗德投资就已经开始了ESG投资,如今已将ESG因子渗透到整个投资决策过程中,自去年2月起已将气候变化因素加入到各资产类别及市场未来30年的投资回报预测当中,充分运用“可持续性预算”进行自上而下的多元资产配置以及自上而下的个股评估及选择。“将ESG全面融入投资流程,可以帮助我们多一个维度来评估资产的可持续性,也可以更好地从资产和公司的财务表现中获得回报。”