

分级基金投资中的博弈

□海通证券 单开佳 孙志远

很多投资者对分级基金的价值如何确定颇有心得,但是疑惑的是为什么价格有时候会大幅背离价值?这个问题也一直困扰着我们,仔细回想2014年分级基金的大行情,似乎可以探寻到一些思路。分级基金的价格扰动和资金力量有关,资金力量和投资者有关,分析清楚分级基金的投资者可以让我们看清分级基金价格将去往何方。

分级基金的投资者可以简单分为三大类:一是波段交易者,希望通过指数的预判,利用B份额的杠杆优势放大波段交易收益;二是收入型投资者,重视定期回报,主要投资于A份额;三是套利交易者,利用市场价格的短期偏离,套取小额但确定性较高的收益,主要进行分级基金的整体折溢价套利。这三类投资者相互博弈之下会形成很多非常有意思的现象。

我们利用一个案例来加以说明。案例的背景采自去年年末,大风袭来使得众人皆与猪共舞,各路分级鸡犬升天。我们可以把那段时间的市场也分成3个阶段:第一阶段,风乍起,快速爬升。该阶段利好不断,新增资金

踊跃入场,股市连续上行,赚钱效应又进一步吸引资金,形成正反馈。第二阶段,风摇摆,步入对流层。市场虽在震荡上行,但前期已累积较大涨幅,资金开始犹豫,波动加大,赚钱效应减弱。第三阶段,风势微,落花流水。利好预期已被过度反应,资金开始离场以兑现收益,股指下跌,赚钱效应彻底消失。

在第一阶段,我们通常能够观察到B份额连续上涨,分级基金长期维持大幅的整体溢价,主导这种现象的主力是波段交易者。根据经典的金融学理论,套利机会不应该长期出现,在这样的机制下A份额将决定B份额的折溢价。A份额具有固定收益产品的特性,可以参照债券资产进行贴现定价,同时其长周期的特性,对以保险为代表的收入型投资者有很强的吸引力,这类客户的潜在资金多,且定价清晰,因此主导了两类份额的定价权,B份额则依赖A份额的贴现价值来确定折溢价率。而从第一阶段的市场表现来看,A、B份额定价机制的短期扭曲。在风来了的时候,B份额杠杆特性得到充分体现,大幅上涨的净值让波段交易者的情绪空前提升,弹性大杠杆高的品种受到热捧,所以此时B份额的定价将短期摆脱A份额贴现价值

的桎梏,独立按照杠杆高低定价。而熨平这种扭曲的套利投资者,在赚钱效应的驱使下,并不会在母基金拆分后立即选择卖出子基金,而是持有一段时间,等指数上涨效应消失之后再卖出。这样既能赚取整体溢价,又能获得标的指数上涨带来的净值回报,套利者也为趋势波段交易者助力,也是整体溢价长期维持的一大原因。

到了第二阶段,母基金整体溢价幅度均开始下降,A份额频频被砸,套利资金称霸。由于此阶段市场波动加大,赚钱效应减弱,套利交易者开始卖出早已拆分好的A、B份额,两者卖压加大。不过此时指数仍在上行,波段交易者的入场动力并未显著衰减,所以B份额相对坚挺。相较之下,A份额对抛压的承接能力更差,容易被套利交易者砸出深坑,导致已入场的收入型投资者出现大幅浮亏。

第三阶段与第二阶段恰好相反,A份额绝地反击,B份额则受到“碾压”,母基金从整体溢价大幅下降甚至转向整体折价,收入型投资者崛起。此阶段的典型特征是指数赚钱效应不再,B份额投资者开始获利离场。A份额在套利交易者被砸出深坑后,隐含收益率也会显著抬升,重视长期回报的收入型投资

者开始逢低介入,A份额也由此重新获得子基金折溢价定价权,呈现出A强B弱的特征。投资者交易情绪下降,离场意愿上升,会促使母基金从整体溢价大幅下降甚至转向整体折价。

了解到了3类投资者的交易特性后,作为旁观者的我们,应该怎样利用这些交易特性来盈利呢?在第一阶段中,如果我们错过了风起之前B份额的布局机会,可以利用A、B份额的定价分离,以及标的指数的赚钱效应,放心大胆的进行滚动的申购—拆分—卖出套利(溢价套利)。经过回测,其收益并不比直接买入B份额低,但安全性高出很多。到了第二阶段,A份额可能被套利交易者砸出深坑,虽然我们不知道坑底在哪,但是我们知道迟早有一天其收益率会向均值回归,因此可以通过分批建仓的方式,逐步买入A份额,拉升组合隐含收益率。在第三阶段,指数开始回落,A份额价格向均衡水平靠拢,而B份额则将受到A份额和波段交易者离场的双重碾压。此时投资者可以选择逐步兑现A份额的浮盈,或者利用B份额被砸出的深坑,购入B份额合并后进行整体折价套利,也能获得稳定的回报。

寻找适合自己的投资方法

□深圳金田龙盛投资总经理 杨丙田

目前A股市场较为流行的最具有代表性的三种投资策略分别是趋势投资、高频交易投资和价值投资。每个投资方法都有长处与短板,取决于什么投资方法适合自己。如果谁能把三种投资方法集合到一起发挥到极致,也只有投资天才能做到。对于一般的投资者来说,在实践中找到适合自己的投资方法,也可以在资本市场上成为赢家。

趋势投资的“趋势”一词表示一种尚不明确或只是模糊的远期目标、持续发展的总动向。趋势投资,就是投资人以投资标的的上涨或下跌周期,来作为买卖交易的一种投资方式。经济因素、政策风向、主题概念、预期成长及技术分析等都属于趋势投资。只有预期成长容易预测,概率相对较高,用心认真研究一些行业的动态,测算上市公司的成长,根据行业的发展和企业经营数据,计算出相对比较确定的数据。经济因素和政策风向有时候预测起来是比较困难的,往往会失真,难以达到预期。主题概念和技术分析就更难寻找确定了。

高频交易投资是利用极为短暂的市场变化中寻求获利,买入价和卖出价差价微小变化,这种交易的速度如此之快,目前在发达资本市场和香港市场是比较常见的投资方法。因为市场T+0制度和无涨跌幅限制,衍生品种类多,体量也足够大,杠杆比例高,看得人眼花缭乱,高频交易的投资者短期收益非凡,也就成了一批著名投资人。高频交易的投资者,大多数是模仿欧美市场做法,通过技术分析去判断涨跌,当技术图形进入上升轨道的时候批量建仓,如果再批量的卖出,随时可以改变技术图形走势,存在对手盘和资金规模的问题,这就产生一些壁垒。因为A股市场是T+1交易,而且有涨跌幅限制,衍生品种极少,除非你已有持仓才能回转T+0交易,相对限制比较大,隔日交易就存在运气成分。第二个交易日无法预测涨跌的变化,做起来也比较困难。在A股中做高频交易的投资人,获利达到一定体量和规模,根本无法实现高频交易获得更好的收益。达到一定的规模的投资人都转为趋势投资和价值投资的方法。

价值投资模式下的“价值”是一个比值,所有的价值投资首先要计算估值。什么样的估值合理或者不合理,简单谈一下我对估值的看法。自上而下比较来说,先从大类行业到细分行业,



深圳金田龙盛投资总经理 杨丙田
本报记者 曹乘瑜 摄

再到同行业一步步去排除。以金融业为大类行业做例子,首先研究金融业整个大类行业历史发展,弱势与优势、国家的扶持力度、市场供需关系与行业的颠覆,再细分行业,银行、券商、保险、信托、基金、互联网金融等等,定义出行业“蓝海”和“红海”格局,在同行业里再去细致研究。在脑海中会产生一套估值体系,然后对准备要买入的公司,深度下功夫研究。公司的技术研发、经营分析与市场份额、财务安全分析、同业竞争与地位、股东结构背景、管理层和公司相关的信息等等,都要做系统的研究,得出结论后,你会发现里面有很多奥妙和收获。估值合理不合理,低估值或高估值,预期差就出来了,研究下来会浪费你很多精力和心血。拿银行业来说,行业背景悠久,行业发展进入“红海”竞争格

局,增速缓慢并逐年下降,不良率上升等等潜在风险因素及行业的颠覆扩大化,股价大幅下滑,造成2014年上半年平均4倍多PE,细看下来还有增长,因为净利润基数较大,如果股价维持不动,3年后市盈率PE将进入两倍时代,市净率PB进入0.5时代,存在明显估值修复空间。下行风险相对可控,涨跌多少基本上心中有数了。通常我认为价值投资是勤劳的投资方法。

面对各种各样的投资策略和交易模式,投资者要做的是找到适合自己的投资方法。

在长期的投资实践中,我认为投资中最重要的是怎样规避下行风险,然后才是收益部分。资本市场大多数投资者都是先算能赚多少,极少有人会去算赔多少,我属于投资中比较保守的投资者。首先看亏损多少,很多投资者都想在最底部买入,然后开始大涨,在最高位卖出。这样的想法每个投资者都会有,这就是无法战胜的人性。投资不确定因素很多,资本市场的牛熊转换都是在猜测中产生的,市场走势永远是出其不意的,让很多投资者大跌眼镜,根本无法有非常确定的预测。怎样才能从不确定中寻找相对的确定,在我进入这个行业做投资的这几年中摸索出一些相对比较确定的投资方法,与大家分享。

我们先来评估一下大市:2014年7月份以前,上证指数在2000点附近徘徊一年多,用简单的加减法对称风险测算,假如上证指数下跌20%指数为1600点(到2008年低点),蓝筹股占比重大,过去5年多大概有50%的蓝筹股还在增长,有20%蓝筹股未增长,只有30%相关周期性行业出现业绩下滑,国家经济在增长,企业盈利能力在增长。股市代表国家经济的晴雨表,市场底部区域随经济的发展也会上移一个台阶。我们能相对地锁定大市的下行风险,反过来如果大市上行50%则是3000点,这里就有跌20%涨50%对比。下行风险相对较小,2000点买入前期涨幅不大的股票,公司相对具备财务安全,哪怕行业进入夕阳,公司不是那么烂,有一定的耐心也会有一个不错的收益。如果2008年底部买入任何一家银行股,如果拿到现在算上分红也有30%复合收益率。

我个人认为,完美的投资方法是价值投资和趋势投资相结合,也可以定义为价值选股,择机买入。如果能用好这两种方法,投资收益就能远超于指数的涨幅,投资生涯中,抵挡住涨的诱惑,经得起跌的恐慌,投资就算成功一半了。

工业革命4.0 将带来全方位创新

□前海开源工业革命4.0基金经理薛小波

在中国经济转型升级的背景下,经济走向“新常态”,升级传统产业,发展新型产业,实现国富民强企业壮大。一般在经济转型中,股市表现为结构性牛市,类似机械制造、交通运输设备、电气电子显著正收益。而A股市场由于房地产流出及宽松货币政策等影响迎来增量资金入市。

从宏观经济面看,随着劳动力红利逐步消退、房地产投资下滑、出口减速和环保制约,中国经济保持过去的高增长越来越难。在这种背景下,中国经济需要通过结构调整,转型升级,使得经济走向更高质量可持续发展的新常态。与此同时,工业革命4.0,即以智能制造为主导的第四次工业革命,旨在通过移动互联网、云计算、物联网、大数据等新一代信息技术在制造业的集成应用,将制造业推向智能化。

从资金面看,随着房地产投资和传统行业的减速,房地产和传统产业资本的资金向股市转移;随着金融改革的深化,市场利率将进入长期下降通道,银行理财、信托等产品的收益率也会下降,这部分资金也将向股市转移;再考虑到随着资本市场的开放,外资对中国股市的配置将大幅提高,因此可以预计未来还有大量资金将继续流入国内股市。

结合宏观经济面和资金面,我们判断未来市场将震荡向上。考虑到在转型过程中宏观经济会有保有压,因此各行业的景气度会有高有低,在股市的表现中也会有差异。因此,我们在投资过程中需要投资高成长高确定性的行业,通过高成长高确定性去战胜市场。

我们认为,工业革命4.0将带来制造业技术、产品、工艺、服务的全方位创新,不断催生和孕育出新技术、新业态和新模式,是产业发展升级的方向。在经济转型升级的背景下,工业革命4.0相关行业和公司将超越整体经济增速发展,具备高成长和高确定性。

“好雨知时节,当春乃发生”。前海开源工业革命4.0基金是市场上首只对接工业革命4.0主题的证券投资基金,定位投资于与工业革命4.0主题的相关领域,囊括了工业基础、智能产品、物联网、新模式、务联网五大价值领域,其中机器人、智能汽车、3D打印等行业近年来发展势头十分强劲。