

穿越A股牛熊的四条法则

□北京德源安资产管理公司董事长 许良胜

股票市场永远风云激荡,但无论市场如何变迁,投资者对财富的渴求从不停止。作为专业的投资管理人,投资是一项没有终点的长跑。投资者或许会纠结短暂得失,但投资管理人却必须看得长远,既要市场上生存,更要在长期获取合理回报。

市场有轮回,既有牛市的疯狂,也有熊市的绝望,但胜败并不决定于一时一地。投资管理人必须穿越轮回,在一轮轮牛熊之后,依然能面对市场风云,适时藏锋,果断出击。要达到这样,投资管理人必须有所凭借。这凭借,根源于管理人的投资历史、知识结构、生活态度乃至个人性格,并融入当下的投资实践,与时俱进。

不同的投资管理人,各有其长期生存的法则。对德源安资产而言,穿越A股牛熊的凭借主要有四点:一是关注长期价值;二是重视流动性;三是研究估值;四是管理风险。

关注长期价值

社会在前进,产业在更替,企业有兴衰。股票投资的落脚点在企业,但其着眼处却在企业之外。对我们而言,首要一点就是判断企业的长期价值。站在不同角度,对长期价值的理解千差万别。站在社会生态的角度,我们看企业的长期价值遵循一个简单原则:即企业提供的产品或服务是否有利于社会进步、有利于改善大众的生活、有利于增强国家的竞争力。买入具有长期价值的企业,短期可能不慎买高,但中长期一定能扳回来。企业长期价值的展现和接受过程,正是获取长期收益的过程。

熟悉我们的投资者知道,我们对A股的三个板块有长期偏好:先进制造业、品牌消费业、资源行业,这三个板块能集中体现长期价值的法则。品牌消费业是容易理解其长期价值的,酒中茅台、药中白药、同仁堂、阿胶为企业长期价值做了很好的解释。先进制造业是社会进步和大国崛起的基石,对应经济发展的不同阶段,其内涵与时更新。现阶段,能穿越周期而日见其盛的国防工业是中国先



进制造业的不二选择。资源行业是人类生存生产的基础,其价值体现与经济周期关联较大,也受科技进步的影响。

在互联网的新时代,一切技术和产品以及服务,只要能促进社会大众的真正福祉,那就具有长期价值,投资上就值得关注与研究。

重视流动性

在正常的市场环境中,流动性的重要性不太突出,一般投资者也不太关注。但股票市场是一个投资者情绪高度渗透的场所,一旦市场波动偏离了正轨,投资者的情绪感染会放大市场波动至整体极端不理性的境地。在那种状况下,流动性就是救命的东西。

今年6、7月份的A股大跌对流动性的重要性做了一个极致的注解,若政府不及时出手缓解市场流动性,类似“次贷危机”的金融危机恐难幸免。我们历来重视持仓股票的流动性,在此次股灾中没有因流动性缺失而束手无策。6月份我们管理的产品净值回撤基本控制在10%,而7月份主要产品实现了正增长,部分产品净值甚至创出开放日新高,应该说,这与对流动性的一贯重视是密不可分的。

提升交易维度 穿越牛熊轮回

购的这些基金,同样需要金融衍生工具在风险上的管理。

从资金的使用效率来看,融券做空的效率是最差的。你有多少股票,你就要去融券做空多少相同的股票,你才能覆盖全部的风险,股指期货会更好一些。股指期货是一比十的杠杆,所以如果要覆盖全部的风险,相当于只拿出实际现有资产的百分之十的仓位就可以全部覆盖所有的风险。期权的杠杆比例可以更大,从资金的使用效率上来讲,期权可以做到用更小的资金来覆盖全部仓位的风险。

从效果上这三种有所不同。融资融券和股指期货与资产一样都是线性的,它覆盖了风险就放弃了收益,但期权在对冲风险的效果上显得更加具有优势,除了对冲风险以外,通过期权的非线性特征,还能够保证市场走势平稳之后的资产获得更多的收益。也就是说通过期权对冲风险的前提下,我们可以在不放弃获得收益的前提下(市场向好),有效规避风险。

产业资本亟待期权护航

个人投资者和在二级市场管理资金的机构都需要用股指期货和期权来对冲市场可能出现下跌的风险,但是这样一个金融衍生工具的对冲所带来的好处就是不需要通过卖出手中的股票来逃避市场的下跌。这也是为什么我把金融衍生工具提到一个更高的高度来强调的一个原因,在这次的市场下跌过程当中,如果每一个人都用金融衍生工具对冲自己股票的风险,他们就无需卖出手中的股票,而现在大家都蜂拥去卖股票时导致了市场流动性的缺失,然而导致市场风险进一步释放的实际上应该是产业资本、大小非的解禁、大股东的减持,这部分机构卖出股票的数量相对更大,对市场流动性的需求更高。

无论是定增、并购重组还是产业资本的长期持有,都需要用金融衍生工具来管理它的风险,提升这些产业资本在市场中交易的维度、管理风险的维度,来实现穿越牛熊的轮回。

不同的金融衍生工具,从资金量、资金使用效

研究估值

估值决定了长期收益,是专业投资者都会关注的指标。估值水平是一个大家都看得见的信息,为市场参与者提供了一个做投资决策的锚。就中长期而言,市场基本在估值中枢两边摆动,当然,摆动幅度每次可能不太一样。

我们要求自己的长期投资收益是可控的,可控的前提就是要研究估值。我们对估值的研究和应用,强调横向和纵向的比较,寻求一个合理区间。横向上,会拿成熟市场对应行业的估值来参考,考虑国家和产业发展阶段的差异;也看市场上不同行业估值水平的差异。纵向上,看历史估值的区间,并匹配企业的现状。只有对市场估值、行业估值、企业估值在时空上有一个较完整的图谱,投资才不会失控。

管理风险

收益总是与风险连着,低风险高收益是所有投资者的追求,但正常的市场不太有这种机会。投资管理人必须管控风险,尤其是长期风险。管住长期风险,长期收益才有保证。

我们对风险的管理,采取适度逆向的策略:在市场处于低位区间时,偏向收益的一端;在市场处于高位区间时,保持高度警惕。我们的产品策略体现了这一风险管理的原则。在2009至2014年间,上证2800点以下时,我们发行的产品都名之为“战略成长”,淡化净值波动,追求高收益是产品管理的第一目标;而2015年上证5000点以上时,我们的新产品转向了“战略稳健”,控制净值回撤成为产品管理的第一要求,在近期的市场大幅下跌中,正是因为采取了稳健策略,成功避免了净值的大幅波动。

作为专注A股市场的投资管理人,我们经历了A股的多轮牛熊。公司管理的成立时间最早的产品“德源安战略成长1号(2009年5月成立)”,实现完整6年收益率202.62%,年复合收益率达到20.26%。应该说,取得这样的长期业绩,与我们坚守的A股法则分不开,即前述对长期价值的秉持、对估值的把握、以及对风险和流动性的客观管理。

人民币汇率调整 利好美元资产

□博时基金固定收益总部 国际组投资总监 何凯

上周一,沪指暴跌8.49%,创8年来单日最大跌幅。大宗商品上周持续下跌,WTI原油跌破40美元。整体新兴市场宏观环境持续低迷,哈萨克斯坦、越南均主动贬值,受此影响亚洲高收益指数整体有较明显下滑,中资高收益指数下滑幅度略小。继8月11日,央行宣布进一步完善人民币汇率中间价报价,即中间价参考上日银行间外汇市场收盘汇率之后,人民币兑美元本周的走势相对平稳。在全球经济波动率上升,扰动因素频现的背景下,人民币汇率是否如央行所说的“是一次性调整非趋势性贬值”有待进一步观察和跟进。

人民币贬值利好美元资产

央行宣布完善人民币汇率中间价报价的政策,属“意料之外、情理之中”,继续利好美元资产。一方面这一政策顺势而为,缓解了近年来人民币对美元相对稳定、对其余货币大幅升值的情况,同时也缓解了国内经济以及利率持续下行对人民币币值造成的压力。同时,一次性大幅贬值是为了防止形成强烈的趋势性贬值预期,造成系统冲击。但中长期看,可能仍然存在温和贬值的需要。此外,此次贬值还伴随着人民币汇率形成机制的改革,有利于人民币汇率的市场化并为人民币加入SDR减少制度障碍。

笔者认为,此次贬值虽在意料之外,但属情理之中,且整个情况仍在央行控制之下,不会形成系统性冲击。未来人民币或存在进一步温和贬值的动力,建议投资者进一步配置美元资产。但在资产选择过程中还应注意选择自身波动性较小,回报预期较为稳定的资产,这样才能更为充分的享受美元升值的红利。

或进一步推高美元债券价格

人民币的汇率调整对亚洲债券市场的影响,我认为体现在几个方面:对美元债券而言,尽管中资发行人的人民币计价融资成本有所提高,但影响会比较有限,反而如果由于人民币的贬值带来中国经济的企稳,会对基本面有所改善。总体而言,我认为信用基本面应该仍然维持稳定。

从技术层面上讲,对美元资产的需求增大有可能进一步推高美元债券价格。事实上,近期亚洲美元债券指数和中国美元债券指数双双上涨,也一定程度印证了我们的观点。

中资发行人可能担心人民币贬值而减少美元债券的发行,加上国内融资环境的进一步好转,使得美元债券供给减小,对美元债市场形成技术上的支撑。但在此过程中,离岸人民币债券或承受压力,收益率会上升以补偿人民币汇率风险,我们近期会较为谨慎。但如果市场反应过度,体现出风险溢价过高的话会考虑重新进入。

人民币突然大幅贬值,引发投资者对美元理财的关注。我们建议可配置美元或与美元挂钩的港币资产,规避人民币贬值风险。

博时亚洲票息收益基金以买入持有策略为主,配合交易策略,追求获得稳定的票息收益和资本增值。为满足不同货币持有者的投资需求。银河数据显示,博时亚债美元份额成立以来实现收益20.97%,最近半年收益率6.02%,成立以来年化收益率7.87%(数据截至2015年8月7日)。



□北京盈创世纪总裁 韩冬

在中国股市没有股指期货时,我们能规避风险的方式非常单一,只有能够成功在顶部把股票全部卖掉,这才是成功规避风险的方式,或在下跌过程中通过不断减仓卖出股票降低仓位才能规避这样的风险。我想,金融衍生工具的意义是在市场动荡、牛熊轮回的过程中帮助各类投资者规避风险。无论是个人投资者,还是股票投资基金、对冲基金,PE/VC、产业基金及并购重组基金。

这就是我想讲的主题——提升交易的维度,我们说一维是股票,因为股票只有一个方向,只能通过买入上涨,牛市时才能获利;股指期货是两个方向,可以做多和做空,我们不需要期待牛市,只需要判断市场的方向;期权是四个方向,通过期权可以管理我们的风险。但是我们讲第三个维度的期权并不仅仅限于期权,也可以是各种各样的金融衍生工具,每种衍生工具起到的作用不同。

综合提升交易维度

提升交易维度的机构也是非常宽泛的,我想强调的是并不是仅仅在二级市场交易的机构需要提升交易的维度。个人需要用金融衍生工具来对冲个人资产的风险;资产管理公司,像在二级市场管理资产的公司,需要更多的金融衍生工具来对冲风险;那些做定增、做产业投资、做企业重组并