

# 存量资金博弈主导A股短期走势

## 我国养老金市场 急需发展多资产配置基金

□银华战略新兴基金经理 倪明

近日,市场走势进入胶着状态,后市分歧进一步加大。我们认为,市场整体向上空间不大,而且该过程持续的时间会较长。未来需进一步把握市场结构性机会,比如国家经济转型、“十三五”规划等带来的投资机遇。

### 市场板块轮动明显

从短期来看,为什么市场从十月初开始出现明显的上涨行情。我们分析是由于影响市场中长期走势的因素在短期内没有恶化,相反还出现了边际改善的迹象。

这轮市场受几个重要的因素影响:一个是人民币汇率的走势,一个是海外市场的情况,还有经济上的改革预期。从这几个因素看,中短期出现了阶段性改善的迹象。人民币的汇率经历了九月份的大幅贬值后,不仅出现了企稳回升的态势,而且可能即将纳入国际货币基金组织的SDR。这使市场对人民币汇率担忧有所减轻。不能简单地加入SDR理解成是利空还是利好,从利好的角度来讲,人民币加入SDR说明人民币的国际化已走出实质性。但加入SDR也是双刃剑,会面临更大的国际资本的冲击,



到时候想通过央行再强力干预人民币汇率走势的难度会越来越大,所以我觉得这是人民币国际化的重要步骤,但并不是说人民币就一定强势,当中国的经济不好的时候,人民币贬值的压力会更大。经济上没有新的亮点,但也没有进一步恶化。外盘以美国股市为代表,在经历了9月份的大幅下跌之后出现了强劲的反弹。在改革方面,虽然没有重大举措出台,但是资本市场、经济体制改革方面都出现了改善的迹象。我认为这是支持这

轮市场上涨的重要原因。但从更长的时间段来看,我对上述的几个因素依然持较为谨慎的态度。

经历了之前的股灾和两次反弹夭折之后,大量的资金退出了市场,所以9月底的成交量创出新高,在短期也封杀了继续下跌的空间。市场表现为存量资金博弈的态势,这些存量资金风险偏好比较高,同时对市场敏感度较高。所以市场特征是板块轮动非常明显,因为只是存量资金博弈,没有吸引到增量资金参与。

第二个是热点切换非常快,而成交量虽然有所放大。但是实际上相对涨幅来说,成交量大幅度并不明显,这和五月份的牛市相比有本质的区别。

### 密切观察和分析风险点

当前时点,我倾向认为在未来3个月的时间里,市场整体向上空间不大,而且该过程持续的时间会较长。因为目前市场情绪比较亢奋,之后可能触发市场的风险因素。一个是美联储加息最终何时兑现,第二个是在美国加息之后人民币的汇率会呈现出何种变化,这些因素将潜在影响市场走势。对于这些风险点,我们也在进行密切观察和分析。

任何的方式方法都不可能适应所有的市场环境,也不可能抓住所有的投资机会。坚持稳定、可复制、有效的投资方法就意味着必须有所为,有所不为。未来会把握市场的结构性机会,比如国家经济转型、“十三五”规划等带来的投资机遇。在选股上,则会进一步增加团队研究力量,扩大研究覆盖面,参考估值、盈利、潜力、成长性等多个指标,自下而上,选择高成长个股。同时,基于本基金为绝对收益产品,会继续把控制风险放在首位,为投资者带来稳健持续的收益。



□易方达投资发展部 闫峰

顾名思义,多资产配置就是投资组合中持有一类以上的大类资产(如股票、债券、商品、货币、Reits以及衍生品等),并通过一定的策略实现相应的投资目标。从产品类别看来,多资产配置基金可以归结为混合型基金这一大类。而投资者则主要包含养老金计划、保险公司、银行、基金会以及个人投资者等。

从美国多资产配置基金的发展历史看,受益于20世纪90年代养老金市场的巨大需求,多资产配置基金得到了快速的发展,主要投资者为美国市场最主要的两个养老金计划IRAs和DC(著名的401(k)计划即为其中之一)。根据ICI统计的对比数据显示,截至2012年底,IRAs和DC投资于多资产配置基金的规模分别达到0.513万亿美元和0.668万亿美元,共有1.181万亿美元,而多资产配置基金总体规模为1.95万亿美元,养老金计划投资占比达到60.56%。在产品形式上,目标日期型基金和生活方式型基金是养老金计划投资的主要产品。根据ICI统计,截至2014年末,目标日期型基金规模0.703万亿,养老金计划持有比例达89%;生活方式型基金规模0.394万亿,养老金计划持有比例达43%。

### 多资产配置基金需求将提升

国内的养老金市场,以基本养老保险(含城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险)和企业年金为主。根据人社部统计公报数据显示,截至2014年末,城镇职工基本养老保险基金累计结存3.18万亿元,城乡居民基本养老保险基金累计结存0.38万亿元,企业年金基金累计结存0.77万亿元。随着《关于企业年金职业年金个人所得税有关问题的通知》和《基本养老保险基金投资管理办法》两项法规的颁布,养老金市场份额占比最大的两个部分将得到快速发展,并且在多资产配置需求的带动下,多资产配置基金也将迎来广阔发展空间。

目前国内混合型基金的投资策略多以资产轮动配置为主,虽也存在一些股债平衡型、混合偏债型(含养老主题)、保本型、生命周期型、绝对收益型产品,但数量和规模均有限,难以满足养老金等的资产配置需求。未来,目标日期、目标风险以及风险控制等不同投资目标和策略的多资产配置基金需求将得到大幅提升。

### 指数化投资趋势

在美国的成熟市场,凭借费用率低和投资效用高两方面的优势,多资产配置基金出现了明显的指数化趋势。这其中主要包含两个层次(以较为成熟的生命周期基金为例):

美国市场上,生命周期基金主要以FOF形式存在,其选择以指数工具为主要投资标的既可以降低产品的综合费用水平,又可以集中精力进行资产配置。其中典型代表为领航集团,其所发行的生命周期基金均投资于旗下的指数产品,这也使得其所管理的生命周期基金的平均总费用率行业最低。同时,根据晨星的数据统计显示,在过去数年中,生命周期基金投资指数产品的资金流入速度一直超过主动管理产品。

随着生命周期基金的发展,全球主要指数公司陆续发布了生命周期指数,并促使完全追踪相应指数的指数基金得到了快速发展。典型代表为富国银行(Wells Fargo),其较早便涉及生命周期基金领域,但成立之初是采用主动化管理的模式。2006年转为跟踪道琼斯目标日期策略指数系列的被动化管理模式后,规模开始快速增长,从2007年的23亿美元迅速增长到2012年的142亿美元,年化增长率达到43.5%。

面对自身发展的困境以及需求提升的机遇,多资产配置基金如何匹配国内需求环境,优化产品形态结构,寻找新的发展方向,笔者认为是值得进一步地深入思考和研究的。

# 股市再现震荡 债基正值配置良机

□博时基金 陈凯杨

上周五,沪指突然重挫5%,近400只股票跌停。市场分析认为,此次巨幅震荡是受证监会调查券商及券商融资类收益互换被叫停的影响,券商股表现弱势。而前段时间,自IPO重启以来,国内债券市场也有窄幅波动。笔者认为,本轮股市震荡以及IPO重启,对债券市场的冲击有限,债券牛市的基础和宽松的资金格局仍然存在,债券基金在本轮市场行情中,正值配置良机。

本轮IPO重启是基本符合预期的,国家层面需要股市正常融资的功能。然而,差别在于本次IPO融资方式发生变化,由网下原来预缴款形式转为实际缴款,因此网下资金的规模优势显著下滑;最重要的是,IPO重启后的定价采取市价配售模式,这意味着一二级市场的获利能力显著下滑,这样直接压缩了打新基金的盈利能力,收益率会显著下行。相比之下,债市虽然会受到一些冲击,然而冲击可能是很微小的,这一点从公布IPO政策后债券二级市场的表现可以获得支持。

### “债券牛市”逻辑犹存

10月底以来的债市调整,主要来自于股市的反弹、IPO重启的刺激,市场资金中风险偏好较高的部分向股市转移;事实上在当前的阶段下,股市暂不具备一次波澜壮阔的行情基础,因此债市所受调整基本到位,市场信心逐步恢复。最近一周,债市收益率不断下行,再次出现酝酿中的牛市机会。

笔者认为,债券牛市的基础仍然存在,其基础来自于经济

总体缓慢下行带来的回报率的下降,因此债券收益率也会呈现下降的大趋势,这是由经济基本面所驱动的。近期的收益率上行,主要源自于短期风险偏好变化,资金部分切换到权益市场所致;然而,我们看到宽松的资金格局仍然存在,债券短期调整只是牛市格局中的一个小波动。债券基金在本轮债市小调整后,正值配置良机。险资、理财目前对于债券市场的配置力量仍然十分强大,资产荒的背景下,债券市场的配置价值仍然受到资金面的普遍认同。近期债券市场有所回调,新成立的债券基金成立以后有望迎来较佳建仓契机。

我们仍然看好未来债市,债券市场在一段时间内仍然有很好的获利机会。债券市场的主要不利因素可能来自于股票市场的影响,但影响幅度应该较为有限,宽松的货币格局推动资产价格的上升或者稳定。目前影响货币政策和资本市场的核心矛盾从增长与通胀转移到债务存续与守好底线。这意味着货币政策和资本市场真正的核心驱动因素,将是基于债务存续视角和对守住风险底线的政策思路把握。在长期的利率中枢下行背景下,整个配置思路会有彻底的转变:久期成为底仓品种,短期的波段预测必要性降低。未来一年的大类资产配置倾向于高评级、长久期的债券等固收类产品。

笔者认为,受益于国家的经济拖底目标,央行在货币市场维持适度宽松的格局,避免经济因资金面趋紧而受到影响。从这个角度而言,央行货币政策在一段时间内仍然会保持比较宽松的状态,通过逆回购、



各种期限的货币工具来维持适度宽松的货币政策,因此资金面方面也会总体上维持宽松平衡的格局,资金利率也会维持在较低水平。

### 警惕信用债违约风险

在利率大趋势下行的基础上,未来利率债和利率债趋势基本一致,会维持较好的牛市格局。需要注意的是,由于国内经济下行,周期性行业、小企业、传统行业所面临的生存压力较大,加之国内经济处于结构调整过程,市场存在一定的出清压力,因此信用债的违约风险显著上升,信用违约的现象会增加,规避风险成了未来一段时间内信用债的主题。

可转债仍然存在较多的机会,虽然股票市场近期有一定的上行,然而宽松的货币环境很可能推动股债双牛;可转债作为股债双重性质的投资工具,在未来仍有机会从权益市场获得收益。值得关注的是,由于转债市场未来一年供给会逐

步释放,现有转债溢价率较高,对投资的操作要求会很高,可能存在一些波动。

债券基金的整体投资者一般风险偏好都是偏低的。我们建议在利率大周期下行的情形下,投资者可申购安誉这样的定开债基,既能保持资产的适度流动性,也能利用利率下行的大周期获得较为稳健的收益。二级债基对于权益的敞口偏大,股市投资的风险要显著高于债市,因此对于二级债基的投资需要一定的风险承受能力。

博时安誉18个月定期开放债基是博时发行的第五只定期开放债券基金。从收益性考虑,定期开放债相对一般债券产品,收益优势突出。封闭运作可以降低频繁申购、赎回带来的流动性冲击;有益于择时的把握,精挑细选逐步配置安全和高收益券种;较长封闭期可以带来组合更为匹配的久期,提高产品收益;在严格控制投资风险前提下,可通过正回购杠杆放大收益。