

追寻产业周期 正视系统性风险

□博时基金宏观策略部总经理 魏凤春

2016年要清醒认识成长与周期的差异,清醒认识新兴行业的分化,清醒认识平常心的重要性。全年建议小幅超配股票,标配债券。A股行业选择要重视主题淡化价格趋势。全年超配轻工制造、机械、纺织服装和综合。2015年的A股看到中国转型历程中乐观预期的巅峰。经济下滑、货币宽松带动债市牛市延续,信用利差到年末开始抬头。展望2016年,需要牢记趋势是由产业周期决定的;美元加息、地产政策对改革预期的影响、对系统性风险的麻木和新兴产业过气是不可不察的风险点。

产业周期与政策因素

2012年以来的资本市场看起来此起彼伏,绚烂无比,似乎杂乱无章,实则并无新意。笔者认为,这些所谓的随机运动仍然是由两大规律决定的,这也是资产配置的常识。

规律一:趋势由产业周期决定。在我们的逻辑框架下,产业周期是资产价值的决定因素,决定了趋势性的投资。资产配置的主要工作是寻找主导产业,并据此进行从主干到支流的相应安排。近四年来自房地产、信托、债券、股市都经历了速度与激情,自我加杠杆之后自我毁灭的过程,在资产配置上有“狼奔豕突”的味道。流动性过剩是个前提条件,我们要解释的是投资者用脚投票轮转的理由。1980年后,中国经历了相当典型的朱格拉周期,每十年进行一次主导产业的更迭。房地产在主导产业位置上的不作为与新的主导产业不清晰,投资者从一开始的不相信地产的离去,传统产业债务刚性兑付难以打破、地方债务的永续存在到新兴产业的梦想寄托,都是在验证主导产业的过程。这背后是新旧产业分割的过程,是一个产能与杠杆“去与加”的过程,是利润率低与高,是一个外围与中心转换的过程。从政府到市场,从分歧到统一,新旧产业呈云泥之别,主导产业清晰可见。



规律二:节奏由政策决定。这几年的市场,有速度也有激情,更有让人难忘的大波动。比如,钱荒、股灾、刚兑的打破等,在投资者情绪高涨的前提下,政策对节奏的改变起到了重要的催化作用。央行的利率政策、证券监管部门的监管政策都从时间上改变了投资的节奏,但没法改变趋势。

2016年资本市场的主要风险

当然,我们都知道,在资本投资领域,没有一年是完全按照年初的剧本走的,总是有这样那样的意外和风险事件发生。从趋势相关的内容讲,我们认为市场面临的主要风险包括:注册制、战略新兴板、新三板转板机制推出后,投资行

为在一两个季度内发生剧变。

在很短的时间内上市公司身份快速贬值,上市公司并购预期带来的溢价急速缩水。其结果是中小市值公司的估值溢价骤然缩小。在“基准情景”中,我们认为这样的变化可能会在5年左右完成,是个较为缓慢的过程,但由于投资行为本身带有群体情绪的成分,不排除出现非线性变化的情况。

去产能导致信用风险暴露过快过猛。今年过剩产能处理、“僵尸企业”处理是重中之重。尽管高层有所提点,这种重点工程还是容易导致地方一窝蜂冲上去,在银行坏账、债券违约、财政收入等方面都对经济造成冲击。在“基准情景”中,我们认为这些压力会以可控的方式来释放。

人民币汇率波动过大,导致市场恐慌。最近数年A股对汇率变化的敏感性很低,但如果未来走出“波动空间扩大”,同时国家减少对汇率的常态化干预,A股市场需要适应汇率的贬值,这个过程可能会有一些碰撞。但在基本面上,人民币汇率贬值无论从周期位置上还是在结构改革上都是比较正面的。

地方积极性持续低迷,导致增长进一步大幅下行。从定性的角度讲,2016年的GDP若在6.5%或者以下,可能会引发对中长期增长预期的进一步下调。我们的“基准情景”中,地方政府的积极性大概能维持在2015年的水平。

除了以上的风险点,还有一些因素也会对2016年的资本市场产生影响,不得不察:一是封闭的宏观环境被美元加息打破,资产配置不得不面对外部的冲击,特别是新兴市场资产重估远没有结束。二是房地产重新受到鼓励会否减弱市场对改革的预期,从而改变持续的改革牛的预期。三是市场已经对系统性的风险麻木了。当去产能与去库存打破了这种稳定状态时,系统性的冲击难以避免。四是新兴产业未必是主导产业,过去的小鲜肉业已变成了老炮儿。

保本基金攻守兼备

□广发稳健保本拟任基金经理 谭昌杰

2016年开年初两周,A股市场创下新年开市的最差纪录。据Wind统计,上证综指、中小板指和创业板指在10个交易日最大跌幅分别达19.9%、25.2%、28.6%。股市巨震,债市风景独好。上周,十年期国债收益率突破2.80%关口,最低跌至2.72%,十年国开债收益率跌破3%,双双创下本轮牛市新低。

如果仅从开年两周看,投资者或许倾向于认为债券资产是2016年资产配置的首选。但站在绝对回报的角度看,笔者认为今年债券市场虽可延续慢牛,但能够为投资者带来的绝对回报相对有限。权益类资产尽管面临较大的不确定性较高的波动性,但经过本轮调整,部分个股已经具备了中长期的投资价值。保本基金通过分享债券市场的稳定收益,并积极捕捉权益类资产的超额收益机会,可获得本金安全之外的绝对回报。

降低债券资产回报的预期

债券市场是个周期性很强的市场,一般情况下,很难获取连续多年的高收益。毕竟从静态的角度,债券在存续期内提供的现金流是确定的,只是最终落在不同时间段、不同投资者之间的收益分配是不确定的。2014年和2015年,债市连续两年走牛,进入2016年,债市还能提供绝对回报吗?

不可否认,债券资产当前的收益率已经较低,无论是期限利差和信用利差都处于偏低的水平。但从基本面看,经济仍处于筑底阶段,货币政策延续宽松,债券市场还看不到收益率反弹的风险。但是,毕竟当前债券市场的整体收益率已经很低了,极度宽松的资金面面临汇率改革以及政策导向边际收紧的影响,因此,笔者认为,债券提供超额回报的阶段大概率已经过去,2016年的预期回报预计将回落到5%以内。



具体而言,利率产品在一季度的机会大于风险:宏观经济进入中长期结构性调整阶段,利率中枢长期趋势仍以下行为主。虽然在稳增长、调结构的宏观环境下,财政发力会给利率品种带来供给的不确定性,但预计一季度的供需形势相对较好,有利于利率品种的收益率下行。

相对而言,笔者对一季度信用品种持谨慎态度,需要严格控制信用风险。目前信用债市场供需两旺,但隐含的信用风险尚未完全体现到收益率中。预计2016年信用品种将继续分化,过剩行业出现违约事件的可能性显著增加,应坚持高等级品种为主的配置方向。

转债方面,目前整体仍处于估值泡沫阶段。笔者认为,伴随可转债供给的增加,新发转债的估值会拉低市场的整体估值水平,估值风险有望得到逐步释放。未来该品种的投资策略为:坐

等风险释放,而后精选个券。

保本基金致力于稳健回报

2015年是股债双牛的好年景,无论是权益类基金还是债券型基金,都获得好收成。广发基金旗下22只主动管理的混合型基金2015年平均算数回报率为52.25%。同期,旗下7只债券型基金平均算数回报率为17.59%。从绝对回报看,债券型基金一年回报超过10%,已属于债市大牛市带来的高回报。但从资产配置的维度看,2015年初配置权益类基金,持有一年时间的平均回报还是明显高于债券型基金。

如今,债市和股市都已经经历连续两年牛市,2016年资产配置的天平该偏向债券资产还是股票类资产呢?

笔者认为,从绝对回报的角度看,2016年债券资产依然可以获得正收益,但投资者需要降低收益预期,预计债券资产在今年很难支持超过5%的年化回报。对于权益类资产而言,股票市场在新年前两周遭遇“挖坑行情”,10个交易日的调整幅度超过20%。经过这一轮调整后,股市在今年的投资机会可能大于债市,但同时波动和震荡也会加剧。

基于上述判断,笔者掌舵的广发稳健保本混合型基金,成立后将通过银行存款、短期高等级债券和新股申购等品种获取绝对回报,逐步建立基金的安全垫。众所周知,保本基金成立时间点非常重要。一般而言,成立于债市牛市、股市震荡市或者是牛市初期阶段的保本基金更容易获得超额收益。

笔者认为,2016年初A股震荡调整,为保本基金的建仓提供良好的时机。长城证券研究报告显示,在牛市初期和熊市末期投资保本基金,收益相对较高。而在震荡行情中,保本基金依然能实现本金安全,如2011年成立运作至2014年上半年的保本基金,期间沪深300指数大跌20%以上,保本基金均实现正收益率。

公募基金 牌照价值优势初显

□天相投顾 王瑜伟

岁末年初,新基金公司设立进展得如火如荼。证监会行政许可公示信息显示,2015年12月29日,富荣基金获得成立批文。至此,基金管理公司数量达到101家,加上11家拥有公募基金牌照的券商,全市场的公募牌照已达112块。

根据天相投顾的统计,虽然过去三年公募基金公司成立的数量逐年下降,2013年全年共有包括华润元大基金、上银基金等在内的15家基金公司成立,也是新基金公司成立最多的一年,2014年降为7家,而2015年进一步减少至6家,逐年递减的趋势却丝毫不能影响各类机构积极申请公募牌照的热情。截至今年1月15日,有30家拟设立的新基金公司已向证监会递交申请,正排队待批。此外,其他资产管理机构在申请开展公募基金管理业务方面也不甘落后,2015年全年,先后有东兴证券、财通证券等5家资管机构获得公募牌照。截至目前,仍有长江证券、华泰证券、中国人保3家资管机构尚在排队待批。以上种种情况足见现今公募基金牌照的炙手可热。若以6个月的审核期限推断,今年市场上公募牌照的数量将大幅扩容近30%。

2013年以前,市场上公募基金的控股股东,虽出于“一参一控”等合规需要,但仍以券商系为主,以信托系和银行系为辅。而最近三年,随着政策的改变,基金公司的控股股东稳中有变:永赢基金的股东名单中首次出现了自然人的身影;中金基金则由中国国际金融有限公司百分百控股;2015年成立的泓德基金的第一大股东则是自然人王德晓;金信基金的大股东由管理团队出任。而申请设立的基金管理公司的控股股东的背景更为多元化:鹏扬基金、瑞泉基金、汇安基金、重阳基金等私募基金均在申请公募牌照;南华基金由南华期货全资持有;个人股东李曙光全资持有的恒越基金也在谋求公募牌照;个人合伙股东陈继武、李琛合伙全资持股凯石基金;实体企业成为进军公募行业的新兴力量,如河南省安融房地产开发有限公司全资持股的格林基金、天津海泰控股集团有限公司与北方国际集团有限公司持股的韩华海泰基金等等。随着电商系、第三方财富、专业个人、外资系等的逐步加入,标志着各类金融机构在公募基金行业布局的完成。

虽然近几年公募基金行业的竞争日趋激烈,各路资本相继涌入,同质化越来越严重,业内精英转行或投身私募,人才流失严重,大基金公司竞争优势明显,新公司生存压力陡增,但随着监管政策的放开和业务范围的扩展,基金公司的发展空间得以拓展,加之目前国内居民资产管理需求的日益增长,公募基金行业的前景仍旧不可估量。面对大资管市场,促使其他机构加入公募行业激战的不仅仅是尚能切分的规模“蛋糕”,补足自身业务短板也是一大动力。不论是期货公司、电商还是实业企业,如果能进入公募基金行业,那么其在金融领域的业务范围将会更宽,后续在财富投资管理的道路上才能走得更远。随着新成员陆续进入公募基金领域,将会在人才、管理理念、新的业务发展思路等方面带来“新鲜血液”,客观上有利于公募基金行业的向前发展。

刚刚过去的2015年,中国股市大起大落,牛熊两重天,即使在此艰难多变的行情下,根据天相投顾的数据,公募基金的总规模大幅增至8.4万亿元,创历史新高,年度涨幅更是高达85%,规模超千亿的基金公司数量已至21家。全部基金公司2015年全年盈利7147亿元,创出2008年以来年度盈利新高,有96家基金公司实现盈利,其中29家基金公司的盈利超100亿元。可见,公募基金领域仍是价值洼地,具有布局意义,可以预见今后还会有很多的机构拼尽全力不断跨进公募行业的门槛,而作为进入公募基金领域的敲门砖——公募牌照,其价值红利才初露端倪,随着公募基金行业的继续向好发展,其价值优势将进一步凸显。