

# 黄金配置价值提升



□博时黄金ETF基金经理 赵云阳

黄金市场价格自2011年9月见顶以来,已在熊市漫步接近5年。现货黄金上周三震荡收涨于1200美元/盎司上方,但较历史高点仍回落近40%。2011年9月6日黄金涨到最高点1912

美元)。近两年,虽然全球通胀不再,美元强势而起,但黄金的下跌动能已现乏力,整体转为低位徘徊。究其原因在于当前金价已逼近生产成本,国际矿商成本中枢为950—1000美元/盎司,而经冶炼的国际成品金价最低探至1046美元,下行空间极其有限。与下跌风险相比,黄金的上涨潜力值得关注,中东等地缘动荡背后,是全球经济区域发展的不均衡,且主要经济体都出现下滑,而地缘政治事件可能成为主线贯穿全年,不断刺激与支撑黄金价格。

2016年,黄金价格或已触及历史性阶段底部。美联储2006年以来的首次加息终于尘埃落定,这之前的市场预期对金价一直产生压制。受制于全球各经济体普遍下滑,美国自身经济表现亦将出现反复,2016年的加息预期大幅降低,这为有长期配置黄金资产需求的投资者提供了很好的机会;中国经济增速放缓,人民币汇率的大幅波动,引发全球金融市场动荡,为人民币标价的黄金提供了很好的反弹机会;受经济下滑及原油价格低迷等因素影响,中东局势与朝核问题等地缘政治事件频发,可能成为贯穿整个2016年的黄金价格驱动主线。

## 黄金市场的策略逻辑

黄金作为一种特殊商品,没有太多的工业性需求,最近几年,投资需求、消费需求成为影响供求,进而影响其价格的不可忽视的因素之一。

自布雷顿森林体系结束后,黄金的货币功能大大弱化;但两大货币因素仍是判断金价趋势的主线:一是货币的相对购买力,国际金价以美元标价,汇率成为直接影响黄金价格的关键因素之一;二是货币的绝对购买力,也就是通货膨胀对货币购买力的影响(例如曾经的日元实际利率,目前美元的实际利率)。

黄金的金融属性极强,单纯供需无法解释价格的变动,讨论黄金价格走势的核心就在于美元国际货币信用强弱抑或是美国经济形势的优劣。过去5年,金价与美国实际利率的变动,呈现较强的负相关关系。2016年美国实际利率有缓慢下行的可能,推动黄金价格逐步走强。

从更长的时间周期来看,国际黄金价格走势与美国实际利率水平呈现负相关,但并不显著,过去45年的负相关性只有-54%。但是非常明显二者的高低点是相互对应的,即:美国实际利率触及阶段高点之际金价也达到了阶段底部,反之亦然;黄金两轮牛市,美国实际利率在多数时间为负值,而黄金熊市中美国实际利率则主要为正。

## 投资黄金资产正当其时

对未来的黄金价格,我们可从短、中、长期三个角度来做研判:

短期内,中国经济增速放缓,以及人民币汇率的波动预期,为人民币标价的黄金提供了很好的反弹机会。美联储后续加息推迟的概率

提升,以及近期地缘政治事件和全球金融市场的大幅动荡,避险情绪攀升都为短期金价提供正面刺激。

中期内,目前全球经济处于杠杆无法提升的状态,特别是大宗商品价格的收缩,导致相关新兴市场 and 贸易商处于违约风险上升的状况,对金价构成支撑,但需注意如有风险资产出现较好表现,黄金价格的上涨动力容易被分散。

长期内,全球主要经济体都进入下滑的状态,非美元货币争相贬值以维持自身国际竞争力,黄金则会在货币实际购买力降低的大趋势中获得稳定的价值增长。

从风险收益比的角度,投资黄金资产正当其时。因为全球金融市场动荡,经济前景扑朔迷离,增加黄金资产在整体投资组合中的比重,能较好地平滑整体波动,抵御市场风险。由于全球经济表现普遍低迷的现状,资本市场的上涨未能得到来自实体经济的支撑。特别在已经经历了前两年的大幅上涨后,资本市场的确定性风险正在加速累积,因此相较与之前的资产增值,在今后的一段时间内关注的重心应转向资产保值,守住财富才是成功投资的关键。

博时黄金ETF基金通过投资于上海黄金交易所的黄金现货合约,在跟踪偏离度和跟踪误差最小化的前提下,争取为投资者提供与标的指数表现接近的投资回报。博时数据显示,截至2月16日,博时黄金ETF最新规模为15.20亿元,是目前我国规模最大的黄金ETF之一。

## “猴市”震荡勿悲观



□景顺长城基金 杨锐文

今年以来市场出现了大幅调整,多数投资者认同“2016年因估值较高,投资回报将会下降”。笔者认为,当市场经历了1月份的暴跌而触碰2600点以后,很多个股的估值已不那么高,后市无需太悲观。

2016年可能是一个上蹿下跳的“猴市”,但并不缺乏投资的机会,赚钱难只是相对的。同时我们也要适当转变投资思路,更加注重安全边际,精选个股。

## 后市无需太悲观

从目前的时点看,市场可能存在以下三方面的风险:一是人民币汇率风险。其实汇率贬值不可怕,可怕的是持续性预期对市场心理的冲击。我们应该相信央行的管制能力,在加强外汇管制后出现大风险的概率较小。只要人民币汇率不出大风险,市场在2500—2600点一线筑底有支撑。

二是供给侧改革带来的影响。钢铁、煤炭、有色企业等落后产能不断债务滚雪球,导致银行贷款被占用,坏账增加,而需要发展的企业则无法获得相应贷款。供给侧改革短期内对市场可能带来偏空影响,但是由于该类资金与入市资金没有交集,所以对股市冲击并不大,且供给侧改革长期来看将会有利于国内经济的健康发展,利好资本市场。

三是全球股市剧烈震荡的影响。以沙特为代表的欧佩克成员以及俄罗斯、挪威等国

因油价下跌导致外汇储备快速下降,从而引发各国主权财富基金从金融市场撤资。油价暴跌带来的连锁反应推倒外围市场的多米诺骨牌。由于现时的金融体系监管要比2008年严格得多,欧美金融体系发生系统性风险的可能性很小,最恐慌的时间或许已经过去。外围市场对中国的影响更多是情绪上的影响,在全球陷入增长困境之时,中国无疑拥有更强的增长潜能。

我们认为,风险中也暗藏着机会,无需太过悲观。2016年可能是个上蹿下跳的猴市,但并不缺乏投资机会。同时,在整个资产配置荒的大背景下,过剩的流动性之下资本市场基本上还是资金主要的去处,过剩的流动性也带来了整个估值泡沫的可持续,赚钱难只是相对的。

## 环保是相对确定的机会

经过1月份的暴跌,过去很成功的个股,行情有可能就此结束,因为这些股票因为无论市值、估值各方面已经达到了可能很多年都难以消化的泡沫。但我同时也相信,市场会不断地涌现具有创新动力的新兴公司,这些公司通过收购兼并,新股上市等方式进入我们的视野,机会可能在这些更具活力的新公司上。所以2016年我的投资策略是“同一主题,不同股票”。

而“环保”就是这样一个陌生的主题,在过去几年的结构性行情中,环保板块也曾机会频现。但如果我们回过头去看2015年的A股市场和环保板块的数据,就会发现这一板块被关注的程度与它实际业绩间有落差。

环保板块2015年三季度业绩大部分是超预期的,但和“互联网+”等热门概念性板块相比,环保股四季度涨幅并不明显。这并不是环保板块里没有业绩明确增长的个股,而是投资者扎堆在“互联网+”、“小市值”等机会上。

2016年投资者风险偏好将降低,有业绩的股票较容易得到资金青睐。环保、新能源的业绩有目共睹,在环境治理和新能源发展的大背景下,该领域成长股具有良好的投资价值。

在环保主题中,有三个细分领域值得关注。首先最直接的是大气治理,如超净排放和新能源汽车,这是大气治理的最直接受益者。新能源汽车的数量增长快速,政府推广的动力十足;第二是水污染治理;第三是土壤治理。环保的改善任重道远,也保证了环保行业未来至少十年以上的高景气度。

## 静待企业盈利拐点 精选标的布局港股



□广发全球精选股票基金经理 丁靓

猴年伊始,全球资本市场即陷入震荡,一向被视为估值洼地的港股,2016年以来的调整幅度已达20%。从纵向对比来看,港股过去六年几乎没有上涨,恒生指数当前的市盈率、市净率水平基本与1998亚洲金融危机时持平,低于2007年美国金融海啸时期的水平。笔者认为,港股市场上半年风险释放,下半年有可能存在修复的机会,但全年市场的波动会比较大。

## 耐心等待企业盈利拐点

根据彭博2月3日的数据,恒生指数静态市盈率约为8.3倍,为10年来最低。而恒生指数市盈率与全球其它股票市场相比也处于绝对低位。恒生指数当前股息率水平为4.6%,接近2008年金融危机时期的4.9%。对于长线价值投资而言,目前港股估值水平非常具有吸引力。但投资者会受短期市场波动和风险影响而忽略估值水平。

相对而言,香港市场的流动性波动主要由香港以外的区域带动,其市场表现既受A股影响,也受全球形势的影响。港股市场2015年表现低迷,同时2016年1月进一步大幅下跌之后,目前港股整体估值非常便宜。但估值便宜并不代表未来股价一定会上涨,还得具体分析股价上涨的两个驱动因素:估值驱动和基本面驱动。

首先,目前中国内地经济增速整体下行,企业盈利大幅下降,因此港股近期表现不好,正是对这一基本面反映。从流动性角度看,美元进入

加息周期,油价大幅下挫造成石油美元的大举收缩,美元流动性最宽松的阶段已经过去,这也是港股前期表现不尽如人意的原因之一。

其次,目前企业盈利仍处于下降阶段,通常只有等到基本面最坏的阶段过去,才会逐渐吸引人气参与。也许再过几个季度,企业的盈利可以见到拐点的迹象。因此,目前需要思考的是,港股股价已经包含了多少悲观的预期,若当所有的悲观预期都包含其中,股价就见底了。

最后,目前恒生指数市净率跌到0.98倍,和1997年金融危机时的估值一样。根据我们过去二十年的投资经验,香港市场类似于金融危机的估值水平反映了国际投资者对中国内地经济的看法,但我们看好供给端改革政策给传统行业长期前景带来的重生。因此,我们的策略是耐心等待市场悲观预期发酵,以期从国际投资者对中国内地的盲目悲观中获利。

## 港股或临近底部区域

恒生指数静态市盈率约为8.3倍,为10年来最低。恒生指数当前股息率水平为4.6%,接近2008年金融危机时期的4.9%。回顾港股过去二十年的市场表现,香港市场处于这种极低估值的情况较少,如果不发生极端的黑天鹅事件,港股有望出现一波反弹。代表性的案例是1998年、2003年以及2008年,港股市场均经历比较大幅度的调整。

从1998年、2003年以及2008年的经验看,在市场恐慌时期,很多好公司跌出了“白菜价”。此时选择好的公司,可能需忍受一段时间股价波动,但将时间周期拉长到半年至一年,低迷时期以白菜价买到了被市场抛弃的“黄金”,股价在修复阶段出现一倍甚至几倍的涨幅。

站在当前的时点,港股市场估值非常便宜,我们不敢说现在就是底部区域,但可以肯定的是,现在离底部极限位置已经越来越近了。因此,当前我们的策略是先防御,保持好我们的购买力,耐心地等待市场风险释放。同时,要积极寻找标的、并做好跟踪,找到时间点主动出击。

我们相信,如果坚持一至两年时间,投资港股市场或许能实现不错的收益。当较多悲观预期全部反应在价格上,一旦市场情绪面恢复,港股修复也会很剧烈。我们将根据市场预期的发展灵活调整策略,坚持从下往上精选个股,重点发掘被市场悲观情绪过分低估的公司。