

# 实体通缩博弈信用膨胀 配置黄金和龙头股

□广发稳健基金经理 傅友兴

今年以来国内宏观环境以及市场预期变化迅速,当前经济基本面的特征可以概括为实体通缩和信用膨胀共存。近50个月的PPI负值反映出实体经济产能过剩,债务高企,实体经济面临通缩压力;而货币供应量每年仍然保持12%—13%的增长,信用持续扩张。面对这种充满变数的基本面,现金为王可能并非最佳策略,应该持有一定比例的股权资产来应对这种不确定性。其中受益于信用膨胀的行业以及具备强劲内生增长动力的行业龙头股具有较好的配置价值。



## 基本面拉锯左右资产配置

正如巴菲特所言,做投资是依据详尽的分析,使得本金安全和满意回报有保证的一种操作。因此,我们首先需要分析的是,直接影响我们资产配置决策的基本面。就笔者的研究来看,全球经济亮点不多,发达国家和地区如美欧日等经济增长乏力,中国、巴西等新兴市场国家也缺乏增长动力,且资金有回流发达国家之势。

其次,国内宏观经济情况目前基本面可概括为实体通缩和信用

膨胀拉锯共存。实体经济通缩是目前经济一大特点。与此相对应的则是货币供应持续增长,信用膨胀。自去年三月份开始,猪肉价格持续创出新高,超过2007年和2011年高点。鸡苗、白酒、房地产等价格也陆续上涨。涨价现象的背后反映的是我们货币供应量每年保持12%至13%的增长,信用持续扩张。

这种实体经济通缩和信用膨胀之间的拉锯,对我们的资产配置是一种考验。在此背景下,笔者认为,第一,目前持有现金并不是最佳的

策略,因为从现有货币数据以及其它数据来看,经济发展去杠杆之路还有所犹疑,货币政策并没有明确收紧。第二,房地产经过十年上涨处于相对高位,目前只有少数一二线城市的房产具有配置价值。第三,黄金值得配置。经过两三年熊市后,今年黄金成为全球表现最好的资产之一。黄金不仅是抗衡各大央行大发行的最佳实物资产之一。同时,黄金产量有限,供需关系提供价格支撑,因此值得关注。第四,优质的公司股权或股票是较优资产,因为经济增长最终还是来自企业经营创造,能够保持盈利增长的优质公司股票,仍然能够保证每年增长。

## 黄金和行业龙头是配置重点

在“资产配置荒”的当下,为什么说相较之下股票仍然是较优的资产?哪一类股票适合下半年或者未来更长一段时间进行配置?

首先,A股市场估值处于过去十年以来中等偏高水平。一方面,一是市场主流指数估值多处于相对高位,但指数之间分化较大。截至5月27日,沪深300指数市盈率为11.6倍,与历史上的三次低点相当,市净率低于三次历史低点。而代表经济转型发展方向的创业板

指和中小板指数以及中证500指数估值均较历史低点高一个台阶。另一方面,以A股市值占GDP的比值来看,截至5月27日,A股市值为43.3万亿,按今年预估的GDP总量72万亿计算,这一比值为60%,处于过去十年的中游水平。

结合经济基本面以及A股估值,笔者认为,可能未来一两年A股市场都将处于整体估值中等偏高水平,市场系统性机会缺乏,但板块结构性机会存在,其中一些依靠自身盈利增长来消化估值的企业会有一定的投资机会。

因此,笔者认为两类企业迎来配置窗口期。一是行业本身存在供需瓶颈,且受益于信用扩张的行业,主要是黄金。

二是具备强大的内生增长动力、管理层优秀的行业龙头。经过一年的调整,部分优质企业的估值已经调整至与其盈利性和成长性相匹配的水平。至于如何选择行业、如何判定一家企业是具备内生增长动力的龙头股,依据笔者的研究,如果行业市场空间较大、且行业内的核心公司具备较好的壁垒、公司具备盈利能力持续领先增长的能力,那么可以判断为有发展潜力的行业及行业龙头,再结合估值可以判定介入时点。

# 保本基金践行CPPI策略 亦求超额回报



□博时保泰保本混合基金拟任基金经理  
杨永光

在经历了两年的牛市之后,目前债券市场收益率已处于历史低位。中长期信用债风险较大,与债券市场强烈做多的风险收益不成正比。作为保本基金经理,从债券投资的操作策略角度,债券这部分投资未来操作主要以稳健为主,以赚取安全可靠的收益,高等级、短久期、高杠杆成为操作的主要原则。只有在宏观面出现较明显信号的时候,才会少量投资于较长期的债券,而且只会是快进快出的操作。

年初以来A股市场的剧烈波动使投资者避险情绪居高不下,而随着保本产品的申报、发行监管趋严至步伐暂缓,“进可攻退可守”、“兼顾股债”的保本基金渐成市场稀缺资源。保本基金作为市场中承诺保本的基金品种,是风险偏好较低的稳健投资者配置首选,投资者在认购期购买并持有到期能够享受基金公司的保本承诺。

## 保本基金何以保本

从保本基金的产品设计角度看,通常会引入多重保障机制以实现保本。以博时旗下新发行的保泰保本基金为例,其主要有以下几个特点:第一,按照CPPI策略对各类金融工具的投资比例进行动态调整。其中,股票、权证等风险资产占基金资产的比例不高于40%;债券、银行存款等安全资产占基金资产的比例不低于60%,基金持有现金或到期日在一年以内的政府债券的比例合计不低于基金资产净值的5%。第二,基金引入AAA级担保人担保。第三,引入触发式条款,当基金收益率超过18%,则提前结束保本期,及时锁定前期收益。第四,约定保本期内可赎回,以实现适度流动性。基金保本期为2年,但保本期内开放申购赎回业务,急需资金的投资者可申请提前赎回本金。但投资者需要留意,由于保本基金在保本期内有可能出现本金浮亏,因此在“保本期”内提前赎回,基金将不承诺保本。

保本基金的投资策略通常分为两个层次:一层为基金在安全资产和风险资产之间的大类资产配置策略;另一层为安全资产的投资策略和风险资产的投资策略。

对风险资产和保本资产的配置主要按照CPPI策略。CPPI策略即固定比例投资组合保险策略,在保本期中,资产管理人对保本资产和风险资产的配置严格按照保本模型进行优化动态调整,确保投资者投资本金的安全和收益的锁定。同时,资产管理人在严格的风险控制基础上,通过积极稳健的投资策略,力争为投资人取得超额回报。

## 未来超额收益将主要来自权益投资

按照基金合同的约定,保本基金将按照恒定比例组合保险机制将资产配置于固定收益类资产与风险资产。其中,固定收益类资产主要包括国债、金融债、央行票据、企业债、公司债、可转换债券(含分离交易可转债)、次级债、短期融资券、中期票据、资产支持证券、债券回购、银行存款等固定收益品种,风险资产则主要包括股票、权证、股指期货等权益类品种。

博时旗下所有的保本基金,都采用“权益+固收”双基金经理共同管理机制。在已经成立的招财一号、博时境源保本、保泽保本、保丰保本和正在发行的保泰保本基金当中,我本人负责的就是其中固定收益投资部分。我们认为,由于目前蓝筹股价值明显领先于市场其它品种,当然也包括债券在内,因此其价值在未来肯定会被挖掘,未来保本基金的超额收益更依靠于权益市场投资时机与投资品种的把握能力。

# 抗通胀:品牌消费品公司远胜黄金资产

□融通转型三动力基金经理 张延闽

前段时间有几篇反映“逃离东北”的文章流传甚广。核心逻辑是在经济转型过程中,地区呈现出人口净流出和经济下滑的恶性循环。体现在最近6年的房价涨幅上,长春和哈尔滨的样本住宅平均价格复合增长率仅为2%。而2010年初至2015年底,M2从61万亿元增长到139万亿元,呈现翻倍增长。与此同时,上海和深圳二手房成交均价年均复合增长率分别为13%和21%,成交均价接近6万元。在地价高歌猛进的背景下,凭借拥有深圳市区内两块建设用地就可以轻松争夺中国最大房地产公司的控股股东。

我们观察到同样的滞涨现象出现在洛阳、日照、营口、邯郸、湘潭等三四线城市。在经济下行周期里,那些以传统产业为主导的三四线区域受到的影响远远大于一线城市。据统计截至2016年一季度末,西部某省维持IPO主营业务不变的公司只

占20%。虽然政府应对危机的手段和能力还有诸多空间。但是我们仍然需要反思,推高了一线城市房价并导致区域二元割裂,这种量宽对经济转型的帮助利弊孰大?

刚出炉的5月金融数据不尽如人意。过往的GDP增长始终慢于货币释放,投资拉动边际效用逐年递减,意味着我们花了很多钱效果却不明显。

1967年弗里德曼提出“直升机撒钱”的观点,而这正在最近10年的全球各国上演。美联储降息,日本的安倍经济学,欧洲央行负利率,全球央行把各种创新的货币政策手段运用得淋漓尽致。只要形势恶化,“央妈”就会将雪花般的纸片撒向充满感激的民众。然而弗里德曼另外一个贡献就是关于通胀的定义:“通胀是一种货币现象;通胀表现出来的是价格趋势。”

今年虽然需求疲弱,但是我们看到从粮食到有色金属,几乎所有的资产都在或多或少地涨价。抛开



部分供求失衡的原因,不得不说是超发的货币是这波商品小牛市的推手。处于对避险和通胀的双重考虑,最近市场对黄金相关资产青睐有加。其实早有翔实论据证明现货黄金只有在恶性通胀和战争时期能产生保值的效果。且随着区块链技术应用,比特币这类可约束供给的数字货币未来极有可能挑战黄金作为一般等价物的地位。那么买

黄金股票是不是等同于买黄金?我们回顾了最近10年的黄金、黄金股票和标普500三个指数会发现:金价和标普500之间,金价和黄金股票之间的相关系数均只有0.1。意味着金价和股票市场之间并没有出现高度的关联。反倒是黄金股票在市场上涨的时候呈现出与大盘严格负相关,其相关系数高达-0.7。

简而言之,黄金股票不具备对冲大盘暴涨和暴跌的能力。从对冲风险的角度来看,持有黄金股票的效果不等于买黄金。最后我们发现从2000年至2016年茅台酒出厂价年均复合增长率与同期金价一致,均为10.2%。然而茅台A股的股票自2000年以来累计回报60倍,年化复合收益率29%,表现远远优于金价。究其原因是黄金“不生息”,即巴菲特所说的“懒惰死板性资产,无法创造财富”。而这期间茅台累计净利润937亿元,累计分红274亿元。从这个角度来看,真正的品牌消费品公司抵御通胀的能力好于黄金。

# 实施绿色供应链要谋求多赢

□华软资本董事长 王广宇

近年,阿拉善SEE生态协会开始探索绿色供应链行动,组织了多次交流调研,联合中城联盟、全联房地产商会共同制定了2016—2018年绿色供应链行动规划,形成首期项目成果即《房地产行业绿色采购指南》,为其他企业的绿色供应链管理提供借鉴,是目前国内绿色商业的最新实践。

当前全球经济正处于向可持续发展升级的过程,绿色选择已经成为经济发展的商业新法则。通过消费者选择,作用于品牌,进

而通过品牌的绿色采购,去影响成百上千甚至上万的供应链及供应商,毫无疑问是一个重要的方向。

但是,企业实施绿色供应链管理,在经营中难免遇到一系列的实际困难,能否获得公众的认同和支持?消费者和生产商设身处地站在对方的角度考虑问题,绿色消费、绿色供应链才可能一步一步地往前走。

房地产企业的绿色供应链有非常好的示范效应。这意味着以地产开发商为代表的企业已经开始了一场自我革命,主动担当社会责任,并开始通过绿色选择,带动供

应链上下游产业的转型升级。那么,绿色住宅、绿色产品成本增加了,谁来买单?

消费者愿意支付更高的金额为“绿色居住”买单,但开发商更需要投入精力和财力,利用先进的思想和管理手段,实施家居绿色革命。这里不仅包括采购绿色的建材、装饰材料、涂料等产品,或者安装更精密的空气净化设备,打造优质居住环境。在此之上,地产企业可以借助信息化工具,合理利用人力、时间等资源,以科学的任务分配和实施监控,使整个建造环节趋于绿色集约。投资界正在关注一批

新兴的BIM和建筑大数据公司,它们以建筑工程项目的相关信息数据作为基础进行建模,以数字仿真模拟建筑物在建造过程中所具有的真实信息,从而最有效控制工程周期,工程质量,达到开发商对人、财、物最优化的配置和使用,可以有效地降低成本,减少浪费,这同样是重要的绿色转型。

仅讨论谁来买单,往往是消费者和地产商的零和博弈。绿色供应链的参与各界,必须本着有人受益无人受损的多赢理性,各自为绿色产品的可持续发展贡献力量时,“谁来买单”才不足以成为一个问题。