

不确定性犹存 积极配置白银资产

□国投瑞银白银基金经理 赵建

对于不能够产生现金流资产, 巴菲特说过配置价值有限, 但如果其他资产回报或者回报预期为负的时候, 白银的配置价值就体现出来了。根据美林美银的研究, 截至7月全球负利率国债规模超过13万亿美元, 而去年这一数量还几乎为零, 欧洲和日本是主要的负利率市场。这意味着在这两个地区持有白银的机会成本是正面的, 而非负面。同时考虑到全球股市和债市的高估值水平, 这两类传统的大类资产预期回报也难以乐观。

因此, 我们认为本质上是由于2016年以来以美国为代表的全球经济复苏不佳, 导致风险资产回报下降, 同时利率继续回落, 包括市场对于联储加息步伐自2016年以来的连续调整, 先是4次加息然后到2次加息, 到现在市场可能预计仅仅加息1次或者直至2017年才重新加息, 欧日甚至采取负利率政策导致了资产配置转向贵金属。同时, 商品市场整体偏暖也给白银价格的回升提供了积极的宏观环境。经济复苏不佳导致名义利率下降, 同时受油价回升影响, 全球通胀水平2016年上半年有所提升, 这进一步压低了实际利率水平, 支撑了白银价格。

笔者执掌的国内首只白银基金成立将满一周年, 截至8月4日, 国投瑞银白银期货基金自2015年8月6日成立以来上涨15.60%, 今年以来更是取得了25.11%的回报率(Wind数据)。国投瑞银基金选取白银作为首只商品期货基金投资标的原因在于: 与黄金相比, 白银弹性更大, 更稀缺。过去一年的黄金白银表现证明了这一点, 衡量两者相对强弱的金银比值从76下降至66附近, 白银



在最近一年获得了更高的收益, 预计未来该比值仍有下降空间。白银基金也获得了投资者认同, 基金规模相比去年成倍增长。

展望未来, 我们继续看好白银价格表现, 主要原因在于以下几个方面:

第一: 由于全球经济仍未找到新的增长动力, 总体利率水平将继续维持在低位, 近期仍有澳大利亚等经济体在采取降息行动, 低利率有利于支撑白银价格, 在我们拟合的影响贵金属价格的主要变量中, 美国利率水平和贵金属价格高度相关, 今年年初以来美国长期利率一直在往下走, 反映了宽松的政策预期及疲软的经济环境。

第二: 美联储加息步伐仍将会非常缓

慢, 从7月份的联储议息会议及近期的联储高管表态来看, 预计9月份加息的概率非常低, 那么下一次加息时点很可能在12月份, 这取决于美国经济在三季度的恢复情况, 目前来看还很不确定, 7月英国PMI受脱欧冲击已经大幅下滑, 如果未来产生外溢效应将会继续影响美国经济复苏; 另外从博弈的角度, 即便12月份美国加息, 也要看未来的加息路径, 如果仅仅加1-2次就终止了, 甚至导致美国经济进入衰退, 那么贵金属将有更大的上升空间; 在英国、日本相继接近宽松的极限后, 英镑、日元对于美元的低点很可能已经出现, 如果欧洲央行在三季度兑现宽松预期, 那么欧元下行空间亦有限, 这样三大权重货币将会限制美元强势, 支撑白银价格。

第三: 我们认为中国经济仍有下行压力, 地产和信贷等领先指标已经在掉头向下, 中期来看工业品价格仍可能受到地产拐点负面冲击而进行二次探底可能性, 在大宗商品的资产中, 白银价格由于金融属性更强, 受经济下行影响较小, 更容易成为机构投资者做多的配置(对冲)选择。

第四: 从全球市场的风险溢价来看, 目前芝加哥期权交易所的波动率指数(VIX)处于非常低水平, 英国脱欧后市场也仅仅是短期恐慌, 欧美股市出现一波明显反弹, 对于未来的风险计入不够。由于全球央行正在进行一场历史上并无相关经验参考的极度宽松试验, 且英国脱欧后续效应仍有待显现, 我们预计未来全球市场无论是从政治、经济(政策)层面都面临较大不确定性, 风险溢价可能会趋势性上升, 贵金属作为对冲不确定性的首选标的, 具有中长期配置价值; 同时相比黄金, 我们继续看好白银未来的价格弹性, 配置价值突出。

掘金“市场相对无效”领域——基金经理眼中的“市场有效性”



□景顺长城动力平衡基金经理 刘苏

“有效性假说”(Efficient Markets Hypothesis)是投资领域一个非常重要的理论, 它的大致含义是: 由于市场参与者众多, 且均有高度的积极性并辛勤工作, 他们聪明、理性、客观, 因此使得信息能够迅速地在资产的市场价格上反映出来——市场参与者会买进价格过低的资产并使其价格上涨, 并卖出价格过高的资产并使其价格下跌, 最终导致资产价格非常的“公允”。

相信炒过股票的人都有这样的感觉, 一个公司头天晚上发布利好(或利空)的消息, 第二天市场通常直接高开甚至涨停(或低开甚至跌停), 股价非常迅速地消化掉基本面的信息, 呈现显著的“便宜没好货, 好货不便宜”的特点, 很少能找到“物美价廉”的投资品种。简而言之, 如果有效性假说是成立的, 那么一个自然的结论就是: 如果不靠内幕信息, 主动型投资者无法战胜市场。

全球各个市场的公募基金业绩表现数据也显示, 大多数主动管理型基金确实无法战胜指数, 这在一定程度上支持了有效市场假说。也正是基于这一理论, 以指数基金为代表的被动投资工具在全球也得到了蓬勃发展。但是另一方面, 我们也应当看到, 以巴菲特为代表的一批优秀投资人, 其长期业绩显著的超越基准, 这些事实又与有效性假说存在矛盾。那作为一名主动管理型基金经理, 我们应当如何看待“市场有效性”呢?

首先, 我认为, 深入思考“市场有效性”这个问题是每个主动型投资人都应当做的, 这反映出一个人投资理念或投资观。其次, 主动型投资人不会简单地对“市场是否有效”这个问题回答“是”, 因为如果市场真的有效, 那主动型投资人的工作就变得毫无意义。但面对诸多支撑“市场有效性”的证据, 主动型投资人需要思考这一理论逻辑上的瑕疵, 并利用这些瑕疵去寻找“定价无效”的资产, 从中获得超额收益。

那我们就来逐一分析一下“有效市场假说”的几个重要前提: 第一, 市场参与者众多; 第二, 他们聪明、理性、客观; 第三, 他们可以根据理性客观分析出来的结论在市场上自由买卖。对于市场参与者众多这个前提, 具体到A股市场, 看起来似乎是个问题, 上亿股民, 成百上千家机构投资者, 每天都在看公告、做调研分析, 但实际上市场参与者的注意力分配是非常不均匀的: 市场上大多数人通常对当前的热点关注过多, 而对于一些股价表现差的“冷门股”、“偏门股”却市场乏人问津。

我非常清楚地记得, 2015年年底参加一次券商策略会组织的上市公司交流活动, 一边是里三层、外三层的投资人围着一家当时市场上非常火爆的“互联网+”概念公司, 而2米外的另一张桌子上, 仅有一位投资人在和美的集团的管理层做交流。今年再去看美的集团和那家去年的明星公司的股价表现, 真是天壤之别。实际上, 在2015年底那种市场氛围下, 传统行业的公司几乎都被淡忘了, 关注者非常少, 反而使得这些公司今年表现非常优秀。这也说明, A股市场参与者众多这件事情, 不能一概而论, 市场总是存在股价表现低迷、乏人问津的领域, 在这些领域, 参与者并不多。

再看“投资者聪明、理性、客观”这个前提, 大多数情况下, 我认为这也是没问题的, 但是别忘了, 人是感情动物, 恐惧和贪婪时常伴随着我们, 恐惧和贪婪是伴随人类经过亿万万年进化并存在于人的基因中的本能, 在这样的本能面前, 后天几十年训练出来的理性实在是非常卑微, A股的暴涨暴跌、众多投资人追涨杀跌, 无不反映出有效性假说的第二个前提存在瑕疵。

而对于有效性假说的第三个前提, 即投资人可以根据分析结果自由买卖, 这也是有问题的, 不仅A股本身存在很多交易限制, 比如做空机制还不完善等, 而且很多机构为了规避风险, 也设置了不少内部的交易制度, 限制了投资人交易的自由性等。

通过上面的分析, 我们可以看到, 市场有效性假说的前提并非完美无瑕, 因此也一定存在“市场无效”的情况。著名投资人霍华德·马克斯曾说过: 无效性是杰出投资的必要条件。优秀的投资人应当努力去捕捉并利用这样的无效性, 比如多关注相对冷门的领域、多利用那些由于市场恐惧和贪婪导致的暴涨和暴跌、多去寻找能够“超市场预期”的标的等等。在那些相对“无效”的领域努力发掘, 应当能获得事半功倍的效果。

“资产荒”延续 固收发展迎良机

□广发基金固定收益部副总经理、广发强债基金经理 谢军

今年上半年, 全球几乎同时出现了资产荒的问题, 高收益资产难寻。债市从此前的趋势行情走向区间震荡, 究其本质, “资产荒”问题是全球主要经济体加杠杆周期末端的景象, 经济增长缺乏新动力, 名义利率接近于极限, 这个局面是多年来复杂的宏观格局形成的, 也很可能将继续演化发展下去, 并决定大类资产配置方向。

投资策略亟待转型升级

今年1月份, 债市在需求大于供给的作用下延续上涨, 10年国开债收益率一度触及3.00%, 但随后信贷高增和央行货币不再大幅宽松的影响下, 收益率缓慢上行, 此时信用利差仍在持续压缩; 4月后, 受大宗商品暴涨、营改增、信用违约事件频发影响, 市场出现调整, 特别是基金遭遇赎回, 造成利率债和信用债齐跌; 城投提前偿还取消、铁物资风波得到处理, 债市恐慌情绪才有所缓解, 利率债收益率也较此前小幅下行。

对于利率债而言, 传统投资策略跟经济库存周期息息相关。未来政策的主基调是供给侧改革, 稳定需求但不刺激杠杆, 在这样的L型背景下, 库存周期驱动力减弱。在供给侧限制产量产能的背景下, 价格未必是需求的有效指引, 库存周期运行的传统逻辑受到挑战。在内在基本面驱动力弱化的背景下, 资金配置行为对资产价格的影响加大。另外, 全球宏观基本面日益紧密联系, 国内外主要经济体的收益率曲线的趋势联系加大。

同时, 在低票息背景下, 机构投资者越发重视利率趋势带来的资本波动, 利用活跃券种做好趋势操作, 也可以运用国债期货适时进行对冲或者放大。这将是未来提高组合收益的重要选择。



信用债方面, 传统行业信用事件频发将是杠杆周期末端的常态。自2014年超日打破刚兑以来, 公募信用债市场已有近20家发行人发生实质违约。此外还有多起债券在临近到期前发布兑付不确定性公告或由评级报告公开提示兑付风险, 虽然经过外部协调后最终未违约, 但也暴露出很多企业的流动性危机。违约从民企向央企及地方国企蔓延, 品种从公司债向中票、PPN、CP、SCP蔓延, 挑战传统市场信仰, 抑制风险偏好。

不过, 信用债收益率出现分化也带来了机遇, 部分风险承受能力较强的投资者开始关注风险背后的超额收益。高收益债券的投资逻辑正在照进现实。现阶段公募基金不能直投垃圾债, 但专户产品可以进行相关操作。未来可考虑债券基金产品按风险特性进行分离: 公募基金面向普通投资者, 而门槛较高的部分专户投资或可涉足风险相对较高的垃圾债投资领域。

监管新规促进新的变化方向

7月27日, 《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》下发至银行, 新的征求意见稿较2014年版本对于银行理财投资股权、非标类的监管更加严格。我们认为, 出台这个政策主要是为了防风险, 目的是要求银行信息披露、理财产品销售给合适的客户。从监管的角度看理财业务的发展更加透明可控。

往后看, 银行理财产品与公募基金产品的差异在不断地缩小, 相对是利好更具传统投资经验的公募型资产管理机构业务发展。除大行外, 其他行理财产品占比较大, 尤其是城商行和农商行, 当理财产品转向净值型产品, 传统银行模式的管理难度将加大, 其委外的需求也将会增加, 这或将成为行业发展新的方向。另外, 新规限制了非标等非传统固定收益品种的投资, 也有利于标准化固定收益市场的大力发展。

站在资产管理者的角度, 要把握今后市场变化的需求, 需要提升自身的竞争优势。低票息背景下, 传统的投资策略很难再具有突出的竞争优势, 一些新的投资策略应该融合到固定收益产品中, 比如分级A和国债期货等策略。比如, 上半年4月份开启的新一轮债牛行情, 一个明显的特征就是由期债深贴水修复开始的, 这已经有别于传统的固定收益投资模式。

2016年预计是债市相对平稳的一年, 也是相对艰难的一年。在杠杆周期的末端, 高收益资产难寻的背景下, 债券向好的大方向或将继续艰难前行。对于债券类产品而言, 信用违约风险升级, 既是挑战, 也带来了发展机遇。债券产品需要创新以迎合市场需求, 投资策略更多样化。对于专业投资者, 则需要提升从业人员的素质和专业水平, 包括提高信用研究能力以及学习相关衍生品运用, 避免承担不必要的信用风险。在投资者教育方面, 金融从业人员需要对普通投资者进行债券投资相关知识普及, 让投资者理性接受“风险—收益”匹配原则。