

磨底过程中等待反转

□方正富邦基金研究部负责人
基金经理 符健

A股自10月19日触底后,走出一波持续近一个月的强势反弹。我们认为国务院等政府部门宣布稳定市场、鼓励长期资金入市、促进国企和民企发展等政策,是本轮反弹的起点催化剂。之后相关政策和高层声音频出,比如缓解中小企业股权质押风险、高层召开民营企业座谈会肯定民营经济重要地位和作用、中美高层将在11月底G20峰会会晤等。受益于政策利好持续推动作用,在将近1个月时间,上证综指自最低点2449点最高上涨10.4%,即使11月13日发布的10月M2、新增人民币贷款等金融数据低于市场预期,叠加同期美国持续下跌,也难以阻碍A股市场的做多情绪。

我们坚定认为,目前阶段A股市场的政策底已现,目前A股估值也已进入底部区域(全A非金融非石油石化PE已低于2013年底时估值,已非常接近2008年和2005年底时的水平),如11月底G20峰会会晤不大幅低于市场预期,我们认为A股企稳特征明显,我们对2018年底A股走势持相对谨慎乐观态度。

2019年最大看点: 静待经济寻底信号

虽然短期政策底已现,估值底已现,但中国经济目前仍在寻底过程中,我们认为现阶段经济



数据的不振是压制股市走强的主要因素。目前来看2018年四季度除基建投资数据出现明显回升以外,制造业投资和房地产投资数据都不太乐观,而受累于汽车消费数据的持续负增长,市场对四季度的消费数据也难言乐观,我们对2018年四季度和2019年一季度经济数据持相对谨慎态度,预计GDP环比每个季度恶化0.1-0.2个百分点。受经济持续恶化影响,我们认为2019年一季度将是A股压力较大的一个季度,我们对A股2019年初的表现持相对谨慎态度。

2019年年中,我们认为有望成为经济反转的关键时间窗口。从世界银行和国际货币基金组织今年10月份最新的预测数据来看,2018年美国经济的见顶正在逐渐成为全球共识,目前最大的不确定是美国经济具体在哪个季度见顶,我们通过拟合分析,初步认为美国经济最晚应该在2019年二季度经济见顶,乐观地看,2018年10月1日以来美股的持续下跌或已预示美国经济可能在2018年四季度见顶。

即使今年四季度经济持续恶化,2018年中国的经济增长目标大概率仍将实现,但2019年的经济增长目标将成为政府的一项压力工程,我们认为2019年二季度开始看到更为积极的财政政策和更为宽松的货币信用政策将是大概率事件。受益于政府的经济刺激政策,再叠加中国经济大概率在2019年自然寻底,2019年二季度将是未来最值得期待的一个重要时间节点。

如果美国经济演进、中国政府经济刺激政策和中国经济自然寻底三件事的演进符合我们的判断,中国经济底大概率有望在2019年二季度出现。

未来中国经济最大看点 在于科技产业

回顾改革开放至今约40年的中国经济发展史,可以很清晰地看到中国经济增长的大脉络。

前20年,主要受益于人口红

利等生产要素驱动,中国沿海各种工业如雨后天春笋般大量涌现,中国各种轻重工业获得了长足的发展,尤其是制衣、食品加工等轻工业的发展和化工制造的全产业链布局,为2000年前中国的出口创汇和2001年加入WTO后中国成为全球制造业中心,打下了良好的基础。

后20年,主要受益于大规模基础设施建设和商品房改革开放带来的房地产投资高歌猛进、再配套机械设备等重工业的崛起,中国迎来了投资驱动的发展黄金期。作为投资的重要枢纽,中国银行业也在这20年经历了坏账剥离之后的浴火重生,成功跻身全球银行业的前列。

站在2018年的当下,如果我们看的更为长远一点,未来中国经济的换挡已经不可避免。另外,受益于1998年后的大学持续扩招,未来中国最值得依赖的红利资源将是海量受过高等教育的工程师红利。我们通过内部测算初步得出结论,未来20年中国受过高等教育的优秀工程师有望实现4-5倍的增长。

结合目前A股市场已经处于政策底和估值底,再叠加经济政策的进一步明朗和深化,我们认为2019年一季度不仅没必要对中国A股过于悲观,反而将是长期资金做多A股的最好时机。从经济发展结构变化来看,我们将中长期极其坚定的看好科技类板块。

美股市场的近忧远虑



□前海开源基金执行投资总监、基金经理 苏天杉

美股是美国经济的晴雨表。美股市场的最终表现取决于美国经济的基本面情况,美国经济现在处于什么阶段决定了美股未来的趋势。

美联储根据拿到的数据,仍然认为美国经济处于上升周期的中部,仍没有达到顶端,也就是说美国经济的上升周期并没有结束。这也是为什么美联储坚持加息的主要原因。从其他数据分析来看,美国经济也没有达到顶部,比如就业数据,我们依然可以看到,美国的失业率处于历史低位。我们再看CPI以及消费者信心指数,目前都处于良好的区间。美国目前基准利率是2.2%,如果按照市场的预期并参考美联储自己的判断,今年还有1次,明年还有2-3次加息。而到达本周期最高利率水平,根据目前的利率来看,还有一段距离,至少还需要经历1到2年的时间。美联储对于美国经济的判断在大的方向上还是比较准确的。因为美联储可以在第一时间拿到最详尽的经济数据,并且美联储有很多对经济研究颇深的经济学家。所以在美国长期经济周期判断上,我们倾向于认同美联储的观点。

既然美国经济的上升趋势短期没有结束,那么美国在近期因为经济基本面原因导致大跌的可能性就大大降低了。但是美国的政治新形势从新总统上台后开始越来越多的影响股市的表现。无论是经济财政政策的大的转变,还是偶发事件的推特评论,都对放大短期市场的波动起到了推波助澜的作用。这也导致美股市场今年以来波动率急剧加大。基于美国经济目前的情况,我们认为美股因为经济基本面而彻底转向在短期应该还是不会出现的。

人无近忧必有远虑,股市也是如此。

美股市场的第一个远虑是利率期限倒挂,2年和10年期美国国债利率出现倒挂,2年期的利率大于10年期的利率,也就是短期借款利息反而高于长期借款利息。正常情况下,美国国债的利率期限图是一条随借款期限增长而斜向上的曲线,斜率为正。当出现倒挂时,这条曲线的斜率由正变为负,这代表市场对长期经济的走势极度悲观。目前10年期借款利率只比2年期高十几个基点,非常接近。历史上凡是出现长期和短期利率倒挂,美国经济几乎都出现衰退。这是美国中长期的远虑,美股中长期蕴藏较大风险。

美股市场的第二个远虑是最高利率水平。美国经济对于加息和降息都非常敏感。美联储也据此对经济进行调节。当经济过热时,进行加息,抑制经济的过快增长;当经济衰退时,进行降息,刺激经济加速增长。短期我们虽然看不到经济基本面导致股市崩溃的可能性,但美国联邦基准利率现在处于2%的水平,根据美联储指引,在2019年最高将达到3%-4%。这个最高数值可以看作是美联储为将来刺激经济增长所积累的弹药。这次加息周期结束时的最高利率远远低于以往的高点。也就是说这一轮加息周期在2019年结束以后,美联储为“拯救”经济下一次衰退积攒的“弹药”只有以往的一半。所以说,现在美国对于经济衰退的防御能力比起2008年及以前是有不足的,我认为这也是美国股市的远虑。

这些看到的远虑就像我们常常提起的灰犀牛,也就是大概率而较长期存在的风险。因为存在时间较长,投资者容易掉以轻心,不以为然,然而一旦发生,风险却是巨大和不可避免的。这种灰犀牛只有提前做好预案才有可能避免因此带来的风险。曾经的著名对冲基金长期资本(LTCM)有一个很赚钱的策略被总结为“在蒸汽压路机前捡钢镚”。长期资本认为自己会永远跑的比压路机快,然而最终的结果并不是这样。

养老规划是个人财务规划最重要组成部分

□广发基金资产配置总监 金亚

如何才能安享晚年,是每个人年老之后都会面临的难题。高房价、子女教育、赡养父母等各种经济支出,给年青一代带来了不小的经济压力。尤其是随着人口老龄化的加深,倒金字塔式的养老困境将进一步突显。如何通过合理、科学的财务规划,让自己将来退休后拥有一个高品质的退休生活,不仅关系到自己的晚年,也将与子孙后代的幸福生活息息相关。

笔者认为,退休养老规划是个人财务规划的最重要组成部分,是人们为了在退休后拥有体面生活,从当下开始进行的财务积累和资产配置。根据生命周期理论,人的一生可以分为不同阶段,做好养老规划,需要关注不同阶段的需求,并采用与之相匹配的资产配置策略,以达到效用最大化。当前,养老目标基金是国内养老投资规划的最佳实践形式之一。

科学规划养老生活

当前,我国人口基数大,老龄化速度快,社会养老基金收支压力在不断加大。其中,养老体系第一支柱提供的替代率仅为40%左右,并且有可能不断降低,第二支柱企业年金覆盖面较小,这就要求每一位投资者充分认识到第三支柱个人投资养老的重要性,提前做好养老投资规划。

同时,随着科技进步,人类寿命变长,退休后大概率还有二三十



十年的时间需要不断支出,再加上通货膨胀的作用会让生活成本不断提高,因此,养老投资是一项长期投资,越早开始规划,越有机会享受到时间的复利效应,积累更多的投资回报。从这个意义上说,养老规划实际上也是一种财务规划。

要做好养老财务规划,首先需要关注不同人生阶段的需求,综合评估投资者现有资产、未来现金流、社保水平以及风险承受能力等,制定合理的长期配置方案。其次,需要定期检视配置方案,当投资者的风险偏好或投资期限发生变化时,需要对配置方案进行优化和调整。基于此,养老财务规划并不是简单地追求短期收益最大化,而是满足客户在不同生命周期阶段的财富管

理需求。尤为值得一提的是,养老规划并不是一两年的短期投资,而是十年乃至是二三十年的长期投资。

养老目标基金 是最佳承载形式

从海外先进经验来看,养老目标基金是养老投资规划的最佳实践形式。以美国为例,养老金第三支柱——个人养老账户(IRAs)是美国养老金持续增长的主要动力,截至2017年底,IRAs账户规模达到8.92万亿美元,在养老金体系中总规模达到32%。其中,投向共同基金(公募基金)的资产达到IRAs账户规模的48%。

养老目标基金在美国发展最为成功,原因在于美国目标风险、目标日期基金在资产配置时充分考虑了投资者的风险偏好和生命周期,基于类型丰富、风格鲜明的底层资产,凭借科学的资产配置和基金遴选体系、全方位的风险管理体系,为个人养老金投资者实现了长期稳健的回报。

当前,国内首批养老目标基金也正由基金管理公司发行中。由于中国的人口结构和行为、资本市场风险收益属性跟美国不一样,因此,基金公司在设计产品时,需要结合中国的国情、国内百姓的消费习惯、投资行为等本土因素,因时因地制宜,不能盲目照搬海外经验。

贯彻长期投资原则 杜绝频繁买卖

对于投资者来说,不同年龄

段、不同风险偏好的投资者可以将自身的工资收入按照一定的比例持续定投于养老目标基金。国际上通行的看法是,退休时的收入相当于退休前的70%及以上,即养老金替代率是至少70%时,能够支持除基本生活开支以外的旅游、保健、购物等支出,投资者可以参照这一水平确定投入金额。

基于这个目标,按照美国401k退休计划的提供商先锋集团的观点,个人养老投资每年投入的资金应占个人年收入的9%至12%,更理想的状况是12%至15%。如果市场波动较大,加之未来社会基本养老金和医疗保障等改革的不确定性,投资者也可以适当考虑加大投资金额,未雨绸缪。

需要注意的是,任何长期的工程都需要坚持和有原则地执行,养老投资规划实践起来更是如此。海外机构研究发现,个人投资者的业绩与其盯着电脑屏幕的时间有直接关系,盯着屏幕的时间越长,长期业绩反而不佳,其背后反映的原理在于过于关注市场的短期变化,投资者想做决定的冲动就越强,犯错误的概率也越高,拉长时间下来,总体的回报反而不是很高。

与此相反,那些秉承长期投资理念,将资金持续投入到养老目标基金的投资者,往往能够获得不错的年化回报。因此,投资者可以考虑以基金定投的方式进行养老投资,并且不要高频买卖,以免损失时间成本和金钱成本。