

# 黄金凸显中长期配置价值

□博时基金 王祥

国际黄金市场继续高歌猛进,突破了2016年以来持续数年的盘整区间后,黄金市场的火热得到投资者的进一步追捧,并一举站上1400美元/盎司关口。对此,笔者认为,在当下的时点,金价快速上行的动力主要来自于美国实际利率的快速下降,同时避险情绪和汇率层面对于金价的扰动也较大,需要投资者持续关注。从去年年末开始,我们对于2019年的全年展望是相对乐观的,目前仍然维持中长期看好黄金的投资价值。

## 甜蜜期或刚刚开始

黄金市场今年以来上涨的主要逻辑是美国实际利率的快速下降,其作为黄金资产投资的机会成本,在过去10年中与金价的负相关性达到了80%。对于美联储货币政策转向降息的市场预期与相对平稳的通胀前景共同压低了实际利率水平。近期美联储向市场释放的“鸽派”信号也基本验证了市场此前的预期。另外一方面,传统的避险因素确实也对黄金市场构成影响,黄金市场相比于股票或者债券市场来说容量较小,因此当市场形成一致预期时,对金价的短期扰动是较为明显的,如外部局势扰动问题,会使市场避险情绪上升,此时对于黄金的偏好就会显现,引领金价拉升。目前部分国家局势与外部局势扰动交织,吸引避险资金关注。上述因素在帮助金价突破5年高点之后,明显看到技术性的买盘涌入与空头止损,境内黄金期货持仓量也快速上升。对人民币计价的境内黄金市场而言,汇率层面对于金价的扰动也较大,需要投资者持续关注。

黄金在整体上升应该会有一个中长期的上升趋势,从去年年底开始,我们给2019全年的展望都较为乐观,



即使到今日笔者仍觉得年内或会有一定上涨空间,甚至这次的上升趋势的持续性是值得期待的,如果从几个逻辑来看,它可能还对应着美元中长期熊市的周期开启。美元前几年走势较强,相对来说美国在这一轮的经济复苏、全球新兴投资中是领先的,所以它有相对性的比较优势。从长期的角度来看,美国是在全球经济中起到了重要的中坚作用,美元保持相对中长期强势。但美国与其他国家的争端也会对国家信用进行透支,再加上实体经济在阶段性出现弱化,因此美元下行的周期或也刚刚开始,且持续时间或较长,这对黄金来说应该是比较好的消息。但短期来说,随着美联储货币政策验证期的临近,笔者认为金价或由短期快涨转为震荡整固。

## 黄金配置比投机更重要

黄金ETF是以黄金现货合约为基础资产进行投资,追踪现货黄金价格波动的金融衍生品,并较直接投资黄金现货而言,在开户、仓储、保管、交易成本等方面均有一定优势。

黄金资产由于和其他资产长期相关性较低,有风险分散的作用。通过定性定量研究,国内黄金市场配置5%~10%可对整体资产组合起到提升夏普比率与降低最大回撤的作用。黄金概念本质是一个股票,通过历史分析发现,国内的黄金概念股和境外的市场黄金概念股有一定差别,美股的黄金概念股更接近于它和黄金市场本身的联动,但是境内的黄金概念股更多的是接近于我们股市大盘的所谓的联动,它在黄金市场本身上涨时,相对大盘会有一些超额收益,但却不是绝对收益。如果整体的股票大盘有较大的负面动作,那即使黄金市场本身有一定表现,其实我们的黄金股也很难有一个持续性的、绝对收益较好的结果,并且黄金股波动率的上升对普通投资者而言也会增加投资难度。

如果考虑黄金资产的投资周期的话,让我们用数据说话,过去15年,人民币黄金价格复合年均收益率为6.6%,是大宗商品领域中表现较好的产品(数据来源:Wind,2003年初至

2018年底)。即使与同期A股9.3%的年化收益率相比,由于黄金市场波动率仅为A股的一半,说明其获取收益的稳定性相对更高,也证明了黄金长期持有的价值所在。

黄金受到各方面影响的因素比较多,它的长期波动性相对权益市场较低,即长期预期收益并不高,但是由于市场容量问题,短期波动性较高,但很多短期波动受到一些突发的事件或者突发的经济指标的影响,也有一些是很难预测的。所以笔者认为黄金配置比投机更重要,我们做了一些定量分析,国内的黄金市场在过去15年的表现中,取任意时点做持有周期的收益滚动回测,持有2到3年的复合的年化收益是较好的,而且取得正向收益概率也是较高的。在两年之前你持有的时间越长,累计收益和正向收益的概率都是越高的,但是到三年左右是个转折点,可能到后面持有时间更长,相对来说它的优势就不明显。

相对来说,黄金中的对冲风险可以起到降低尾部风险的稳定器作用,它可以在一些主要的情况下对我们资产进行保护。现在很多投资者可能还是把关注点放在如何资产增值上,但其实我觉得保值是非常重要的。如果看很多资产组合的表现,回撤可使它与其他拉开差距,长期来看,回撤控制比较好的组合业绩也会较好。由于黄金本身对外部局势与金融事件的敏感性较高,影响黄金短期价格波动的因素也比较多,在不同的市场环境下会轮流成为左右价格的主要矛盾,但是持续性又相对较弱,黄金资产更适合中长期投资,且要注意掌握正确的投资姿势,通过定投等方式取得较为平滑的投资成本,并通过一定时间的耐心来体会黄金对于整体资产的帮助或许是个不错的选择。

## 公募FOF将成为资产配置的最佳载体



□前海开源基金 杨德龙

目前公募基金品种已涵盖股票、债券、商品、现金外汇等多类型资产,也覆盖了海内外主要的交易市场,选基金的难度越来越高,而投资者本身并不具备大类资产配置能力,公募FOF将成为资产配置的最佳载体,可以更好地为普通投资者进行资产配置,从而解决投资者在选择基金时,择时难、择基难的问题。

笔者认为,在国内做大类资产配置,90%的成功取决于对股票的了解。在美国,股票一年的波动率大概就是10%左右,然后债券的波动率就是4%,但A股一年的波动率是40%,债券的波动率跟美国差不多。所以,在国内做资产配置,股票基金配置比例一旦配置错了,基本上FOF业绩就没有保证,所以在国内做大类资产配置,对于权益类资产的配置比例起到了决定性作用。

通过回测发现,在过去六年的时间里,A股市场大起大落,FOF业绩90%来自于大类资产配置,就是股票的仓位,只有10%来自于选择某只基金,基金的选择贡献大概只有10%,也就是权益的配置比例决定了FOF的收益。所以对股市大势的准确把握,成为决定FOF业绩最重要的因素。

过去六年,前海开源基金成功实现两次逃顶、三次抄底,抓住了市场大的拐点机会,很多人在问,在成功决策的背后,我们有什么样的体系。我们知道,投资是一门艺术,有科学成分,但是艺术的成分更多,这与投资经验有很大关系。但是我们还是希望能够通过建设一套相对科学的体系来做参考,再加上一些艺术的层面,这样离正确的决策就会更近一些。

我们建立了一个大类资产配置决策的体系,基本上涵盖了最主要的几个因素,包括政策走向、估值、情绪、流动性、外部因素、风险溢价、市场主体、基本面等,这些因素可能在决策过程中都会做参考,我们会对这八个因素进行打分,从而为我们最终的决策做依据。

很多投资者还没有大类资产配置的概念,也有很多人质疑在A股是否适合做大类资产配置。其实A股市场大起大落的走势,更加适合做大类资产配置。在美国,过去十年乃至过去三十年都是慢牛行情,这时候做仓位的配置所获得的超额收益非常少,通过仓位控制没有超额收益,但是A股市场波动非常大,所以这时候做仓位控制会获得巨大的超额回报。

我们已经进入到FOF大时代,未来FOF的发展值得期待。养老目标基金也是采取FOF的形式,现在养老目标基金已然发行。笔者致力于宏观策略的研究,在市场的拐点进行判断,整体来看抓住了市场大的机会,加上前海开源基金投研团队整体的配置能力,我相信前海开源FOF以及养老目标基金可以更好地为广大投资者服务。

# 地方债ETF助力地方债市场化发展

□鹏华中证5年期地方政府债ETF  
拟任基金经理 李振宇

国内债券被动管理基金的产品数量及规模在过去一年取得了长足的发展。地方债交易性开放式基金(简称“地方债ETF”)作为其中一类重要的产品也在去年取得了实质性突破。地方债ETF是一类以地方债指数成分券为主要投资对象,通过购买该指数中全部或部分成分券构造投资组合,以跟踪指数收益率为目标的交易性开放式基金。

地方债是指有财政收入的地方政府及地方公共机构发行的债券,是地方政府根据信用原则,以承担还本付息责任为前提而筹集资金的债务凭证。它是作为地方政府筹措财政收入的一种形式而发行的,其收入列入地方政府预算,由地方政府安排调度。财政部数据显示,2019年地方债继续扩容的趋势明显。今年1-5月,新增债券累计发行14596亿元,其中新增专项债券8598亿元;发债规模已占2019年新增地方政府债务限额3.08万亿元的47.4%。截至2019年5月末,全国地方政府债务存量规模约19.9万亿元,超过国债的15.3万亿以及政策性金融债的14.8万亿元,成为我国债券市场存量最大的债券类别。

ETF是一类特殊的指数基金,即“交易型开放式指数基金”。它是一种跟踪“标的指数”且在证券交易所



上市交易的基金。投资人可以像买卖股票一样买卖“标的指数”的ETF,可以获得与该指数基本相同的收益率。既具备封闭式基金可以当日实时交易的优点,投资者可以像买卖封闭式基金或者股票一样,在二级市场买卖ETF份额;同时,ETF也具备了开放式基金可自由申购赎回的优点,投资者可以向基金管理公司申购或赎回ETF份额。

对于投资者而言,由于地方债ETF以跟踪特定地方债指数收益为目标,其投资范围相对确定、投资策略简单、人为干预较少、投资运作透明度较好,可以规避主动管理风格漂移、风险收益比不确定的缺点。其次,

其管理费用较低,目前ETF已经将管理费率降至较低水平,相较主动管理基金平均低15bp左右。通过回测发现,在同一杠杆水平下,主动管理型债券基金业绩持续战胜指数难度较大,且部分主动管理型基金面临风险敞口暴露过大的风险,因此,从风险收益比而言,该产品在一定程度上强于主动管理产品。同时,ETF作为一类可实物换购、场内交易的指数基金,其交易更加便捷、流动性更强,可以为投资者提供更高效的投资工具。此外,地方债ETF还可以作为交易所质押品,投资者可以进一步提升其资金使用效率。最后,该产品以地方债作为主要投资对象,其信用风险极

低。因此,叠加地方债本身免税、资本占用低等优势,该产品对于投资者具有较强吸引力。

从产品发展角度来看,近期上层对地方债ETF亦给予了高度重视。近日,《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》中提到,“指导金融机构积极参与地方政府债券发行认购,鼓励资管产品等非法投资者增加地方政府债券投资。积极利用证券交易所提高非金融机构和个人投资地方政府债券的便利性。推出地方政府债券交易型开放式指数基金,通过‘债券通’等机制吸引更多境外投资者投资。推动登记结算机构等债券市场基础设施互联互通。”该产品作为提升地方债流动性、扩大地方债投资者群体的重要抓手,未来将有更多支持政策落地,从而进一步提升该产品长期生命力。

因此,总体而言,地方债ETF作为一类方兴未艾的重要产品,它将为投资者提供一类便捷、成本低廉、风险收益比稳定的投资工具;与此同时,该产品作为多层次资本市场的重要一环,符合金融供给侧改革新方向;最后,在政策推动下,未来地方债ETF的大力发展将提升地方债流动性,从而降低地方债发债成本,为政府隐性债务控制起到积极作用。未来随着地方债的进一步扩容与市场化,地方债ETF必将迎来较大发展。