

二季度投资索引

看准“钟点”再投资

中国国际期货 许 谏

对于投资者来说,最为重要的就是在对的时间买对的资产,这比选个股、选基金都更为重要。做好资产配置对于投资能起到事半功倍的效果,因为其能帮助你规避系统性风险,争取系统性收益。

关于资产配置的方法有很多,笔者最看重的方法就是根据经济周期的运行阶段来选择投资组合,这个思路来自于著名的美林投资时钟理论,只是将其更加细化。目前,投资比重最大的市场是股票市场、债券市场、货币市场和商品市场,笔者就这四个市场如何进行资产配置给出操作思路。

进行资产配置首先最重要的是识别宏观经济周期,因为经济周期的波动几乎决定了所有市场的中长期走势。如,在经济衰退阶段,股市在大概率上都将陷入熊市行情,此时要做的不是精选个股,而是彻底离开。这里的关键点在于如何划分经济周期,一个最简单的办法就是观察经济增长(GDP、工业增加值指标)和通货膨胀(CPI、PPI指标)的变化。

做股票的人都知道“有量才有价,量在价之先”这句话。同样的,宏观经济运行也有这个规律,先有经济总量的扩张,然后才有物价的上涨。也就是GDP上升在前,CPI上升在后,从历史数据上看,GDP一般领先于CPI约8至12个月。经济增长和物价的不同变化就将经济周期分为四个阶段,分别是复苏阶段(GDP开始回升,CPI继续回落),繁荣阶段(GDP继续上升,CPI开始回升),滞涨阶段(GDP开始回落,CPI加速上扬)和衰退阶段(GDP和CPI双双下滑)。不同的经济周期需要配置不同的资产,而不是一味地投资股票市场。

知道如何划分经济周期之后,就需要考虑在经济周期的不同阶段有什么资产。这就要对金融市场特性有所了解。如,股票市场被称为经济的“晴雨表”,所以股票市场基本上是跟着经济总量的波动而波动,这就要求我们在经济景气时期投资股票,而在经济衰退时期卖出股票。

债券市场和股票市场完全相反,债券是一种避险资产,在经济衰退的时候债券往往表现突出,而在经济景气的时候陷入低迷。所以,债券市场往往是股票的对冲市场。再比如,商品期货市场反映原材料的价格,所以和物价的波动关系紧密,在通胀来临的时候商品市场表现突出,而在通货紧缩的时候表现最差。最后,货币市场作为短期利率市场主要是赚取利息,所以不存在负收益的可能,但是短期利息也有高和低的,一般情况下,在通胀严重、央行货币政策不断收紧的时候,短期利率往往最高,这个时候货币市场基金或理财产品最为划算。

这些金融市场特性决定了不同的经济周期阶段各类资产的表现是不同的,所以投资者的最优选择是合理进行资产配置,而不是简单地对一个资产长期持有。

总结起来分析,在经济复苏阶段,最值得投资的是股票市场,但是考虑到股票市场的波动风险,可以和债券市场做投资组合以优化风险收益。同样的,在繁荣阶段重点投资股票市场和商品市场。滞涨阶段下,经济下滑,通货膨胀高企,此时股票市场和债券市场都进入熊市,惟有商品市场和货币市场有一定的正收益,所以商品市场和货币市场是该阶段最主要的配置选择。进入衰退阶段,股票市场完全进入熊市,债券市场成为股票市场的对冲市场反而进入了牛市,所以衰退阶段最主要的投资领域就是债券市场。如此往复就形成了根据经济周期进行资产配置的方法。

板块的发展,导致其增速下降,在此过程中企业盈利必然也会经历一个由低到高的历程,股市也会因此而受到波及。

在基金的组合上,建议在维持平衡配置风格的基础上增强防御性,选择一些配置能力比较强的基金产品,争取从结构性行情中获得更多的超额收益。而当经济和政策中的种种不确定性消除之后,投资者可以适度调高组合的风险敞口,增强配置的进攻性。

债券:谨防信用风险——好买基金

自年初以来,信用债市场表现依旧强势。从目前券种的收益率来看,各类债券的绝对收益率仍高于历史平均水平,但差别已显著缩小,国债和AAA企业债超越历史均值约30个基点,而信用风险相对较大的AA+和AA企业债收益率仅高于历史均值15个基点。

3月份最后一周,一年期国债收益率下行1.59个基点,三年期国债收益率下行1.14个基点,10年期国债收益率下行1.03个基点,分别为2.7341%、3.0961%和3.5816%;企业债方面,银行间一年期AAA级企业债收益率上行约3.60个基点达到4.0087%,银行间三年期AAA级企业债收益率上行约1.87个基点达到4.4853%,10年期AAA级企业债收益率却下行约0.75个基点收于5.1678%。

随着信用债收益率下行,特别是信用利差收窄,信用债发行量明显上升,供给充足,一定程度上将给信用债市场带来压力。

从收益率曲线看,无论是AAA还是AA级企业债长端表现相对稳定,而短端却下行较快,收益率曲线由平滑开始趋于陡峭。从信用利差角度分析,中低评级信用债短端像1—2年期品种已明显位于历史低位处,继续下行的空间有限,出现反弹的可能性较大。

此外,支撑前期债市上涨的其他因素也正悄然发生改变。

从资金面看,央行2月份重启回购操作,在公开市场净回笼资金2530亿元,此次短期流动性收紧更大程度上是一种控制短期资金成本的手段,进一步放松的空间不大,通胀高低或决定央行实际操作的走向。而一季度资金利率波动较大,银行间7天质押式回购利率在2%—4%的区间内宽幅震荡,从调控目标来看,回购利率仍将被控制在一年期定存利率附近。

信用风险事件方面,无锡尚德破产、超日债连续亏损亦可能引发投资者对于企业偿付能力的担忧,重新评估信用债特别是中低评级债券,给短期债券市场带来较为剧烈的调整。因此,稳健的投资者可暂时观望,对于激进的投资者,建议关注可转债配置较高的债券型基金。

在市场专业机构看来,全球经济周期在2013年下半年有望明确转入复苏阶段,我国经济增长的外部环境将因此得到改善,但国内经济弱复苏预期仍在持续,随着春节后各项调控政策的陆续出台,市场终于开始回归现实,春季的躁动偃旗息鼓。二季度通货膨胀仍将保持在非常温和的水平,货币政策有一定回旋空间,还需警惕后期通胀快速回升。



国民经济其他部门补贴银行的状态也将得到改善,周期性板块的性质可能it发生比较显著的变化。另一方面,随着新型城镇化等概念的完善及细节的浮现,医药、环保、信息等产业除了能够获得更多资本的青睐外,其行业特征也可能发生改变。

截至3月22日,偏股型、股票型、混合型基金的仓位分别为86.44%、90.70%和79.03%,较历史平均水平,偏离幅度仍维持在8个百分点以上,偏股型公募基金的仓位情况并不乐观。从新增的A股开户数和新增基金开户数量来看,目前仍处于历史偏低的位置,投资者信心比较脆弱。

从基金持仓的行业分布来看,与2月底相比基金明显加强了公用事业、家用电器、医药生物和交运设备等防御性板块的配置,大幅缩减了食品饮料、餐饮旅游和黑色金属等板块的持仓,呈现平均化和分散化特征。相较上季末仓位情况,家用电器行业持仓有所减少,而公用事业板块的资金占比则有一定程度的提升。

此外,在金融创新的主基调下,机构已开始将创新衍生到投资结构上去,期权、资产证券化以及多空分级等新的投资模式极大地丰富了市场中的投资品种,给不同风险承受能力的投资者提供了更多的选择标的。

然而,结构调整必然会影响到传统优势

“8号文”余波

中国社科院金融所财富管理研究中心 唐楚薇

产情况,包括融资客户和项目名称、剩余融资期限、到期收益分配、交易结构”,强调信息披露,使“买者自负、卖者有责”落到实处,不仅可以避免潜在的债权纠纷,更为理财业务长期健康发展奠定基础。

“8号文”首先对银行理财投资于“非标准化债权资产”进行了全面规范。所谓“非标准化债权资产”,指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产,包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。

“8号文”对非标准化债权资产规模以及运用的限制,或使得商业银行理财产品投资非标准化债权资产业务增速减缓,短期内影响银行相关业务的收入。“包括但不限于”的表述,可避免银行在一类业务禁止

后迅速选择替代性业务的情况,为应对银行可能的调整预留了空间,强迫或逼迫银行更多地寻找新的业务增长点。

“8号文”规定“理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限”,以限制总规模。一方面,从占比双限(即35%与4%)看,前者注重短期控制;后者更似杠杆化指标,旨在防止业务规模过度扩张引发系统性风险。另一方面,银监会2010年“102号文”第九条明确规定银行理财“不得使用理财资金直接购买信贷资产”。然而,在“8号文”中,明确将“信贷资产”作为“非标准化债权”的一类而列出来,暗示监管部门已允许理财资金投资于信贷资产,银行可发挥其在信贷业务上的比较优势,遵守

占比双限即可。

按银监会公布的数据,2012年末,银行理财产品余额7.1万亿元,银行资产总规模131.2万亿元,则对应的占比双限分别为约2.49万亿元和5.25万亿元。粗略估算,双限指标对商业银行形成一定压力,但对各银行影响不对称。对于近年来越来越多将理财业务作为其利润增长点,并且通过投向非标准化债权以高收益来吸引投资者的中小银行来说,双限压力巨大。

同时,银行通道业务,往往是券商提供通道,帮助银行调整资产负债表,为银行做信贷资产从表内到表外的流动性搬运,从而规避资本充足率的约束和监管。“8号文”将“非标准化债权资产”正式纳入了管控范围,表示通道业务落网,银行应该充分利用自身风险评估技术优势,减少对通道的依赖。

弱复苏预期仍在继续

——交银施罗德 高伟栋

4月15日,国家统计局公布一季度经济运行数据。一季度GDP同比增长7.7%,全社会固定资产投资同比增长20.9%,全国规模以上工业增加值同比增长9.5%,社会消费品零售总额实际增长10.8%。

从已经公布的细项数据来看,今年3月份工业增速降幅超出市场预期,大部分行业的增速均较1—2月份出现了回落,其中电力、电子、通用设备制造、纺织、钢铁的回落幅度较大。3月经济增速的下滑可能来自出口减速和地产新开工下滑的双重负面打击。

随着美国经济在二季度因财政问题而减速、欧元区在经济增长乏力的情况下仍保持相对紧缩的政策立场,我国外需在二季度或仍将保持弱势。在此背景下,中国3月份出口增速回落至10%附近。

从2013年一季度数据来看,中国经济复苏力度较弱,通货膨胀压力较小。2013年一季度CPI均值为2.4%,较2012年四季度温和上升0.3个百分点,距离央行的通货膨胀目标3.5%仍有较大距离。考虑到食品价格近月走势仍然较弱,经济增长力道不强,二季度通货膨胀或仍处温和水平。

在此背景下,尽管有银监会8号文的冲击,但银行间资金状况仍非常宽松,加之票据贴现利率自3月末以来不升反降,央行的货币政策操作有很大的回旋空间。然而,仍需警惕季节调整后持续、快速上升的通货膨胀预期。

而随着地产调控细则的影响逐步被消化,地产投资可能恢复到相对正常的水平。而且,有利的金融环境已维持一两个季度,目前银行间流动性、票据直贴利率仍保持在相对较低水平,后续经济增长不必太过悲观。不过,仍需重视主要下行风险,包括禽流感、地产投资持续大幅下滑以及美国经济的持续减速。

整体而言,国内经济弱复苏仍在持续,从高频数据进展来推测,旺季不旺或基本已成定局。短期内,受经济复苏力度较弱、IPO重启压力、全球经济减速等因素影响,市场仍将维持震荡局面。

股市:增强防御性配置

——好买基金

随着春节前估值修复行情的终结,未来市场将何去何从,无论是基本面还是政策面都存在相当多的不确定性。无论是连续加大房地产调控的力度还是对于银行表外信贷的整治,都显示出政府对收入分配领域以及传统经济增长支柱板块的调整。

从调整的方向上来看,国民经济增长对于地产的依赖程度将显著下降,同时

财富漫画

远志/文
段涛涛/绘

