

诺安基金赵磊:投资者应勇敢走出去

证券时报记者 余子君

谈起合格境内机构投资者(QDII)基金,很多投资者的记忆还停留在2007年,那一年,QDII首度扬帆出海,却遭遇了百年一遇的金融危机;那一年,很多投资者满怀热忱走出去,如今却依然处于深度套牢中。那一年的巨亏,让不少投资者丧失了再度出海的信心,去年以来QDII普遍发行惨淡也印证了这一点。对于投资者的这种畏惧出海心理,诺安收益不动产基金拟任基金经理赵磊表示,首批QDII的大幅亏损确实伤害了一批投资者,但是因此而放弃出海也是不明智的选择,因为集中投资于A股市场,无异于将鸡蛋放入同一个篮子。

投资者应勇于出海

在看到赵磊的简历时,5年的从业经历让记者以为他是一个书卷气的年轻小伙,但是见到赵磊后,干练的短发、笔挺的西装以及浑厚的嗓音让他拥有了一份超越年龄的成熟与稳重。短短两个小时的交谈过程中,赵磊着重谈的就是风险控制,这让记者更加坚信他超越年龄的成熟与稳重。

赵磊表示,不同国家不同地区经济发展各不相同,无论是经济发展程度、发展速度还是发展时间都具有不平衡性。因此,各国的股票市场、房地产市场等在同一历史时期的表现也会有所不同。对于投资者来说,在不同国家之间进行投资既可以有效分散单一市场的风险,也可以利用不同国家不同地区的经济发展程度和景气度的不同,及时调整资产配置,以最大程度获取收益。

以房地产市场而言,中国的房地产市场和美国的房地产市场在发展周期上就存在较大的差别,因而投资价值也不同。目前中国的房地产泡沫化严重,而美国的房地产经过了近几年的持续调整后,已经处于相对低位。”赵磊表示,中国的房地产最近几年经历了黄金发展期,房价如火箭般上蹿,但是租金的涨幅却远远低于房价的涨幅,泡沫已经非常明显。不仅如此,中国高企的房价已经成为影响国计民生的大事,国家从去年开始就连续出重拳抑制房价,目前中国的房地产市场可谓是遭遇了估值和政策双顶。而美国房地产市场则不一样,在金融危机过后,美国房地产市场就持续萎靡,2010年在税收优惠政策的刺



赵磊,诺安基金管理有限公司基金经理,REITs小组副组长,南开大学金融数学硕士。曾任诺安基金管理有限公司高级产品设计师,产品小组组长。

激下,曾经出现过短暂的复苏,但是随着优惠政策的到期,美国房地产市场也再度陷入萎靡,目前美国房地产价格甚至已经触及金融危机以来的最低点。

赵磊认为,投资者除了要注意规避单一市场的风险之外,还要注意单一资产类别的风险,尽量在相关度较低的资产类别之间进行一定的比例配置。如在配置股票资产的同时也配置一些债券,由于股票和债券的相关度相对较低,一旦其中一类资产行情不好,投资者不至于血本无归。而诺安收益不动产基金的投资标的则是房地产信托投资基金(REITs),REITs是一种不动产证券化金融工具,收益主要来源是物业的租金收入,加一定的物业增值,与股票、债券等资产的相关度较低,投资者在配置股票和债券的同时,配置REITs也可以起到一定的风险分散作用。

五个维度精选REITs

虽然REITs在海外已经是非常成熟的产品,而且以它为投资标的的产品也不胜枚举,但是在国内它确实是一个新兴事物,诺安作为首批吃螃

蟹的公司,能否驾驭呢?

作为诺安收益不动产基金的拟任基金经理,赵磊信心满满,但是对于诺安基金和我说却已经是“老朋友。”他表示,自从加入诺安基金以后,他便一直负责产品设计方面的工作,由于职业的关系,他对优质的投资标的具备很强的敏感性,所以一直都关注REITs,在公司决定开发诺安收益不动产基金之后,更是进行了大量深入的研究,期间曾多次赴海外进行深入调研。而且,在产品成功之后,经过近一年的模拟操练,收益也颇为可观。

据了解,目前全球REITs已经有600余只,其中美国市场约有195只,市值4800亿美元左右,占全球REITs总市值的50%以上。虽然REITs产品很多,但是要想入赵磊的法眼,尚须过五关。

赵磊表示,与A股市场的基金经理选股一样,他选择REITs也自有妙招。首先,考量标的业态。不同的REITs业态是不一样的,而不同的业态也决定了REITs不同时期投资价值不同。以医院型的REITs为例,如果有诸如医改之类的政策出台,那么可能

对医院型的REITs构成利好。再以养老院类型的REITs为例,美国已经进入了老龄化社会,但是美国各个区域老龄化的情况又不一样,在老龄化严重的国家或者地区来说,养老院类型的REITs投资价值可能更高。

第二,考量租约情况,包括REITs投资的物业空置率情况、租约的长短期问题、租户质量以及偿付能力等。一般说来,医院等物业的租约比较长,普遍在20年左右,而写字楼等物业的租约就比较短,普遍在3年到5年左右。不过不能简单地用租约的长短来衡量REITs的优劣,长期租约稳定性强,但是租金增长能力相对较弱,而短期租约则是稳定性不足,租金增长能力则相对较强,因此,要视不同的经济周期和不同的地域来具体分析。除此之外,租约的集中度风险问题也是考虑要素之一,如果REITs标的资产组合的大多数租金收入或净运营收入来自于一个或两个相同的区域或租户,则表示其缺乏多样性,应该降低配置。

第三,考量资产质量问题,也就是资产平台的问题。如REITs的负债情况、现金流稳健与否、资本结构是否合理以及融资能力的强弱都是重点考察内容。

第四,考量REITs管理人的能力。由于REITs收益的主要来源为租金和地产增值,因此,REITs管理人的投资眼光、管理能力等将会在很大程度上影响REITs的收益。因此,在对REITs管理人的考察上,主要是从公司治理的合理性和透明度、管理团队的稳定性、公司的激励机制、历史业绩、兼并收购能力等层面来把握。

第五,考量分红能力。由于各个地区在REITs上的政策和法律各有不同,对于分红比率的规定也各不相同,因此,在挑选REITs时,分红比率高以及分红的持续增长能力强的REITs应该成为首选。

事实上,赵磊对REITs的信心不仅来自于自身以及公司团队扎实的研究,更在于在过去的几十年里,REITs实实在在给投资者带来了丰厚的收益。据富时指数公司和全美不动产协会、欧洲不动产协会共同编制的全球REITs指数数据显示,全球范围内所有权益类REITs近10年的平均年化收益率接近10%,远远高于股票市场和债券市场的收益。

张益凡:用做股东的心态投资



见习记者 姚波

多和美的选股条件是:一不做小公司,因为小公司容易被操纵;二不赌ST;三不玩重组股。”深圳多和美投资顾问有限公司董事长张益凡表示,我们偏好白马股,喜欢有稳定现金流、前景看好、估值便宜的公司。”

张益凡曾任职于浙江国际信托投资、中融基金(现国投瑞银)、国信证券、大成基金等机构,有丰富的投资经验。在机构工作多年后,张益凡于去年发起成立了深圳多和美投资公司。他这样总结自己的投资理念:“用做股东的心态、以合适的价格买进有清晰盈利模式的股票,做自己看得懂的投资。”他认为,要看懂股票背后公司的价值,

做股东并不容易”。

毕业于北大光华管理学院的张益凡对宏观经济非常关注,而多和美的自上而下的投资策略在私募基金中也并不多见。多和美投资的投资流程是,在买入一只股票前,需先从国家政策、产业发展的角度寻找有机会的行业,然后从偏好的行业中筛选30家到50家公司进行研究,每年投资的公司不超过10个。张益凡所理解的投资是以股东的心态去分析、持有股票,把握价值为基础的投资机会,而不是依据波段、趋势去买进卖出。今年他的“白酒之役”便是如此逻辑——首先自上而下从宏观经济形势看好消费,而消费行业中白酒产销增长、集中度提高,未来增长又很确定,白酒股也因此成为他今年主要的投资品种。以茅台为例,今年3月他大举购进,股价从162元(除权前180元)涨到目前的200元以上,涨幅超过20%。

在具体价值的把握上,张益凡则没有那些条条框框,只要公司质地好、估值便宜就买。归根结底,需要考量的还是企业的盈利模式如何?能不能赚钱?便宜不便宜?”

不过,在张益凡看来,即使足够理解公司、看得懂基本面,也不一定能够做好价值投资。他的理由是:“假如说对公司很了解就能赚到钱,那所有上市公司的信息知情人做股票都很赚钱。”他表示,关键在预测,预测又是基于逻辑和悟性,“有时候,你要比上市公司的董事长对未来的预判能力还要强”。

热点问答

证券时报记者: 近期以来,国际经济形势动荡,对A股市场造成了较大的压力,对此,您怎么看?

张益凡: 在我看来,欧债可能有危机,但美债没有。美国的欠债,打开网站都查得到,你不知道美国欠这么多债吗?标普下调美国信用评级只是把一个众所周知事实、过期的信息告诉你而已,冲属于过激反应,尽管也有部分对冲基金乘机做空的因素。事实上,美债并不“危”,因为14万亿美元的债务对美国人100万亿美元的财富来说微乎其微——按照国债利率2%~3%计算,一年才支付几千亿的利息,3000~4000多亿的利息对100万亿来说1%都不到。问题在于美国共和党的富人一个子儿都不愿意掏,美债危机实际上是共和党和民主党之间的斗争。

张益凡: 从宏观角度,今年CPI高企、货币政策收紧,投资品没有机会,医药去年估值偏高,机会主要在消费品。落实到白酒,有三个推断前提,一是白酒的行业生产总量还在以30%的速度增加;二是社会结构在发生变化,信息化、交通方便等因素带来了品牌集中度的提高,品牌酒的潜力日益扩大;三是近千家酒厂800万吨的酒中,高端酒不到4万吨,0.5%都不到,高端酒供给有限。

虽然年轻人不爱喝白酒,醉驾入刑等因素也有可能减少白酒的消耗,但到公司调研,我们发现淡季不淡,销售额超过原来20%,甚至有40%~50%的增长。在我买入之前,又看到茅台公示销售扩张计划——2015年要从2010年的100亿销售额扩大到400亿。

证券时报记者: 今年以来私募基金分分合合,有产品重组也有产品清盘,您怎么看这个行业的发展?影响私募发展的主要因素有哪些?

张益凡: 我认为私募还将面临更大的洗牌,3~5年以后,现在所谓的私募能够存活下去的不过20%,这是正常现象。目前私募由于进入门槛较低,导致鱼龙混杂,而在市场环境比较艰难时,更多业绩差的公司将会被淘汰。

私募的发展取决于城市辐射地区的经济总量、人才总量和地理优势。目前私募发展比较集中的地区是上海、北京和深圳。除了长三角外,上海能够辐射到山东、河南、安徽等地,辐射区域广、城市多、经济总量大,人才比较集中,私募行业前景相对看好;北京能辐射到环渤海地区,具有靠近政策中心的信息优势,但政策可能管制较严;深圳是改革开放的前沿之地,毗邻香港,辐射珠三角,与国际化接轨程度高,思想相对更加解放,理念更先进。三地发展各有所长,但我更看好上海作为金融中心以及所辐射的经济总量,简单而言就是池子越大,养的鱼越肥。

证券时报记者: 在行业方面,您是否有所偏好?

张益凡: 我看好消费和新能源,这两个大行业顺应了中国经济结构转型的大方向,未来有较大发展空间。短期来看,以太

善用做空工具 迎接真正的绝对收益时代

冀田

证监会日前发布了《转融通业务监督管理试行办法(草案)》(征求意见稿),并表示将适时推出转融通。这意味着,未来将可以更方便、更低成本地做空A股。从专业投资者的角度看,卖空机制的完善是件大好事。善用做空工具,采用多空结合的投资方法,可达到真正的绝对收益,为投资者提供另一重要产品类别和资产类别,更好地分散投资风险。

一条船上的鸡蛋篮子

分散化是投资的第一要义。别把鸡蛋放在一个篮子里的道理,众所周知。机构投资者或资产规模较大个人投资者在配置股票资产的时候,基本上都会精挑细选最优秀的基金、深入研究最富成长潜力或最具安全边际的股票组合,以期达到风险分散的目的——这是一个如何把鸡蛋放到不同的篮子里以达到风险分散化的过程。

然而,很少有投资者想过,精心挑选的篮子表面看似分散,实则都放在同一条船上——这条船就是“市场”。只有市场上涨才有机会赚钱,市场一旦下跌,覆巢之下无完卵,没有一个篮子能够独善其身。

形成这种状况的根本原因在于,尽管这些产品的投资策略表面上看各不相同,但实质上只是相同的一类投资策略——只做多型策略。只做多型策略通过买入精选股票组合来获得正收益。该策略的最大问题在于,不管选股能力多强,都无法摆脱系统性风险即市场风险对个股收益的扰动。仅以今年上半年的数据做个简单的统计就可以发现,90%的股票和大盘具有正相关性,50%的股票和大盘的相关性在60%以上,鲜有

股票能够独善其身。

对于大资金而言,出于个股流动性的限制,必须投资于几十只、上百只股票。如此数量众多的股票组合,会和市场整体相关性很高。公募共同基金是典型的分散化大资金运作思路。以股票型共同基金为例,中证股票基金指数与沪深300指数的相关性高达0.98,可见股票型基金表现与市场整体表现基本同步。

因此,在只做多型产品内部进行分散投资,根本无法规避市场系统性风险,无法获得与市场涨跌无关的真正绝对收益。投资者有必要寻找新的另一条船上的“篮子”,以免资金在 market 下跌中全军覆没。

多空结合是稳妥投资模式

那么,做空股指期货、融券做空个股,是不是和前面那条“只做多型”的船互补的新船呢?可以是。但是,靠单方向做空赚钱难度很大,甚至是极其危险的。即使在国外成熟市场,大部分做空也是通过看跌期权等风险可控的形式进行,单纯做空股票的风险极大,多空结合才是稳妥的投资模式。

2008年10月27日和28日,在全球性金融危机最严重的时候,德国大众汽车公司的股价从210欧元暴涨到945欧元,盘中市值一度达到2870亿欧元,成为全球市值最大的上市公司,做空者损失惨重。

多空结合的方法包含有多头保护的空头及有空头保护的的多头。这都可以理解为有对冲的相对价值投资。

假设影响甲股票价格变化的因素有A、B、C三个。现在比较确信的是C因素会变好,从而构成推动股价上涨的因素,但无法明确判断A

因素和B因素的变化情况,从而仍旧无法判断甲股票价格是上涨还是下跌。这时候,可寻找乙股票做空来提供对甲股票多头的保护,乙和甲一样都受因素A和B的同方向影响,但因素C不会对乙股票形成正面影响。这样构建而成的组合,甲股票多头和乙股票空头,将基本不受因素A和因素B的影响。如若恰如所判断,C因素发生正面变化,导致甲股票价格跑赢乙股票,这个组合将可以赚钱。

例如,在今年1月份限购和房产税出台后,预判金融街所包含的商业地产价值,将得到提升。然而,该股票总体仍受房地产调控的影响,股价涨跌无法判断。最好的交易策略是在买入金融街的同时,卖空万科A。这样的多空组合将基本不受政策、大盘和行业的影响,组合盈利取决于对金融街的商业地产价值的判断是否能得到印证。事实的结果是,金融街在今年上半年跑赢万科9%,这样的多空组合获得了和大盘涨跌无关的真正绝对收益。

在上例中,做空变成了对冲风险的工具,空头对冲了个股的行业风险等投资者不想承担的风险暴露。通过多空结合的对冲,可以减少风险暴露的范围,减少影响组合收益的考虑因素,降低决策的复杂。

沪深300股指期货空头仅可以对冲市场风险,但对于行业和其他风险,通过融券卖空相应的个股可以更好地达到对冲风险的目的。这才是转融通、扩大融券来源和范围的最重大意义。它为通过卖空个股或股票组合,达到风险较小的真正绝对收益铺平了道路。

更重要的是,这种绝对收益策略和做多型投资策略的相关性很低,可以做到几乎不受大盘涨跌的影响,从而为投资者提供另一个分散风险的避风港。

迎接多空结合产品大发展

绝大多数只做多型产品无法获得绝对收益的原因在于,它们需要通过择时来规避市场风险。没有对冲的话,只能通过减仓或空仓来规避市场风险。

在国外成熟市场,绝对收益产品已经变成了机构配置的重要资产类别。对冲基金是追求绝对收益的典型,以股票多空策略为基础的对冲基金约占所有对冲基金规模的一半。经过金融危机的洗礼,全球对冲基金管理的资产规模快速回升至2万亿美元左右,占共同基金管理资产规模的10%。

我国自去年股指期货推出后,运作中的多空结合的绝对收益产品个数尚在两位数,规模较小,与庞大的机构和个人的理财需求相比,尚处于非常初级的起步阶段。国内很多人已经把股指期货推出的2010年视作中国的对冲元年。笔者保守估计,2年到3年内,和海外对冲基金操作方式相似的多空结合的绝对收益产品将至少达到数千亿的规模。

据了解,已经在运作的零星的多空结合产品或者在模拟运作的产品大部分取得了较好的投资收益。在今年大盘大幅下挫的市场环境下,大部分实际运作的多空结合产品依然取得了年化8%~10%的正收益。

笔者相信,随着转融通机制的逐渐完善,融券的个数、规模、成本等限制融券发展的问题将得到很好的解决。届时,A股投资者“靠天吃饭”的情况将得到根本改善,多空结合的投资方法作为和市场相关性极低的另一类资产配置类别,必然能分散投资风险,为投资者创造真正的持续稳健绝对收益。这才是做空机制的真正意义。

(作者系浦银安盛基金公司专户管理部主管)