

国泰美国房地产开发基金基金经理吴向军:

# 美国房地产将进入新一轮景气周期



吴向军

吴向军, 硕士,CFA,9年证券基金从业经历。2004年6月至2007年6月在美国Avera Global Partners工作,担任股票分析师;2007年6月至2011年4月美国Security Global Investors工作,担任高级分析师。2011年5月起加盟国泰基金管理有限公司,担任中国境外高收益债券基金和国泰美国房地产开发基金基金经理。

证券时报记者 吴昊

今年以来美国股市表现抢眼,国泰美国房地产开发基金基金经理吴向军在接受证券时报记者采访时表示,未来美国股市将持续走强,美国房地产周期在未来三五年内会保持景气,特别是美国住宅房地产开发产业链相关股票将显现机会。国泰美国房地产开发基金近期获批,并于上周在各银行销渠道开始正式发行。

## 经济缓慢复苏 助力美国股市

今年以来美国股市上涨强劲。公开数据统计显示,截至5月31日,今年前5个月A股涨幅为1.39%,而美国三大股指——道指、标普500指数和纳斯达克指数同期分别上涨15.35%,

美国商业地产投资多为房地产信托投资基金,其主要靠商业地产的租金收入,属性为固定收益,对于因经济好转而受益的敏感度不高。

住宅型房地产是QE3和美国联邦房屋金融局发布的其他促进贷款市场政策的直接受益者,住宅地产关键指标在于量和价。

14.34%和14.45%。

吴向军继续看好美国股市的原因在于:第一、美国资本周期非常明显,目前美国经济周期正处于上升通道中,美国在2009年和2010年期间触底后,伴随第三次量化宽松政策(QE3)推出开始逐渐回升。第二、目前美国失业率在下降,就业率水平稳步增长,这也说明经济在缓慢复苏。

经济缓慢增长要比快速增长好,缓慢增长不会导致经济过热和通胀,不会带来加息压力。”吴向军表示。美联储之前也表示,除非美国经济复苏过快,2015年底之前不会改变利率政策。

近年来欧洲经济不景气,中国经济的恢复也面临不确定性,在此背景下,吴向军认为,美国经济外向型部分并不明朗,其动力主要来自内需消费品和房地产。在内需型导向的经济复苏大背景下,美国股市延续强势的确定性较高。不像日本股市,今年以来已上涨超过40%,但其上涨是因为日本宽松货币政策刺激,下半年日本股市风险仍然很大。”吴向军表示。

## 人口红利推动 美房地产复苏

吴向军表示,国泰美国房地产开发基金将主要投资于住宅房地产开发链条上的上市公司,包括建筑商、家具家电、建筑建材、房贷机构等,这些相关链条中的上市公司跟房地产

景气度紧密相关,其股票表现也与房地产股联系紧密,如果美国房价涨幅为30%,关产业链的上市公司利润增幅将不止30%。

美国房地产市场分两类:一类是商业地产,另一类是住宅地产。美国商业地产投资多为房地产信托投资基金(REITs)的形式,其主要靠商业地产的租金收入,属性为固定收益属性,对于因经济好转而受益的敏感度不高。”吴向军介绍称。

吴向军表示,住宅型房地产是QE3和美国联邦房屋金融局发布的其他促进贷款市场政策的直接受益者,住宅地产关键指标在于量和价。

从美国每月住宅开工量数据可以看到,该数据2005年开始大幅下降,美国住宅价格整体水平也在2005期间达到最高峰。金融危机爆发后,房地产泡沫破灭,住宅开工量接近底部,价格也进入盘整期。不过2012年以来,美国住宅型房地产价和量都触底反弹。”

针对美国房地产发展的需求和动力,吴向军认为美国人口增长导致美国房地产需求源源不断。美国每年增长近300万人口,300万人要成立家庭,会形成巨大住宅需求。另外旧房换新,每年新增规模150万人左右,无论是首套还是改善,需求都在增长。”

吴向军进一步指出,具体而言,投资标的会紧跟美国人口流动,美国人口是从中间地带往两岸经济发展较好的区域流动。从基本面分析来看,两岸升值空间更大。房地产市场基本面和现金流也相对较好,除了地段,还要观察开发

商实力,不过很多资质较差的房地产公司已在2008年破产,剩下的开发商资质多数还不错。

## 美国次贷危机 不会卷土重来

美国房地产经过稳定增长周期后再次发生类似次贷危机的风险有多大?吴向军认为,这种情况发生的概率很小,所谓的次贷是由于信用破产导致,2007年之前在美国买房首付很低,零首付也可以买房,而金融危机后,美国已吸取次贷危机教训,目前控制非常严格,在美国已经无法用次级贷款购房。

次贷危机发生前,美国房价涨势头向好,市场对于购房的标准比较低,次贷危机发生后美国购房标准越来越高,这也是房价触底反弹周期比美国的经济周期延后两年的主要原因。如果购房标准还是像以前那样宽松,美国房价会提前反弹。当然,这种滞后反弹,意味着当前房地产市场是健康和可持续的。”吴向军表示。

对于汇率风险,吴向军指出,人民币在过去几年已升值超过30%,这也表明人民币已经进入一个新阶段,至少是震荡市的阶段,而不是单边升值阶段。

吴向军强调,未来人民币的升值空间比较小。从基本面来考虑,目前国内物价已经比国外高出很多,如果人民币继续升值,国内物价会更高,出口企业面临的困难会更大。目前人民币已经不再被低估,继续升值会超出人民币真正的内在价值。

化投资业务的发展充满信心。

谈到国内量化投资方法,黎海威认为,目前主流还是指数增强型,从过去国内基金公司的量化投资来看,主要是主动量化;强调择时、仓位比较灵活,但这样的量化投资优势不是很明显。相反,指数增强型的量化投资放弃择时,锁定仓位,转通过选股和行业轮动来取得阿尔法收益。

至于具体的量化因子,黎海威表示,会关注制度变革等因素,也会关注上市公司大股东增持以及QFII等机构投资者的投资行为对市场的影响。

黎海威表示,从过去在亚太市场的量化投资经验来看,A股的股权分置改革对市场有较强的影响,另外,从韩国和日本等亚太市场来看,QFII的申购和赎回行为也会对市场产生影响。

在黎海威看来,海外市场的量化投资也是逐步机构化的过程,尤其是在美国20世纪80年代推出401K计划以后,养老金等机构投资者壮大发展,养老金等机构投资者强调风险控制,需要更加透明的投资计划和操作思路,量化投资正是适应了这一市场需求。

不过,黎海威也表示,现在A股市场的融资成本为8.6%,而在香港市场国企融资成本为0.4%,如此高的成本制约了国内通过融资融券进行量化投资。

成功的量化投资离不开有效模型,黎海威表示,未来量化投资还是主要基于基本面。黎海威表示,量化投资的模型不会有太过频繁的变化。虽然投资方式和形式会有变化,但逻辑不会变化,行为金融学和行为也不会变化。此外,黎海威表示喜欢便宜的股票。

安信基金:

## 内需是越来越重要的引擎

在经济结构转型下,内需将成为拉动

经济增长越来越重要的引擎,安信看好两

类产业:一是消费、医药、信息服务、文化

传媒等行业未来成长空间也相当大;另一

类是包括节能环保、生物、新能源、新材

料、新能源汽车等新兴产业。

证券时报记者 方丽

在复杂的经济环境下,近期股市出现较大波动。安信基金投研团队表示,在目前转型期经济增速中枢向下,股票市场宽幅震荡可能性更大。经济结构转型下内需将成为拉动经济增长越来越重要的引擎,主要看好两类:一是消费、医药、信息服务、文化传媒等行业未来成长空间也相当大;另一类是包括节能环保、生物、新能源、新材料、新能源汽车等新兴产业。

## 产能过剩制约 企业盈利状况改善

证券时报记者:能否谈谈对今年下半年宏观经济的看法?

安信基金:国内经济增长动力减缓,这其中有较长的阴雨天气造成施工延后的影响,但最为关键的是,产能过剩仍然制约企业盈利状况的改善,企业扩大生产与采购的动力不强,经济增长动力不足。

展望未来,我们越来越清晰地看到,管理层以调整供给的方式达到新的供需平衡的意愿强烈,以市场自然出清的方式去过剩产能的过程注定比较漫长,这将导致私人部门投资增速短期无法看到好转迹象;而培育国内需求、大力发展服务业的策略正在起作用,第三产业在经济增长中贡献度提升,也减缓了经济下行过程中的就业压力,再度大规模基建投资刺激需求的必要性下降,房地产调控政策执行也将更加坚决,经历前期消费透支的房地产销售增速可能出现下降,后续房地产投资增速也可能面临压力,从而前对经济支撑最为重要的基建投资和房地产投资动力减弱,经济上行动力不足。

结合4月、5月中上旬同样表现一般的发电量增速、货运量增速等宏观数据,我们预计二季度GDP增速将比一季度有所放缓,速度降至7.6%左右,三季度继续底部调整至7.5%左右,四季度经济增速有望回升至7.6%以上,这主要考虑到简政放权的政府行政职能改革对经济的拉动,对经济增长的真正贡献需要一定时间的堆积。

对于通胀而言,三季度以前通胀压力应该不大,主要是因为经济弱周期内需求不足,美元走强也使得输入性通胀压力减缓;三季度以后的通胀中枢或许会略微抬高,这主要考虑到四季度经济或许进入回升期,同时猪周期和粮食价格在四季度也有可能成为推涨CPI的主要因素。

## 两大主题值得关注 股市投资价值更大

证券时报记者:哪些行业处在成长周期,哪些行业复苏乏力?

安信基金:对于成长股的偏爱,历来是A股投资操作的特征之一。筛选成长性行业,首先从是否契合经济发展方向看其成长的空间,再从行业竞争格局看其成长的质量,最后寻找估值与成长性相匹配的行业。落实到A股,经济结构转型下内需将成为拉动经济增长越来越重要的引擎,永不衰落”的消费、医药等行业增速应该可以保持,而引导消费升级、创新需求的信息服

务、文化传媒等景气度高,未来成长空间也相当巨大;另一方面,政策的影响力不可忽视,国家战略新兴产业应当是可以高度关注的高成长性行业,包括节能环保、生物、新能源、新材料、新能源汽车等产业,在政策的支持下保持高速增长的可能性很大。相对看淡的是上游资源类行业以及部分中游制造业,主要是因为产能过剩还不利于其行业景气度回升。

证券时报记者:对人民币计价不同资产的风险偏好状况来看,债市、房地产、股市孰高孰低?

安信基金:首先,对债券而言,收益率当前处于较低水平,中性货币政策下利率进一步下降的空间有限,对应的债券市场价格上升空间不大,高位盘整的可能更大。其次,对于房地产而言,一线城市租金房价比低于1年期国债收益率,房价上涨预期也在政策打压下逐渐降温,固定资产还存在着较高的退出成本,使得投资房地产在当前看来不是明智之举。反观股市,与固定收益市场一样,利率水平对于股市的支撑力度减弱,经济下行期间企业盈利能力也将减弱,股市的机会主要来自于改革预期对风险偏好的提升,而且当前沪深300股息率为1.8%左右,在政策引导下股息率逐年上升,以2-3年的投资周期看,股市投资回报率将更有优势,特别是结构性的行情可能会给投资者更好的回报。

## 货币政策将保持中性 中报业绩或低于预期

证券时报记者:能否谈谈对货币政策预期,对利率水平、存款准备金率、汇率水平如何判断?

安信基金:在去产能过程中,低利率对于需求的刺激作用不大,带来的结果反而是无效杠杆的增加(债务的边际产出越来越少),加上当前的经济增速仍然在高层容忍范围之内,经济下行的负面效应,目前看还不足以改变当前货币政策取向,货币政策将保持中性,主要是以财政政策引导经济结构转型为主。不排除的可能是,如果房地产成交萎缩、美联储QE退出等因素导致外汇占款下降,央行有可能下调1至2次存款准备金率,当前商业银行超额准备金率已有所下降,后续如果GDP增速下降过快,届时央行则可能通过降息稳增长,但基准利率调整的幅度也不会太大,毕竟受制于房价压力、无效杠杆等制约。

证券时报记者:当前分析师对沪深300指数成分股业绩增长的一致预期是多少?是高估还是低估了?

安信基金:目前,卖方分析师自下而上对沪深300指数成分股13年、14年的盈利增速预测分别为16%和14%,这个盈利增速有下调的可能。这主要是因为企业盈利增速不仅受到收入增速的影响,也受到利润率的影响,而这两者的波动往往取决于宏观环境,这也使得卖方自下而上的盈利预测调整往往较为滞后。当前,经济增速减缓基本确定,库存重新出现累积,造成企业毛利率改善受阻,未来存在着市场对企业盈利预测重新调整的要求。短期而言,上市公司中报业绩低于预期,进而带来卖方分析师修正盈利预测假设,下调企业盈利增速预期。

景顺长城量化及ETF投资总监黎海威:

# 国内量化市场空间广阔



黎海威

国内量化市场空间广阔,机构客户对量化产品的需求非常大。

A股市场的融资成本为8.6%,而香港市场融资成本为0.4%,如此高的成本制约了国内通过融资融券进行量化投资。

量化投资的核心并非追求一时的高收益,其最大优势在于风险控制,坚持追求风险控制后的稳定收益。

证券时报记者 杜志鑫

景顺长城量化及ETF投资总监黎海威认为,目前国内量化产品规模占资管产品总规模不到1%,而海外成熟市场往往可达到20%、30%,甚至更高,国内量化市场还有非常大的空间。

## 量化投资最大优势 在于风险控制

在量化投资方兴未艾的背景下,继富国、博时、华安等基金公司从华尔街重点引进量化投资人才后,景顺长城也在发力量化投资。2012年8月,景顺长城基金引进黎海威担任量化及ETF投资总监。

资料显示,黎海威毕业于美国罗德岛大学及密歇根大学,经济学和金

融工程学硕士,CFA(特许金融分析师)。曾在美国贝莱德集团(原巴克莱国际投资管理有限公司,BGI)主动股票投资部担任量化基金经理、副总裁,后在香港海通国际资产管理有限公司担任量化总监,管理过量化指数增强基金、130-30基金、市场中性基金。具有10年海内外证券、基金行业从业经验。

海外量化投资的流派很多,而黎海威是基本面量化投资领域中最早一批做中国相关市场股票组合的基金经理,具有海外顶级机构股票量化投资和研究的丰富经验。他曾经工作过7年的BGI大中华投资团队已为国内资产管理行业贡献了数名量化团队负责人,包括富国基金量化团队负责人李笑薇。

景顺长城的量化投资团队基本搭

建完毕,目前有五人,包括基金经理、研究员、量化程序员等。按照计划,今年年内将发行第一只量化指数增强产品。未来市场越来越完善,金融工具也越来越丰富,投资者的风险偏好会更多样化,量化策略能满足机构和类机构投资者的各类需求”,黎海威认为,量化投资的核心并非追求一时的高收益,其最大优势在于风险控制,坚持追求风险控制后的稳定收益。

## 量化投资 未来发展空间广阔

目前国内量化产品规模占资管产品总规模不到1%,而海外成熟市场往往可以达到20%甚至更高,国内量化市场还有非常广阔的空间,而且,机构客户对量化产品的需求非常大。”黎海威对未来量