

# QDII投资应该合理定位 (下篇)

©PIMCO Asia Limited 孙昊

## 二, 目前海外市场仍然具有积极意义

尽管国内市场的系统回报率高于海外市场,但为海外投资仍然有其积极意义。

### 1. 分散投资风险,降低总体投资回报的波动率

现代投资有两个重要的目标,一是要提高总体投资的回报,二是要控制总体投资回报的波动性。目前国内的投资者明显地突出前一个目标而忽视后一个目标。

正确资产的配置应该兼顾这两个目标。通常的配置方法有两种,其一是在给定预期回报的条件下,调整资产类别使总体回报的波动性达到最小;其二是在给定回报波动预算的条件下,调整资产类别,使总体预期回报达到最大。而实际的投资中,不能只看投资回报的绝对数,还应该看风险调整后的回报,即单位波动率下的回报。从理论上讲,当一个新的资产类别的回报和现有投资总体回报的相关性小于一,则在投资组合中适时适量地加入这个新的资产类别,总体回报的波动率就会降低,但总体回报并不因此而降低。

海外资产有很多的资产类别回报与国内投资的回报存在着很小的相关性。因此在国内投资组合中加入某些海外资产类别,在保持总体回报基本不变的情况下,总体回报的波动性会大大降低。这一点对风险承受力小的投资者来说非常重要。

### 2. 海外市场和产品可以弥补国内市场和产品的不足

在国内市场中,典型的国内投资者基本是将资金的存款和股票之间摆布,当中的产品主要是货币市场产品和股票产品。国内的债券市场很不发达,买国债还要排队,另类投资也刚刚开始。但在海外市场,投资者的选择则可以在货币市场,外汇市场,债券市场,股票市场和另类投资市场中做选择。

从产品种类来看,我们的某些产品还是空缺,比如说通货膨胀挂钩类产品。在主要发达国家市场,都有此类产品可供投资。目前市场普遍认为未来几年之后,全球的通货膨胀将成为投资者的一个重要的潜在风险。再比如,商品和能源类的产品,目前国内此类产品也非常有限。

### 3. 海外市场可以帮助实现负债驱动投资(Liability Driven Investment)

传统投资中的资产盯住的基准,而基准在很大程度并不一定能很好地匹配负债,并不一定满足未来支付的需要。这在投资资产价格不断上涨和低通货膨胀的条件下是可行的。

负债驱动投资要求基准最大限度地反映负债的相关风险,要求投资的资产最大限度地满足负债支付的需要。这在资产价格大幅度波动或高通货膨胀条件下变得非常重要。

负债驱动投资近年来被越来越多的国内机构投资者所认识,特别是退休基金和人寿保险公司类的客户。

中国国内的市场受到收益曲线不全,债券市场不发达,衍生品不足的限制,很难完全的实施负债驱动投资。在这一点上,海外市场恰恰有它的优势,可以帮助需要长期投资的客户,特别是人寿保险公司类和退休基金类的客户实施负债驱动投资。人寿保险或退休基金管理类的公司,其未来的支付可能要在几十年以后,海外债券市场可以帮助解决国内债券市场不足的问题。另外,海外的衍生品也可以帮助投资者对冲负债中的风险。

## 三, 未来投资全球市场应该关注的几个问题

如果说海外投资仍然有其积极意义,那在现实世界的未来海外投资中应该特别



漫画 高晓建

要那些问题呢?

### 1. 全球的平均经济增长放慢,特别是发达国家的经济增长将明显减缓

这主要是由于过去作为全球经济主要动力的美国的消费将大大减少,消费信贷萎缩,公司融资成本上升,公司税会不可避免的上升,公司赢利能力普遍下降,整体经济的杠杆化会减少,投资者的风险承受力减弱,投资收益下降等原因。全球的经济增长更多要靠新兴市场国家来拉动。

### 2. 新兴市场国家的成长将分化成两种情况

以中国为代表的一些发展中国家,因为有很好的外汇储备,有良好的财政状况,可以灵活地运用货币政策和财政政策,从而可以使经济保持相对好的增长。而另一些新兴市场国家,因为缺少储备,过度以外资,或财政状况不好,目前由于担心货币贬值而不能很好地运用货币政策,并且由于财政状况不佳,无法使用财政政策,这样的国家极有可能回到原来的新兴市场发展的老套路上去,其经济增长面临挑战。

### 3. 短期通缩和长期通胀风险同时存在

短期的通缩压力主要来自于全球目前产能普遍过剩和消费需求的极度不足之间的不平衡。中国在此方面也面临着很大的消费需求不足的问题。然而目前全球各国政府大幅度的增加财政支出,各国央行采取各种方法注入流动性,从长期看,将无疑使市场存在长期通货膨胀的压力。这种通货膨胀的压力合适显现或从市场中反映出来,是投资者应该特别给予关注的。

### 4. 金融业规模会出现收缩

危机之后,政府和监管机构将大大加强响应的监管。金融体系的会进一步补充资本,压缩风险性投资,缩小整体的负债比率,金融体系的杠杆化会大大减少。另一方面,投资者的风险承受力收到影响,将有所减弱,他们会要求更简单的、更透明的产品,对投资回报的期望值也会有所降低。国有化的银行将在很大程度上改变承受高风险、追求高回报的目标。所有这些都会直接影响全球的金融业的规模。

### 5. 继续长期看淡美元

美元汇价长期以来一直受到来自双赤字的压力,这次由美国开始的全球金融危机又使美元的相对地位受到进一步冲击。由于增长的差异和双赤字的作用,在未来几年会继续存在。加上美国政府目前的大规模举债,未来通货膨胀的压力在不断增加。亚洲储备和石油美元会继续寻找新的资产来替代传统的美元储备。所有这些都从长期角度给美元汇价带来压力。国际市场目前比较一直地看

淡长期的美元汇价。

从近期来看,全球投资还应关注下列风险。

第一、政治和政策的风险;以美国为例,目前的纳税人越来越不情愿进一步地拿钱来补贴那些经营不善的金融机构和企业。政府救市的政治成本越来越大,这就使得政府不得不将大规模的、整体的救市计划切成零碎的计划,以减少政治阻力,而这些零碎计划的作用会大打折扣。同时,因为这次危机的情况与历史上历来的危机有所不同,这使得政策制定者犯错误的机会大过历史任何时期。

第二、市场功能的恢复存在风险;政府目前实施了一系列救市及干预措施,包括部分银行的国有化。实施这些干预相比撤出这些干预要容易得多。像市场不是万能的一样,政府从来也不是万能的,特别是当政府将这些干预退出去,较少支出,加税,或因担心通胀而加息的时候,市场会承受再一次的振荡。

第三、过度膨胀的政府债务;还是以美国为例,截至2009年5月底,美国的公共债务总额已经接近11.4万亿美元,公共债务总额占到GDP的82.5%,这是自1951年以来最高的水平。大规模公共债务的供给一方面会影响亚洲储备和石油美元继续购买美国国债的意愿,推高美国国债收益率,增加融资成本。另一方面,由于美国的消费信贷和公司信贷多以美国国债做基准,国债收益率的提高会直接推高消费信贷和公司信贷的成本,在目前情况下,特别不利于信贷市场的恢复。第四:政府机构,如美国两房公司,联邦储蓄保险公司等机构。这些机构的独立透明的运作可以在很大程度上保证市场的信心,这是帮助信贷和经济恢复的重要条件,否则整个市场的风险价差会大幅度增加。第五:新兴市场国家(特别是中国,巴西,印度等)能否实现健康的可持续增长,从而顺利补充由于发达国家消费减少而减弱的全球增长。这也是我们面临的一个重大考验。

综上所述,我们认为海外市场、特别是发达国家市场在未来几年并不存在系统性的高回报;以高回报为单一目标的投资者应该立足于中国内地市场;海外投资对于分散风险,减少总体投资回报波动率有积极意义,同时可以帮助机构客户实施负债驱动投资;QDII的投资应该定位于分散投资风险,减少总体投资回报的波动率及侧重负债驱动投资;未来一段时间,全球金融市场会继续振荡,QDII的投资要有远虑近忧,应该关注资产配置并平衡各种资产回报及其风险。

## 基金仓位监测报告

### 增仓逾5个百分点 上周基金再度大举入市

◎浙商证券 姚小军 邱小平 陆晴虹

上周基金平均仓位全面大幅回升。根据浙商证券的基金仓位监测模型,所监测的267只偏股型(含股票型和混合型,不含指数型)开放式基金的平均仓位上周出现了大幅回升,由前一周的72.84%上升至78.39%,上涨了5.55个百分点,一举收复了此前三周的失地,并回到今年平均仓位的最高水平附近,即使剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,全部基金的主动性增仓也达到4.72个百分点。与此同时,主动性增仓的基金占比由前一周的53.73%进一步上升至73.88%。基金经过三周的持续减仓之后突然全面大幅增仓至较高水平,说明基金此前的减仓并非是看空市场,而是在进行持仓结构的调整,基金对后市看法仍然较为乐观。

各类基金均大幅增仓。按投资类型划分,股票型基金的平均仓位从78.40%上升至84.13%,主动性增仓的幅度为5.01个百分点,混合型基金的平均仓位从65.81%上升至71.14%,主动性增仓的幅度为4.34个百分点,两类基金的仓位均较前一周有明显的上升。按晨星基金类型划分,股票型、积极配置型以及保守配置型的平均仓位分别为83.05,67.02%和41.48%,主动性增仓的幅度分别5.03个百分点,3.97个百分点和1.91个百分点。其中股票型基金的增仓幅度最大。

大幅增仓的基金比例明显增加。从上周基金主动性调仓幅度的分布情况来看,有28.84%的偏股型基金增仓幅度在0%~5%之间,有23.60%的偏股型基金的增仓幅度在5%~10%之间,此外,还有21.72%的偏股型基金增仓幅度在10%以上,大幅增仓的基金比例较上周有明显的增加。与此同时,只有17.60%的基金的减仓幅度在0%~5%的基金,较前一周下降了13个百分点,此外,减仓幅度在10%以上的基金占比为2.34%,也比前一周下降了5个百分点。从第一季度末以来基金主动性增仓的分布来看,主动增仓的基金数量(154只)已经超过主动减仓的基金数量(113只)。

高仓位基金数量明显回升。从全部偏股型基金的分布来看,仓位在80%以上的基金数量占据着半壁江山,其中仓位在80%~90%之间的基金显著增加,而仓位在90%以上的基金更是较前一周上涨了一倍。与此同时,仓位在60%~70%的中等仓位基金数量则下降了一半,而仓位在60%以下的基金数量也有小幅下降。我们还观察到,有22.85%的基金的仓位接近募集说明书中所述的配置上限,与前一周相比上升了一倍,而接近仓位配置下限的基金则下降到0.37%,与前一周相比有2.62个百分点的回落。基金的仓位配置重新恢复到前期的高仓位水平,再次说明基金对后市运行方向看法较为乐观。

按基金公司划分,根据模型的测算,目前旗下基金平均仓位较高的基金公司农银汇理、交银施罗德、汇添富、建信、大成和景顺长城等基金公司,这些基金公司旗下偏股型基金的平均仓位在88%以上,而金元比联、东方和汇丰晋信等基金公司旗下偏股型基金的平均仓位则相对较低;从基金公司主动性增仓情况来看,近一周以来,摩根士丹利华鑫、中海、信达澳银、宝盈和长盛等基金公司旗下偏股型基金有明显的主动性增仓行为,而嘉实、泰信、金元比联和诺安等基金公司旗下偏股型基金则有较为明显的主动性减仓行为。