

大成基金 针对性布局固定收益产品

□本报记者 郑洞宇

陈尚前 利率市场化促债市爆发



近年理财产品发行火爆，基金公司也大多希望通过理财基金“抢滩”理财市场。大成基金固定收益部总监陈尚前认为，理财基金的火爆，是中国利率市场化大背景下催生的新气象。而利率市场化的进一步推进，是汇率市场化和金融改革深化的前提，也给债券市场大规模发展带来了重大机遇。基金公司在此过程中面临着机会和挑战。陈尚前表示，大成基金固定收益产品未来会构建成一个纯债化的“大超市”，希望在不同阶段都能够为投资者提供合适的产品。

大成景丰分级债券型基金经理陶铄认为，在经济下滑且通胀有可能反弹的情况下，货币政策难以明显放松，短期货币市场利率仍将维持相对高位，有利于新发理财产品收益率的提升。随着季末资金面收紧，9月底货币市场利率有望进一步冲高，为大成月添利短期理财债基提供了较好的投资运作环境。

中国证券报：基于这种判断，哪类固定收益产品存在较好的投资机会？债市行情会否延续？

陶铄：8月以来，在市场降准预期频频落空的背景下，货币市场利率逐渐走高，虽然央行通过逆回购

一般来说，利率市场化需要先行，它是实行汇率市场化的前提。此前银行理财产品的发行，就是利率市场化的先兆。

利率市场化对证券市场的影响主要有两大方面：一是金融脱媒，即由原本商业银行间接融资为主的融资模式，转为直接融资与间接融资并重的模式；一是金融创新，即在利率市场化的过程中，大量的金融创新工具会应运而生，各种中介和载体会迅速发展，比如以货币基金和短期理财产品为主的“影子银行”出现。美国在利率市场化进程中，货币市场基金的爆发性增长和发展就是最典型的案例。

市场发展和创新带来的产品多样化和个性化将为投资者提供一站式服务，投资者可以根据自己的风险偏好、预期收益及流动性要求，选择适合自己的产品。例如目前市场上不仅有传统的货币基金，还有创新型理财债券基金、短债基金等等。传统货币基金随时可以发起赎回，短期理财债基则有一定的运作期，到期开放赎回。另一方面，银行的定存利率通常高于活期利率，是因为定存让投资者牺牲了一定的流动性，理应获取更高的收益作为补偿，理财基金的产品设计初衷也是这个道理。此外，个人存定期存款，如果提前支取就成了活期存款，利息收入一定大打折扣。而理财基金的投资管理人能够通过适当期限错配技术解决这个问题，基金持有人的份额每日或定期可接受申购赎回，但收益所受影响较小。

中国证券报：在利率市场化的环境中，固定收益投资将面临

哪些机遇和挑战？

陈尚前：债券市场将迎来大发展阶段，固定收益投资也将迎来很好的发展机遇。首先，固定收益市场将向广度和深度发展。过去债券市场投资主体以商业银行为主导，以资产配置、长期持有为主要投资方式，这样的市场结构容易出现投资趋同性。而随着固定收益市场投资群体越来越多元化，投资者结构越来越丰富，固定收益投资模式和投资策略也将出现多元化，如长期持有、择时、个券选择、套利、对冲等等。

二是收益来源的多元化。市场从以国债和政策性金融债为主导的利率产品，逐步发展到利率和信用债等产品并重的阶段。随着创新型货币市场工具如大额CD、资产证券化、国债期货等新的投资工具的推出，固定收益类产品更加丰富和多元化，这就为固定收益不同盈利模式获利提供了足够的工具和收益来源，资产管理人就可以通过不同的策略，根据客户的需要量身定做，提供给他们不同收益特点的产品。更重要的是，这种多元化使得固定收益类产品在不同时期和阶段，总能给投资者带来稳定的绝对收益，当然，这主要取决于管理人的投资能力和产品设计，这个特点会极大地推动整个固定收益市场的快速发展。

三是风险多元化。收益多元化也必然带来风险的多元化。过去固定收益投资以久期风险为主，如今有久期风险、信用风险、流动性风险等，而且许多风险是叠加的，另外杠杆的运用使得风险被急剧扩大。因此，对于资产

管理者而言，在固定收益管理过程中，管理风险和获取收益同等重要。另外，过去资产管理收益来源主要依赖于资本利得，而随着上述市场的发展和变化，未来利息收入、分红收入等在收益来源中占比会越来越大，资产管理者要减少对资本利得收益的依赖。

中国证券报：在这种背景下，大成基金固定收益部有哪些部署？

陈尚前：未来公司会丰富各种类型产品，形成一个固定收益产品超市。我们不仅要做资产管理，还要做负债（客户分类、需求细化等）管理，在合适的时候推荐合适的产品给合适的客户。要达到这个目标，有两方面工作需要重点落实：一是产品的纯债化。过去固定收益类基金管理主要以类似混合资产管理的思路为主，这种思路在目前的市场环境中，投资难度越来越大。而如果定位清晰，经过细分后，产品风险反而能够降低。所以，产品也要针对客户需求进行细分。对于基金公司而言，没有一样产品是可以“包打天下”的。比如某些保险公司不能做无担保的信用债，我们就可以通过产品的细分定位，满足一些特定客户的需求。通过发行创新理财债券产品、针对特定客户群体的货币基金、债券ETF等产品，逐步形成一个固定收益产品超市；二是做好客户需求管理。客户的理财需求也需要引导，可以根据资产市场变化特征推荐相应的产品给合适的客户，满足不同类型客户的理财需求。

中国证券报：目前中国利率市场化进程如何？对证券市场发展有何深远影响？

陈尚前：中国利率市场化的宏观背景是全球经济转型。在这个过程中，中国原有的以世界工厂为主导的产业格局开始出现

转变，开始通过致力于拉动消费、不过度依赖投资以保持经济的稳定增长，也就是说，中国处于分工格局的重塑过程中。此外，利率市场化也顺应了金融深化的过程。金融深化的两个层面包括利率市场化和汇率市场化。

中国证券报：在利率市场化的环境中，固定收益投资将面临

陶铄 货币市场收益有望提升

中国证券报：你对目前的经济环境有什么看法？货币政策是否有可能进一步宽松？

陶铄：从经济基本面上看，在出口明显下降、消费和投资难以明显反弹的背景下，经济增长仍然存在下降压力；从通货膨胀水平来看，虽然在经济较弱的背景下，通胀整体压力不大，但近期食品价格明显反弹，预计今年8月CPI同比将反弹至2%以上。

对房价反弹的担心和短期内食品通胀的压力使得央行进一步放宽货币政策的压力增加，预计央行可能更倾向于汇率政策的运用，而在降息上将比较谨慎。短期内央行仍将以逆回购为主投放流动性，虽然不排除9月下调一次准备金率的可能性，但对货币市场利率的影响可能较小。在央行仍然维持稳健货币政策的背景下，银行间市场流动性仍将维持紧平衡，主要货币市场利率难以在当前基础上明显下降，不排除在9月底因季末效应而出现一定上升的可能性。

中国证券报：基于这种判断，哪类固定收益产品存在较好的投资机会？债市行情会否延续？

陶铄：8月以来，在市场降准预期频频落空的背景下，货币市场利率逐渐走高，虽然央行通过逆回购

向市场注入流动性，但由于央行将7天和14天逆回购利率控制在3.4%和3.6%附近，货币市场利率难以明显下降。回购利率水平保持在历史偏高的位置，表明央行不希望资金价格过于便宜。这种资金面相对紧张的局面，有利于货币基金，特别是新建仓的理财基金产品。

至于债券市场，我认为下半年还有机会，但短期而言，债市需要等待。季末资金面如果如预期一样较为紧张，可能对债市造成一定的冲击，那些持有债券的老基金可能会受到净值损失。然而，若债市因为季末冲击有所回调，则为债券投资者提供了一个相对较好的配置机会——事实上，去年债券类固收产品的低点就出现在9月末。相对而言，下半年还是更看好货币市场类的投资机会。央行将利率维持较高水平，有利于提高货币基金、理财基金的收益率。信用债方面的供给压力还较大，信用基本面也存在风险，最好的配置时点还没有到。如果未来经济继续下滑，中长期的利率品种也颇具吸引力。

中国证券报：近期大成基金发行的理财产品有何特点？决定理财产品收益率的关键是什么？

陶铄：大成月添利短期理财债基和货币基金一样，拥有低风险、

复利收益和零手续费等特点，是非常好的现金管理工具。大成月添利短期理财债基的业绩比较基准为税后七天通知存款利率（目前1.49%/年），而大部分货币基金的业绩比较基准为活期存款利率（目前0.35%/年）。大成月添利短期理财基金成立后，可每日申购，但只在30天后方可赎回，因此基金经理可对每日最大赎回规模进行预测，以最大限度地提高资金的使用效率。大成月添利短期理财债基的综合费率低于货币市场基金及其他基金品种。

决定理财基金短期收益水平的关键因素有三个：一是产品的创新特征。理财基金的定期开放特征使得管理人能够了解到期的现金流，面临的不确定性申购赎回压力低，净值相对稳定；二是产品的成立时间。若成立的时点较好，如处于货币市场利率的相对高点，则有利于组合收益率提升。今年9月底市场利率水平相对较高，就是个较好的成立时机；三是基金经理的管理能力，即基金经理对市场波动与机会的把握能力。从长期来看，理财基金相对确定的现金流、更灵活的投资和回购比例限制，使得其收益率具有相对竞争力。

责编：鲁孝年 美编：尹 建



陶铄，中国科学院管理学硕士。曾任职于招商银行总行、普华永道会计师事务所、穆迪投资者服务有限公司、中国国际金融有限公司。曾担任中国国际金融有限公司固定收益部高级经理、副总经理。2010年9月加入大成基金管理有限公司，历任研究员、基金经理助理。2012年2月9日起任大成景丰分级债券型基金基金经理。