

# 今年“冬天”特别冷

## 债基赎回压力山大加剧债市调整

### 收益率飙升或砸出长期“黄金坑”

□本报记者 郑洞宇

虽说债市投资有着“冬藏春收”的季节性规律,每年四季度往往会继续三季度的调整,在来年的一季度出现反弹。但今年债市的冬天无疑比往年更加寒冷,11月19日10年期国债收益率一度飙至4.77%的高位,创出9年来新高。多位固定收益总监认为,目前债市仍不能言底,调整在年底仍可能延续。加剧债市调整的直接力量是资金赎回形成的流动性冲击。目前定期开放债基和分级债基A份额在年底面临着较大的赎回压力,基金经理被迫卖券,使得债市在底部继续“砸坑”。但悲观的情绪中也酝酿着机会,多位固定收益总监也表示,目前债券的回报率已经较为客观,未来存在不错的收益机会。

#### “砸债券”仍是进行时

债市自今年三季度以来的调整仍在延续,而年底加剧债市调整的风险主要来自于赎回压力及资金压力,机构投资者被迫卖券的行为。

深圳某债券基金经理表示,年底债市主要面临三大风险。一是流动性不确定性造成的风险,12月底和春节前后会出现季节性流动性紧张,这一风险难以避免;二是四季度以来债券基金出现大面积赎回,由于债市收益率调整的幅度非常大,债券出现大幅调整,开放式债券基金的收益率不及预期,这些基金面临着大规模赎回的风险。为了保证应对赎回的流动性问题,这些定期开放式基金会提前大规模卖出债券,这包括交易所市场的债券,也包括银行间市场的债券;三是信用风险也需要重点关注,目前社会融资总量出现下滑,对于一些信用资质比较弱的企业,可能会出现一些负面的信用风险,爆发对债市估值和流动性的双重冲击。

这三大风险最直接的影响,就是使得基金经理不得不卖出债券。由于债券的交易活跃度和证券流动性较股票差,基金经理变现债券会出现较大的“冲击成本”,一方面使得基金的净值出现下滑,另一方面也进一步砸低了债券价格。有债券基金经理表示,近期定期开放债基打开申购赎回,赎回力度都非常大,在业内是较普遍的现象,只能通过提前变现债券,应对赎回压力。

除了定期开放债基,分级基金A份额由于目前预期收益没有明显的吸引力,也可能承受较大的赎回压力。金牛理财网数据显示,截至2014年1月底,将有15只分级债基A类份额打开申赎,规模合计达到150亿左右,其中今年年底到期的规模为110亿左右。多数基金的约定收益率在4.5%以下,不及目前在售银行理财产品的平均水平,甚至不及部分T+0货币基金,因此,可以预计将面临巨大赎回压力。

抛债的压力还不仅仅来自于为应对赎回而卖债的债券基金。业内人士表示,银行、险资等机构年底为应对资金压力,也会一定程度上卖券。原因在于,收益预期较高的非标资产流动性比收益率预期较低的债券更差,卖出非标资产比债券困难些,所以这些机构也可能在年底先考虑卖出债券,加剧债市调整。

#### 长期价值逐渐清晰

随着债市进一步调整,债券收益率攀升,债券的配置价值也逐渐清晰。近期有大户甚至打算将炒股资金部分转移至长期国债之上,由于债券的收益率可以测算,上涨有顶下跌有底,债市的调整也不会毫无理性地进行下去。年底资金面紧张形成的赎回压力,也可能砸出债市中长期配置的“黄金坑”。

安信基金固定收益部总经理李勇认为,四季度债券市场可能先抑后扬,短期通胀数据、贷款投放、外汇流入都超出预期,央行有可能会进一步收紧流动性,长期债券还可能继续下跌,而中长期债券调整空间非常有限。在四季度债券的调整过程中,恰好是债券基金配置的良机。比如说,目前信用债收益率正处历史较高水平,3年期AA评级和1年期AA的信用债平均收益率已达6%左右。因此,新基金在此时成立对于债券投资是非常有利的。预期四季度会是债券投资的买入机会,而债券基金收益大幅提高的时间窗口可能出现在明年二季度。

在基本面偏弱与流动性偏紧的情况下,融通基金固定收益部总监韩海平表示债市的调整行情仍未结束。债市未来能否重拾升势需要重点观察经济拐点、通胀拐点、流动性拐点三大信号。从目前来看,经济拐点应该会出现明年一季度左右,通胀拐点会在明年二季度明朗,这样流动性才会出现变化,货币政策可能迎来相应的调整。但年底之前,最好的投资机会还是在于货币市场,在流动性紧张的局面下,货币市场利率较高,是较好的投资机会。而从中长期来看,债券收益率的配置价值已经较为明显,明年二季度左右债市应该会有比较好的表现。

### 财通基金:后市行情相对谨慎

针对目前的A股市场表现,财通基金发布的最新投研观点认为,本届三中全会是极其重要的标志性事件,对中国的经济及政治体制改革、长期增长潜力的释放有着重要的意义;但短期来看,经济尚缺乏稳固向上的想象空间,货币政策也没有放松余地,因此对后市行情相对谨慎,板块方面继续等待医药、大众消费品调整至合理价位。

财通基金认为,10月份经济数据看起来虽然稳定,但经济失去向上的想象空间。相反,随着新一轮房地产调控开始,中期内需要关注地产业销售和投资回落的影响;CPI继续攀升,货币政策没有放松余地,超过14%的货币增速对于7%多的经济增速来说仍偏高。综合而言,对后市的判断相对较为谨慎。板块方面,周期股和大盘股因经济缺乏上行空间和地产调控仍然没有机会,成长和小盘股则仍在调整过程中。

财通基金同时分析海外市场认为,10月美国非农就业环比强劲增长20.4万好于预期,失业率受政府关门影响短期反弹至7.3%,良好的就业数据将使得海外市场对美联储12月开始退出QE的预期小幅增强,若后续美国经济数据逐渐确认经济增长加快,则进入12月后,全球金融市场因QE退出预期强化进行大幅调整的风险将显著上升。(田露)



CFP图片

## 部分跌破阈值 杠杆债基净值创年内新低

□本报记者 常仙鹤

11月刚刚过半,银行间市场的资金再度紧张起来,债券市场再次受到资金面紧张的冲击,债券基金遭遇业绩和赎回的双重压力,其中部分杠杆债基净值创年内新低。业内人士综合资金面和政策面的判断,预计债市调整可能仍将继续。

#### 部分杠杆债基跌破阈值

股指在14日迎来反弹,对资金吸引力日增,而债券市场却在资金面紧张状况的影响下再度遭遇挫折,相关杠杆债基净值大幅下跌,机构纷纷离场观望。

在经历6月底的“钱荒”后,近期资金价格再度飙升。截至周一,隔夜SHIBOR已升至4.513%,7天SHIBOR升至5.357%,14天SHIBOR升至6.198%,30天SHIBOR已高达6.405%,接近10月份的高点。虽然19日各期限SHIBOR有所回调,但值得注意的是,10月份的一轮资金拆借利

## 规模下降 募集延期 债基发行遭遇寒流

□本报记者 黄淑慧

由于债券市场陷入了持续调整的泥潭,近期债券基金发行也因此遭遇到寒流冲击。11月份以来,已有多只债券基金公告延长募集期,已经完成发行的债基中多数基金的募集效果也并不理想。

#### 多只产品延长募集期

年末时分,此前为避免不利债市局面而暂缓发行的基金,纷纷选择在此时入场,债基发行因此掀起了一轮小高潮。不过这轮债市调整比预期要长,一些基金发行仍然遇到不小阻力。

11月以来,已有华安年年红定期开放债基、中海惠利纯债、鹏华丰融定期开放债基、长信纯债定期开放债基、信诚年有余定期开放债基等多只产品延长募集期。

金牛理财网数据显示,自今年3月创下31.64亿份的平均发行规模之后,债券基金发行就一直在走“下坡路”,9月、10月的平均发行规模更是

率上扬起始于10月23日,高点出现在月末,而本月14日,市场资金就开始紧张起来。市场人士预计,按这个趋势,本月底之前市场资金紧张程度超过10月份的可能性非常大。

受资金面紧张冲击,债券市场调整陡然加速,债券基金境遇雪上加霜。某债券基金经理向中国证券报记者表示,经历6月份“钱荒”之后,债券收益率仅在7月初资金面稍稍好转时有所下行,但8月份以后就再次掉头上行,11月份以来,收益率不仅未有丝毫改善迹象,而且大有加速的趋势。

债市深度调整导致基金净值大幅下跌。金牛理财网数据显示,在统计的630只债基中,本月累计净值增长率为正的仅有86只,其余皆为零增长或负增长。杠杆债基进取份额跌幅靠前,其中嘉实多利分级进取净值本月以来跌幅达9.85%,净值为年内新低。申万菱信深成进取19日跌3.49%,净值跌破0.1元阈值,并失去杠杆。数据还显示,债基近三个月的

年化收益率平均值为-3.89%;在净值拖累下,债券基金将要面临的是如山的赎回压力,基金三季报数据显示,共有539只债基共计5133.12亿份基金份额遭到赎回,另外,将有超过100亿元规模债券基金A类份额将在年底陆续到期并打开申赎,债券基金四季度赎回压力或更大。

#### 债市仍受压制

业内人士认为,经历8月份以来的深幅调整,债券收益率已经达到相对高点,债市从理论上讲应该是左侧交易的良机,但从目前资金面状况来看,可能还需要再观望一段时间,债基净值下跌可能还没结束。

东北证券表示,短期来看,通胀预期、热钱流入、供求失衡、全社会收益中枢的提高仍将对债券市场形成强有力的压制,央行必将严格执行紧平衡的货币政策,债券市场悲观情绪难有实质性修复,收益率或将继续惯性上冲,并向远端和信用债传导,债市调整尚不言底。

分别只有6.36亿份、5.41亿份。11月以来虽然这一数据回升到10.11亿份,但如果剔除几只银行系基金公司发行的普通债基,以及分级债基,这一数据也将大为失色。

数据显示,11月成立的17只债券基金中,中银惠利定开债基募得29.81亿份、中邮定期开放债基募得37.74亿份,大成景祥、泰达宏利瑞利两只分级债基分别募得16.64亿份、20.34亿份。除此之外,其余债券基金发行规模都乏善可陈,除了国泰海金互联网债券基金借势互联网金融强大的宣传攻势,在15天里募得10.12亿份之外,其余债基募集规模均不足10亿份,多数在5亿份左右徘徊,甚至有多只基金募集规模仅2亿份出头。

#### 债基生存空间受挤压

业内人士分析,债券基金受到冷落,主要与今年以来的债市行情和基金业绩相关。金牛理财网数据显示,今年以来债券型基金平均收益率水平已经收窄至1.69%,不及货币基金平均

3.39%的收益。短期来看,债市难改弱势格局,现券的悲观情绪依然未有改善,经济基本面也较为平稳,债市依然缺乏做多动力。

另一方面,在诸多低风险固定收益类产品的冲击下,尤其是互联网金融浪潮下诸多“广告产品”的凌厉攻势下,在投资者眼中,债券基金的风险与收益已经很难匹配。事实上,无论是“百度百发”,还是约定收益率达6%的易方达聚盈分级债券A份额,都给基金业界带来不小的震动。

一位债券基金经理坦言,虽然银行间AA级一年期拆融收益率水平能达到6%-8%,从票息来看已经具有一定吸引力。在实际运作中如果加些杠杆,最终债基实际回报有可能达到一个比较合意的水平。但是在资金利率居高不下的情况下,货币基金的年化收益率水平能长时间持续稳定在4%左右,风险很低并且又不损失流动性,一些处于宣传推广期的互联网金融产品更是将收益率抬升到6%以上,这些都严重挤压了原本属于普通债券基金的空间。



#### ■ 基金市况

### 场内交易型基金涨多跌少

11月20日,市场延续窄幅震荡走势,上证指数上涨0.61%。场内交易型基金涨多跌少,传统封闭式基金涨跌幅均不足1%,杠杆股基中欧盛世成长B收五连阳,部分杠杆债基价格再度走低。

分级基金方面,杠杆股基平均上涨0.65%,杠杆债基平均下跌0.19%。其中,杠杆股基中欧盛世成长B上涨2.29%,收五连阳,近五个交易日累计涨幅已达21.52%,

### 易方达新兴成长26日结束发行

十八届三中全会公报透露,新兴产业因符合经济转型方向有望成为资本市场的持续热点,主投新兴产业的相关基金也备受市场关注。据悉,易方达新兴成长基金将于11月26日结束发行。

新兴产业具有弹性大、涨幅高的特点。从历史数据来看,2005年初到2013年9月底,中证新兴产业指数上涨450.61%,是同期上证综指涨幅(74.99%)的6倍,沪深300(145.12%)的3倍。成长风格

### 万家市政纯债22日结束募集

国内首只市政建设主题债基——万家市政纯债定期开放债券基金将于11月22日结束募集,投资者目前仍可通过农业银行等代销机构,以及万家基金网上直销平台进行认购。万家市政纯债主要投向市政建设类债券,为投资者提供契合市场节奏变化的理财选择。分析人士指出,经过2011年的平台整治,地方政府平台发债越来越规范化。从市政建设债券市场的现有规模看,仅公募的

### 适当上调三到八年经济增长预期

泰达宏利认为,本届三中全会改革措施的主要亮点有国企、金融、土地、财税和司法改革五个方面。基于改革的推进,可以适当上调未来三到八年的经济增长预期。一是国企改革,组建若干国有资本运营公司,划转部分国有资本充实社会保障基金;提高国有资本收益上缴公共财政比例至30%;二是金融改革:证券方面,推进股票发行注册制,多渠道融资渠道建设;保险方面制定实施免税、延期征税等优惠政策,加快发展企业年金、职业年金、商业保险;三是土地制度改革:允许农村集体经营性建设用地出让、租赁、入股,实行与国有土地同等入市、同权同价;逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制,加快房地产税立法并适时推进改革;赋予农民更多财产权

利,保障农户宅基地用益物权,改革完善农村宅基地制度,选择若干试点,慎重稳妥推进农民住房财产权抵押、担保、转让,探索农民增加财产性收入渠道;四是财税改革:允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道,允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营;五是司法改革:改革司法管理体制,推动省以下地方法院、检察院人财物统一管理,探索建立与行政区划适当分离的司法管辖制度。

泰达宏利认为,后续在各个领域的改革细则出台,政策会实质性落地。基于改革的推进,可以适当上调未来三到八年的经济增长预期。在改革措施略超预期的背景下,金融行业中券商股在近期反弹行情中值得关注。(曹秉喻)

### 华商基金田明圣:蓝筹修复与成长分化并存

三中全会之后,市场的多头情绪被显著地提振,甚至“牛市”呼声再起。华商领先企业基金经理田明圣认为,三中全会标志着新一轮改革正式启动,从此次改革的决心、力度和具体措施来看均值得期待。但改革并不是一蹴而就的,短期来看,利率市场化等改革措施会对现有的金融体系产生冲击,金融体系去杠杆化进程会对部分传统行业产生冲击;另一方面新的成长性行业和投资机会还需要时间孵化,改革带动企业盈利的显著性增长还需要较长一段时间。

至于明年,田明圣认为,出口由于欧美经济复苏,形势会得到改善;投资方面,今年下半年房地产销售情况良好,明年上半年地产、基建的新开工投资将处于较高水平;同时,随着改革力度增强

### 光大动态优选王健:侧重回调较深的价值成长股

展望后市,光大动态优选基金经理王健表示,随着有关部门对资金使用指导思路“用好增量,盘活存量”的贯彻以及围绕人的城镇化所做的改革等情况下,中国经济硬着陆的风险减小,当前上证指数处于2200点的区域,市场整体估值处于历史底部,但结构性泡沫依然存在,因此行业配置结构调整和精选个股将继续构成未来超额收益的主要来源。在四季度的操作中,将侧重于今年以来因市场结构调整回调较深的具有持续成长能力的价值成长股,坚持选择具有足够安全边际的标的,以期在企业的长期成长中获取回报。(李良)

## 博耳电力:通过技术创新 服务电网建设

“技术共建·精益求精”,2013年中电联输配电技术创新与应用交流会日前在江苏无锡隆重举行。来自国家电网、南方电网、五大发电集团及著名电力制造企业在内的近500余位代表出席了大会。作为一站式综合配电设备和能效管理解决方案提供商,博耳电力董事会主席钱毅湘在会上发表了“通过技术创新 服务电网建设”的演讲主题,与代表分享了博耳电力多年来持续技术创新的努力和阶段性产品研发的最新成果,引起了代表们的广泛关注。

1985年诞生于中国乡镇企业摇篮——无锡的博耳电



图:博耳电力董事会主席钱毅湘

力,历经三十年、两代人的不懈努力,积累了坚实的规模化工业基础。2010年在香港主板上市后,国际资本的注入给博耳带来新的活力,为了梦想而追逐的博耳人正践行着“做高效有度能源管理的实践者,改善和保护地球环境”的企业使命。

近年来,博耳先后通过并购成立了上海电科博耳开关有限公司和博耳(无锡)特种电力电容器有限公司,今年年初更是走出国门,收购了西班牙文博(GRUPO TEMPER)品牌。这次成功的收购,让公司在如何实现工厂信息化和实践企业绿色能源使命的层面有了深刻的体会。

钱总深有感触地讲到,以前我们讲工厂信息化,总是以为漂亮的厂房,自动化的流水线和先进的制造设备就够了。到了西班牙Temper公司,才真正深刻理解工厂信息化的含义——信息化是贯穿在产品研发生产、制造、检测、物流和客户服务的全过程,信息化是快速服务客户和企业持续创新的保障。

另一个深深触动钱总内心的是欧洲社会、从企业层面对绿色能源应用的关注,而Temper公司多年来做了深厚的技术和产品准备。回国后,钱总立刻成立了博耳新能源公司,博耳无锡工厂的1.5Mw屋顶太阳能发电项目即将在年底并网发电。

博耳将更加努力全面服务绿色电网,共同建设绿色家园。