

既然琴瑟起 何以笙箫默 迎接债券收益率中枢的下行



□博时安丰18个月定期开放债券基金经理
魏桢

2002年以来,以年度为单位,2002年、2005年、2008年、2011年和2014年债券市场收益率曲线下行,“失年”的三年周期完美上演。2014年是典型的牛市。不同等级、品种和行业的信用债都跟随着利率债下行,信用利差多数收窄。

2014年的债券牛市有几个特征:一是

国开债与其它政策性金融债的流动性溢价扩大,特别是中长期品种流动性溢价相对更明显;二是信用债与利率债之间信用利差大幅收窄,低等级信用债(AA-)与中高等级的评级间利差明显拉大;三是产业债中强周期行业个券分化持续。AAA钢铁和煤炭的行业间利差最明显。

展望2015,贯穿债券市场行情的主线依然是经济增速下台阶和低通胀,这为2015年债券市场提供一个长期牛市的环境。同时股市趋势性上涨明确,债市波动加大,这使得市场特征必然显著区别于2014年前10个月的快速大幅下行的趋势特征,而开始更多体现出围绕中枢下行轨迹的波动性特征。因此捕捉转折点、准确识别利率底以及波段性操作成为2015年债市投资的主要策略。

从资产负债表的角度剖析,债务存续已经逐步成为中国整体宏观面临的主要矛盾,结构上集中在企业部门和地方政府部门,中长期来看,中国债券收益率中枢将不断趋于下行,2015年债券收益率底部可能将低于2014年,力争为组合贡献一部分资本利得收益。从票息绝对收益角度,现在短久期低评级债券收益率高于历史中位数,长久期高评级债券收益率略低于历史中位数,意味着纯债基金在2015年仍然具有配置价值。短期来看,2014年12月份中登事件后债券收益率有所回落,债券基金受流动性冲击,估值有所回落;另外新股因素造成资金面波动、一季度经济

数据短期反弹、理财的配置需求弱化需要一个过程等会使得一季度市场处于不断震荡的格局,这也为博时安丰的调仓交易提供很好的契机,3月24日后重新建仓的时机给尚未入市又追求稳健回报的投资者提供了良好的投资时点。

各部门资产负债表的情况,决定了宏观政策的走向,进而决定了到央行的货币政策基调,就是配合改革,我们认为央行任务主要两点:一是通过货币政策帮助稳定房地产市场,二是通过货币政策帮助企业部门降低债务存续压力,这里面既有价格因素,又有债务规模和结构因素的考虑。

对于2015年流动性总体判断,我们认为是曲折展开的趋势,存在阶段性冲击可能。从外汇占款和超储的角度分析,我们认为2015年基础货币缺口将更加依赖央行的投放。另外,随着上半年全球对于美国加息预期时点的临近,流动性在2季度可能会出现一定程度的外流,并结合国内的银行体系流动性缺口形成阶段性的冲击。但是这样的一种冲击至多只是阶段性的、而非趋势性的。总体而言,2015年流动性保持宽松的趋势,但过程会一步一曲折,并且在年中前后可能存在一定的阶段性冲击可能。

从收益率曲线目前的估值水平衡量,对比2003-2007年以及2010-2013年,现在长期限无风险利率基本在历史均值的附近,而短期限收益率则高于历史均值。由于经济潜在增速已经开始下行,并且随着

2008-2013年保增长带来的“类滞涨”阶段的过去,潜在增速的下行内生性的要求对应收益率中枢的下行。从这个角度看,目前的中长端收益率,尽管已经经历了2014年的大幅下行,并没有出现过度乐观的预期。从收益率的期限结构看,目前无风险收益率的期限利差持续保持在低位,长端利率的下行需要货币政策进一步引导短端作为前提,而从宏观的需求看,这一点在2015年是可以看到的,短端将为长端带来进一步下行的空间。

不管看似情况表面如何变化,估值仍然是债券投资的真正准绳。首先,我们将充分利用封闭式基金的流动性优势,保持稳健的操作风格,跟随市场涨跌节奏,有足够的窗口在调整过程中去匹配和挑选具有价值的品种,积极把握好建仓时点和交易节奏。其次,我们注重配置和绝对收益率,加强信用产品投资,尤其严格把控信用风险,并灵活运用杠杆优势,甄选出性价比高的信用债,力争使组合的绝对收益率有明显的提升,为产品的长期业绩打下基础。

博时安丰18个月定期开放债券基金封闭运作,有益于择时的把握,并按照我们的策略精挑细选逐步配置较安全和高收益券种。我们的投资思路主要围绕“反向博弈”的交易逻辑。预计2015年整体市场的交易难度上升,或者说,每一次较为明显的收益率反弹,在中枢下行趋势不变的前提下,都是拉长周期的好机会。

中国正从人口红利向资本红利转型



□深圳菁英时代投资管理有限公司
董事长 陈宏超

目前中国在人口红利向人口负债转变的关键时刻,需要实现从人口红利向资本红利的战略转型,大力发展战略养老,一方面让养老金通过资本市场支持实体经济的发展,另一方面养老金通过分红享受资本市场的收益,释放中国老龄化风险。

长期而言,人口红利已经难以持续,随着老龄化的来临,中国必须要用更少的劳动力来赡养更多的老人。中国的经济转型与人口结构的变化决定了资本红利时代必然开启。一方面资本市场可以作为融资的市场为创新型企业的的发展提供资金来源;另一方面,投资者可以分享经济发展的红利,为中国社会的沉重养老负担储存资源。

产业资本与金融资本的融合像冬虫夏草般分不开。资本市场将成为一个强大的平台,更好地做到资金的融通,将资本与实体经济高效地连结在一起,促进经济的全方位发展,特别是转型时期新兴产业的跨越式发

展。资本市场将成为中产阶级获取财产性收入的重要途径,高效的资本市场在服务于实体经济发展的同时,将给投资者带来长期的、可持续的回报,达到多赢的格局。“65”后婴儿潮一代以及老龄化日趋严重的中国,将从个人及政府的角度,更多地考虑未来的养老需求,这一部分资金将持续成为资本市场的“活水”,使资本市场有源源不断的资金来源,而资本市场给予投资者的回报,将满足大家未来的养老需求。如果中国版的401(k)计划能顺利实施,将给中国的资本市场带来巨变,资本红利时代的到来将得到加速。

中国若要在新的世纪执掌世界发展之牛耳,必须走金融大国战略路线。纵观全球金融中心的演变,其转移趋势可谓是自下而上,它只会流转到最适合它发展的土地上,而且这种趋势一旦形成就永不回头。从13世纪到21世纪,全球金融中心随着经济中心的转移而转移。13世纪是威尼斯,15世纪开始是阿姆斯特丹,从17世纪慢慢漂移到伦敦。那时的金融中心更多是货币的结算中心和交换中心。到19世纪末,金融中心开始漂向纽约,20世纪金融中心功能升级为财富管理中心。美国在20世纪的霸主地位的奠定,强大的金融体系功不可没。

金融的核心是资本市场,民间信贷的发达、中小企业经营之困难、与国外企业之差距等一系列问题,都间接地反映出我们资本市场尚不能满足不同层次的需求。单纯依靠银行的间接融资体系不足以支撑日益增长的实体经济需求。

如果我们要建立起多层次的资本市场,只要不脱离发展实体经济的初衷,将资本市场与实体经济紧密地结合,未来以养老需求为主的

投资主体不仅可以获得不俗的回报,也可以极大地促进实体经济的发展。通过养老金发展推动资本市场发展,推动直接融资模式发展,进而改变中国的金融结构、财富结构,推动中国经济转型。

在我国的融资结构中,债市占20%,股市占7%,除去其他部分的3%外,70%来自于银行贷款。对比美国的融资结构,以高息债为主的债市占85%,股市占10%,而银行贷款只占5%。银行一家独大的局面严重阻滞了中国创新力最强的民营经济的活力,通过引入长期资本进入,并且引导资金流入这些具有创新活力的民营经济中,中国未来才能真正实现生产效率的提升,经济转型动力真正才得以转换。不仅内部要改革,我们也需要开放。今天资本市场所做的变革就如同30年前的改革开放一样,“不管白猫黑猫,只要能抓到老鼠就是好猫”。我们的国际板推出,走出去与请进来并行,开启中国资本国际化的通道。将优秀的好企业请到中国来上市,让我们的民众可以足不出户购买境外企业股票,分享公司发展所带来的投资收益。

如此,可以推动中国资本市场的持续发展,加强流动性管理,提升中国经济可持续发展能力,中国未来金融大国战略布局就有可能实现。

如今的中国,已经迎来资本红利的时代,如果我们不主动拥抱它,就有可能错失历史的机遇,重蹈日本和阿根廷等国家的道路,难以成为现代、和谐、有创造力的高收入国家。养老金计划若能成行,在资本市场制度与多层次市场的不断建设与完善过程中,资本红利时代将持续至少二三十年,为中国实现伟大复兴奠定扎实的根基。

“T+0”满月 易方达H股ETF飙逾10亿份

□招商证券 宗乐 顾正阳

1月19日,沪深交易所正式启动了跨境ETF和跨境LOF等基金的当日回转交易(又称“T+0”交易)。现已获批“T+0”交易的18只跨境基金分别是华夏恒生ETF、南方中国中小盘、华安标普全球石油、嘉实恒生H股、嘉实黄金、易方达黄金、国投新兴市场精选、招商标普金砖四国、银华抗通胀主题、华宝兴业标普油气、汇添富黄金、工银标普全球资源、信诚金砖四国、信诚全球商品主题、易方达恒生H股、华安德国DAX30、国泰纳斯达克100和博时标普500。共计5只ETF基金和13只LOF基金。这些基金的投资范围集中在大宗商品、港股和以美国为代表的海外权益市场等领域。

“T+0”交易极大地增加基金对资金的吸引力,增加了套利机会,推动基金规模上升。以易方达H股ETF(510900)为例,2014年底基金份额为1亿份,在1月19日开通“T+0”前上升到了3.72亿份,而在开通后,基金份额逐日提升,截至上周五(2月27日)达到了10.56亿份,规模提升显著。交易量的变化也十分明显,以这18只跨境基金为例,2014年4季度日均总成交量仅为1670万元,而在2015年1月19日后到2月底的这段时间,日均总成交量达到了10.63亿元,华宝油气(162411)甚至单日成交额突破10亿元,基金交投的活跃极大地促进了场内流动性的增加,给基金带来了活力。

去年下半年主板市场的大幅反弹推升了分级基金的火爆行情,各类工具型基金进入了投资者的视野。除了主动偏股方向基金经理能靠优秀的管理能力获取良好收益以外,还有一大批投资便利、并拥有明确风险收益特点的工具型基金,在市场形

成一定趋势的时候,能很好的捕捉投资机会,获取较好回报。

随着国内投资者知识的日益丰富,对大类资产配置的要求不断提升,单独的A股市场权益产品已很难满足投资者的需求。跨境产品投资范围涵盖石油黄金等大宗商品,还包括海外股票市场,能起到很好的优化投资组合、分散风险的作用。开通“T+0”后,将进一步提升该类产品的吸引力。“T+0”交易的开放实现了与境外市场接轨,从制度上维护市场的公平,促进跨境基金的发展。

需要提醒的是,“T+0”交易虽然给投资者操作带来了便利,但同时也加大了投资风险。开通“T+0”后,投资者可以实现日间套利,通过对标的未来走势的判断买卖ETF基金,随着预期的改变,日内交易价格波动将加剧,给投资该类产品带来了不小的困难。溢价率方面,在开通后的初期,有着游资炒作,这批跨境“T+0”产品的溢价短时间内超过10%水平。由于ETF基金存在很便利的溢价套利机制,若溢价率短时间内没有回落,则大量资金将通过买入一揽子股票——申购ETF——卖出ETF的套利操作,打压ETF的二级市场价格,从而给在二级市场溢价买入的投资者造成损失。交易量的上升完善了ETF的定价机制,我们看到市场回归理智后,这批基金的折溢价率普遍小于开放“T+0”前的水平。其背后的逻辑也容易理解,由于套利机制的完善,在产生一定溢价时,更多理性的投资者将选择申购套利,或者直接在二级市场卖出锁定套利收益,从而将基金溢价率打回无明显套利空间的水平。

随着资本市场的不断发展完善,相信投资者可以越来越便捷地运用各类投资工具,优化自身的投资组合,实现投资目标。