

“大金主”逐渐离场 定制基金难圆“弯道超车”梦

□本报记者 李良

借力银行等机构的委外业务,近年来公募基金行业的定制基金规模急速膨胀,部分中小型基金甚至因此萌生了“弯道超车”的梦想。但随着资管新规的落地,银行等机构投资定制基金的规模受限,导致这些意欲“弯道超车”的中小基金公司规模大起大落,发展战略一度陷入困境。

业内人士指出,定制基金的好处是“来钱快”,尤其是货币型定制基金,动辄便是数百亿元的规模,这满足了部分中小基金公司短期超高速发展的需求,但“快钱”的负面因素,则是受政策影响波动大,而且太多的“潜规则”存在助长了风险的滋生和蔓延,这方面需要公募基金行业引以为戒。

“飙车”后遗症

通过各类定制基金的设立,尤其是一些小

型基金公司的资产管理规模增长迅猛,不到百亿元的规模短短两三年间攀升至近千亿元,令业内震惊。但仔细观察这一类小型基金公司的规模增长情况,货币型基金和债券型基金是绝对主力,而且单只基金体量特别巨大,反之,通常最被看重的偏股型基金,则数量很少。

记者通过财汇金融大数据终端的统计发现,包括浙商基金、永赢基金等,都是这类意图“弯道超车”的例子,但“飙车”过程确实颠簸。以浙商基金为例,财汇金融大数据终端显示,2015年第三季度,该基金的资产管理总规模不过25亿元,历经一年发展,至2016年第三季度,也不过增加至约87亿元,而到了2017年一季度,资产管理总规模突然飙升至约609亿元,两个季度的增幅高达6倍左右。

但随着资管新规征求意见稿出炉后,浙商基金的资产管理总规模开始快速下滑,至2018年二季度末,规模跌至284亿元,缩水幅度高达五成多。值得注意的是,在仔细观察浙商基金

各类型产品的变动情况时,除货币型基金急速缩水外,不属于定制基金的混合型基金也从巅峰的31亿元跌落至今年二季度的8.7亿元,显示出定制基金规模下降对权益类产品也存在负面影响。

变“被动”为“主动”

诸如浙商基金这样因定制基金而出现资产管理规模大起大落的现象,引起了业内深思。上海某中型基金公司副总经理对此表示,在公募基金行业整体格局有固化倾向的背景下,小型基金公司急于“弯道超车”的心情可以理解,但过度依赖于某项业务,则容易出现风险。

“中小型基金公司资源有限,一旦既定战略上难以持续,调整起来就会很困难。这不仅牵扯到公司的架构调整,还包括公司收入的变化、人员的流失等各种变量,因此,对于定制基金的发展,包括今后对于单一创新业务的运动

地方债发行提速 机构谨慎配置

重点关注流动性与信用利差

□本报记者 李惠敏

近期,地方债发行增速明显。在此基础上,相关部门进一步发文要求加快专项债券发行进度。数据显示,近期多个省份一日之内发行债券规模超500亿元,近半个月发行7000亿。在配置地方债问题上,非银机构表示谨慎。具体到各券选择上,各机构一致认为看重流动性及信用利差。

地方债发行提速

近期,部分省份地方债一日之内发行规模超500亿,近半个月发行7000亿。不仅如此,据姜超预测,若地方债8月发行完毕,8月、9月平均每月地方债发行量或在9000亿左右,远高于去年同期4100亿的发行量,两月净发行量同比大幅增加6100亿和2400亿。

对此,拉曼资产总经理王毅之表示,地方债的供给激增属于积极财政政策的一部分。“目前,中国经济整体在去杠杆过程,一般来说,合理的去杠杆是指实体去杠杆、工商企业去杠杆、金融部门去杠杆,同时政府部门或海外部门加杠杆,方能保持需求的总体稳定。”鹏扬基金固收总监王华说。

实际上,有关部门已采取多举措推动地方债的发行。财政部于8月14日发文要求加快专项债券发行进度,尤其8月与9月需加快进

度,各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。银叶投资固定收益投资总监黎至峰表示,监管部门或出组合拳,除发债量增多外,未来还将有一系列应变措施。短期来看,或有一定冲击,甚至或将影响至利率债,整体利率水平急升。

一家北京债券私募表示,地方债供给增加虽有些出乎市场预料,但由于后续已推出和将持续推出各种措施的配合,实际对市场冲击可能并不大。“通过央行维持银行间市场资金的宽松供给,未来或将下调地方债风险权重等,均显示监管机构对地方债的发行有一系列整体考虑,应该不会有大的冲击。”在他看来,“现在市场反应多为过去一段时间中交易量大较集中,止盈和反向调整交易较拥挤,但市场反向大概率不会发生,多可能在目前水平震荡调整。”

非银机构谨慎配置

据了解,目前新发的地方债多数均由商业银行承接。据姜超研究,全国性商业银行、城商行、广义基金为地方债的前三大增持机构,今年前7月其增持量占地方债和铁道债增量的比重分别为73%、12%和7%。针对非银机构对其配置问题,业内人士偏谨慎,一部分表示其在机构目前已配置了地方债;一部分表示未来将考虑将其纳入投资范围;亦有人士认为当前并不是配置的合适时机。

“实际上,地方债与国开债、国债之间有正常利差,当前两者间利差较高。”王华表示,从资产配置角度来看,由于近段时间地方债供给较多,短期内利差不会恢复,未来随着供给下降,利差会进一步恢复。上述北京债券私募表示,地方债不是常规策略,总的投资较少,仍以信用债为主。“但考虑到目前地方债与国债和国开债的利差以及将来的出台的各种配套政策,即使供给增加,已属较有投资价值的品种,未来会考虑配置。”

在王毅之看来,未来地方债或成为包括私募在内等机构的重要投资品种。其自身的“金边”属性与免税待遇受低风险投资者所青睐,同时从交易层面来看,其长期限特征也为以趋势交易为主的策略提供了更多标的。他进一步表示,未来配置主要以长期限地方政府债为主,短期内可将地方政府债与国债类似对待。“当前利率短期上行,供给集中,之后利率可能出现下行,所以在未来2至3月布局长久期地方政府债。”

不过,黎至峰表示,“之前有很多私募配置了地方债,但现在问题较多。若地方债的信用利差对比利率债足够宽,可以考虑配置,但现在不一定是最好的时机。”一家专做固收的私募亦表示,“从投资来看还需考虑超额收益,买入地方债可能连客户收益都不能保证,更多还是考虑企业信用债。一家银行系资管机构亦表示,基本上不会配置地方债,主要以信用债、国

债为主,若有波段操作需求则配置国开。”

重点关注流动性与信用利差

业内人士认为,若配置地方债需重点关注其流动性、信用利差等方面。

“一方面,相比美国市政债,由于其发行主体各州之间经济均独立,而我国地方债更类似于整体协同,因此配置方面并不从资质角度考虑,更关注流动性问题;另一方面,地方债与城投不同,无论市场强弱,违约的可能性几乎不存在,只是部分经济能力较弱的省份流动性相对差一些。”王华认为,“部分省份买盘较少,流动性较差,利差自然也就出来了。因此,若满足流动性就会配置。综合来看,东南沿海相对流动性好一些。”

不过,黎至峰则认为,筛选并不是个容易的过程,虽不需了解企业债等如此深入,但亦需较全面的尽调,将重点关注信用利差。“各省还款能力均不同,‘好’的省份利息或低些。简单来看,主要是偿还能力与利率的角力。”

此外,王毅之指出,配置地方债应注重区位因素所带来票息差,筛选指标则根据不同时间节点策略而定。上述北京债券私募亦表示,应综合考虑免税效应与利差,优先考虑高票息和高利差的品种。“地方债由于没有信用风险,需要注意的是整体策略,仓位和久期的控制,具体看各机构各策略。”他说。

私募管理人会员21日起 可查阅信用信息报告

日前,中国证券证券投资基金业协会(以下简称“协会”)发布通知称,根据2018年1月12日发布的《私募证券投资基金管理人会员信用信息报告工作规则(试行)》相关工作要求,自2018年8月21日起,私募证券投资基金管理人会员可通过协会资产管理业务综合报送平台(以下简称AMBERS系统)自行查阅本会2018年第二季度信用信息报告。

据介绍,协会将向1984家私募证券投资基金管理人会员提供2018年第二季度信用信息报告。对于2018年第三季度新成为会员的私募证券投资基金管理人,协会将从下一季度开始为管理人提供第三季度及以后各期的信用信息报告。

协会强调,投资管理人員投资业绩等执业信息是会员信用信息报告的重要内容。自本期报告起,信用信息报告中“有可追溯投资记录的基金经理平均执业年限”指标相关取数,将AMBERS系统中基金经理管理基金年限数据自动累加至协会从业人员管理平台中相应投资管理人員投资业绩信息。(叶斯琦)

华安MSCI A股国际ETF 联接基金22日起发行

华安MSCI中国A股国际ETF联接基金将于8月22日发行,方便场外投资者参与ETF产品。此前,华安MSCI中国A股国际ETF已经正式发售。该基金将由华安基金指数与量化投资事业部ETF业务负责人苏卿云管理。

据介绍,MSCI中国A股国际指数,主要面向OFII/RODII等国际投资者提供投资中国A股的标准指数,全面反映目前已被纳入和即将被纳入的情形,是MSCI对于A股纳入的标准版本。该指数涵盖“大盘和中盘”,编制选股覆盖85%的流通市值,指数风格更为均衡。华安基金表示,随着A股国际化和机构化进程的推进,价值投资理念将逐步回归,MSCI中国A股国际指数作为价值投资的代表指数之一,也将获得青睐。今年以来市场持续下跌,目前A股估值水平已达到历史相对低位,继续向下空间有限,当前A股长期配置价值凸显,建议投资者树立长期投资理念,避免简单依据市场情绪高低追涨杀跌。投资者可以选择指数型基金低位建仓,分批入场,获取A股未来长期的投资收益。(李良)

基金估值调整制度 仍有待改进

□兴全基金 曾铭伟

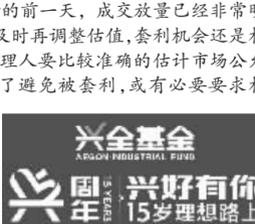
在当前去杠杆的紧缩宏观经济背景下,上市公司频繁发生突发不利事件,导致紧急停牌或是连续跌停。其中包括不少公募基金持仓股票,基金对问题个股进行估值调整现象也随之频发,估值向下调整的幅度也越来越大,直至出现直接调整估值为0的案例。

共同基金资产的公允价值问题是全球基金业面临的严肃又不断挑战的问题。就国内基金行业来说也经历过至少3次由估值引发的行业问题,并在不断完善制度、战胜挑战中前行。早年对出现重大负面事件的股票,基金公司尚没有自主调整估值的权利,导致问题股的估值无法及时调整,基金面临巨大赎回压力,影响正常运作,2011年双汇发展“瘦肉精”事件便是典型案例。在这之后,制度得以完善,基金公司获得了对估值调整的充分自主权,遇到突发事件可以在当天就调整估值,避免了反应灵敏的机构赎回套利,保护了基金持有人的整体利益。不过,严格来看,目前问题股票的估值调整制度仍存在一些问题,需要加以完善。

首先,目前的估值调整触发阈值(0.25%)设置得过低。这个阈值估计是参考了货币基金对影子定价偏离0.25%需调整估值的要求,但对股票基金来说这个阈值明显太小和过于敏感。考虑到股票基金净值波动幅度较大,股票类基金申赎费用较高,仅仅0.25%的估值偏差是根本不需要担心套利行为的。对股票类基金来说这个阈值至少可以在0.5%以上。过低的阈值有什么影响呢?首先过低的阈值使得基金如果严格执行,估值调整行为会非常频繁,上市公司普通新闻就可能需要调整估值,有时基金持有不到一个点的股票出问题也需要调整估值。其次,触发阈值过低使得基金公司之间存在滥用规则进行恶性竞争的可能性,持仓比较低的基金反有可能率先以及更大幅度下调个股估值,以影响市场定价,拉低其他基金重仓持股的市场定价,从而获得更好的相对排名。

另一方面,给予基金公司充分的估值调整自主权之后,基金管理人确有可能宁可调过头也不愿意调不足。因为调得越低持有人越不愿赎回,越能吸引新投资者申购,甚至可形成明显套利机会。从这两三年的实践来看,确有多只股票事后看估值调得过低。

比如2016年金亚科技被揭露造假,当时的股价尚接近40元,15家基金公司平均下调估值75%到8元多,最低估值调整到5.14元,最终金亚的股价在20元左右就打开跌停进入活跃交易,也就是因此基金给出的估值大大低于了金亚当时的公允价值。因此,基金管理人和问题个股的估值调整应该尽量接近的是市场将给予的活跃成交价格,即市场公允价值,而不是管理人自己认为的合理估值。基金对金亚的过低估值和最终市场的公允价格的偏差,导致一些重仓基金的净值偏差可能达到1.5%-2%,足以引发套利行为,尤其是在跌停板打开的前一天,成交量已经非常明显,管理人却没有及时再调整估值,套利机会还是相当明显的。当然管理人要比准确调低的估计市场公允价值是很难的,但为了避免被套利,或有必要要求相关的基金在问题股恢复活跃交易前暂停申购,以及提示赎回者估值可能偏低的风险。



A股低位震荡 私募量化策略表现分化

□本报记者 王辉

7月以来A股市场持续低位盘整,在此背景下,私募量化策略整体投资收益表现明显好于传统多头策略。不过,从不同产品的收益率对比来看,国内量化私募产品的收益率分化状况十分突出。对此,多位今年以来在量化投资方面取得不错收益的私募人士分析指出,造成量化产品业绩差异的主要原因,仍来自于自身策略模型的效率,以及对现阶段A股市场整体环境的适应性差异。而另一方面,由于今年以来国内黑色系、能源化工等商品期货普遍出现趋势性行情的情况下,CTA策略则被业内人士继续看好。

7月业绩分化显著

来自私募排排网的最新统计数据显示,2018年7月统计的462只成立时间满1个月的相对价值策略私募基金产品中,223只产品在当月实现正回报,占比48.27%,而其余超过半数的产品仍处于亏损的状态。具体来看,当月收益超过1%的产品有94只,而收益在-1%以

下的产品有108只。就单只产品而言,当月收益率表现最好和最差的产品,单月收益率分别为7.85%和-18.6%。此外,7月份复合策略(多策略)私募产品收益率情况,整体也是盈亏各半、差异显著,当月仅有46.95%的复合策略私募产品取得正收益。

对于7月相对价值和复合策略这两大量化私募主流策略的整体业绩表现,国富投资的投资经理徐翔宇表示,造成7月量化私募业绩大幅分化的主要原因在于,经过多年的发展,当前各私募策略的差异性开始逐渐显现,量化私募从野蛮生长进入到差异化、专业化竞争的阶段。一方面,对于量化私募需要挖掘更深层次的市场规律,以此构建的投资模型具有更强的生命力;另一方面,多做策略储备,用以分散单个策略短期表现不佳的风险。

此外,宽桥金融首席投资官唐锐则进一步指出,近一段时期私募相对价值策略业绩出现分化,主要原因可以归结为三大方面。一是在期货对冲端方面,由于股指期货长期贴水和股指期货不活跃,贴水和移仓的成本比较高。二是在股票端方面,由于近段时间以来

A股市场流动性欠佳,定期调仓带来的摩擦成本变高。三是市场风格轮动较快,导致部分量化因子失效。

而盛世资产合伙人刘晓俊则进一步向中国证券报记者表示,总体来看,下半年以来,以基本面多因子选股为主的阿尔法策略收益表现,要好于以价量统计套利为主的阿尔法策略。7月以来,A股整体交易量在不断萎缩,流动性趋弱导致价量统计套利为主的阿尔法策略失效及产生回撤。此外,之前价量套利类策略过热,吸引大量资金,同类策略产品互相“挤压”也是导致收益下降的原因之一。该投资人士还建议称,量化私募未来应当更加注重多策略平衡发展。

CTA策略获普遍看好

值得注意的是,今年7月,量化私募CTA策略的整体收益率表现,整体依旧延续了今年以来相对其他量化私募的持续领先,且多数产品均有较好收益率表现。对此,来自量化私募的业内观点普遍认为,未来较长一段时间内,CTA策略的投资机会,依然值得继续看好。

用,但在去杠杆环境下中长期压力依然存在。

对于今年以来以来的市场,缪东航强调,一个重要变化是“好坏”公司分化加剧,一方面靠并购驱动和外延发展的公司估值泡沫在快速消化,另一方面,靠内生成长的好公司在享受越来越多的成长溢价。在疲弱的市场环境下,可以将更多注意力放在好公司的挖掘上。从估值方面来看,有不少个股的估值已经在低位,市场整体估值水平也较低,指数下跌的空间有限,不少优质成长股开始出现买点,消费板块防御价值依然明显。

关注发展趋势向好产业

下一阶段哪些板块中蕴含投资机会?缪东航表示,长期看好电子、医药和食品饮料等板块。电子板块受益于国内公司已掌握核心技术,行业景气度逐渐升高。医药板块将长期受益于中国的人口老龄化,同时,近期药监局的

药品审批速度显著加快,预计未来药企的业绩增速将会加快。并且,随着中国人均收入水平的提高,中国的经济增长模式将从投资拉动逐渐转变为消费拉动,大众消费的崛起是必然趋势,在这一过程中,必然会诞生一批具有持续增长能力的食品公司。

谈到具体操作,缪东航表示,在股票投资中,更关注价值被低估的板块和个股以及发展趋势向好的产业。投资方法上,精选个股,重点寻找估值有安全边际、基本面向好的标的,并始终坚持以逆向投资的方法寻找合适的买点,努力做到适当领先于市场,但又不与市场脱节。

缪东航管理的大摩新机遇混合二季报显示,该基金二季度末前十大重仓股以医药和食品饮料板块为主。根据万得资讯数据显示,截至8月17日,该基金二季报重仓股中新北洋、海天味业、三环集团及恩华药业今年以来涨幅分别达26.39%、23.37%、16.73%和12.48%,大幅

超越同期沪深300指数表现。从2018年一、二季度报告来看,缪东航管理的三只基金均增持了今年以来涨幅较好的医药和食品饮料板块相关个股,较好把握了市场的结构性机会。根据银河数据显示,2017年6月,大摩主题优先混合、大摩进取优选股票和大摩新机遇灵活配置混合净值增长率分别为7.02%、7.53%和6.33%,同类排名均为前1/5。

资料显示,缪东航是北京大学金融学硕士,具有8年证券从业经历,现任大摩新机遇混合等基金的基金经理。任职基金经理以前,具有多年行业研究员从业经历,研究范围覆盖医药、电力设备、新能源、环保、房地产等多个行业。在实际投资中,他坚持稳健投资和灵活务实相结合的理念,重视基本面研究和估值安全性,逆向视角看待预期差,避免频繁决策及高换手率,尊重和适应市场风格变化,致力于通过分散配置,精选个股不断积累超额收益,致力于在长期投资中脱颖而出。

大摩华鑫缪东航:看好大消费板块中长线投资价值

□本报记者 张焕韵

近期受土耳其危机持续恶化的影响,投资者避险情绪浓厚,短期内流动性受到冲击,A股市场出现了较大震荡,主要指数创2月份调整以来的新低。摩根士丹利华鑫基金缪东航认为,近期市场仍在震荡调整中,尚需等待机会出现。不过,尽管短期仍可能继续消化利空,但符合消费升级、产业升级趋势的大消费及新经济板块的中长线投资价值已经显现。

市场整体估值水平较低

谈及市场持续震荡的原因,缪东航认为,一方面,当前外围环境还存在诸多不确定性,成为近期影响市场的主要因素。另一方面,金融去杠杆的背景下,股票市场资金流动性相对受限,资金面承压会是一个持续的过程。目前来看,货币政策边际宽松对缓解资金流动压力有一定作