

# 王一兵:短债产品不追求过高收益

□本报实习记者 余世鹏

王一兵,四川大学MBA,逾10年从业经历,历任第一创业证券固定收益部高级交易经理、资产管理部投资经理、固定收益部投资副总监,现任创金合信基金固定收益部总监、创金合信恒利超短债基金和创金合信聚利债券基金的基金经理。



## 重视债券信用风险研究

短债产品形态设计相对简单,但会存在一定程度的收益差别。一般而言,与权益市场相比,债券市场对宏观经济指标的反应会更为敏感。但债券作为固收标的,又要体现出很好的平滑周期波动作用,这会对基金管理人的投研能力提出更高要求。在南通证券此前发布的基金公司固定收益类基金绝对收益排行榜中,截至2018年9月28日,创金合信基金固定收益产品2018年以来的净值增长率为4.92%,排名20/106。

**中国证券报:**影响短债产品收益的因素主要有哪些?

**王一兵:**久期与信用选择是决定短债产品收益率的关键因素。也就是说,久期和信用管理能力的高低,成为债券投研能力的重要因素。关于久期管理,一般而言,利率是一个强有效市场,市场的研究也较为充分,对利率做先行预判不太现实,久期管理更多是遵循“纪律约束”,

这在创金合信基金内部有着严格的纪律要求。像短债这种低风险产品,不能过度依赖主观判断,更要依赖规则。

关于信用管理,在创金合信基金的投研团队中,创金合信基金专门有个二级的信用研究部门,目前成员10余人。从人员配置方面,信用研究在公募基金属于第一梯队。

**中国证券报:**信用研究能力又是怎样影响收益的?

**王一兵:**首先,信用环境对收益的影响较为明显。比如,基于央行疏通货币传导机制,且希望宽信用形势进一步发展的预期,从2018年7月开始信用利差就出现变化,其中AA+城投债的信用利差差不多缩窄了50-100BP。在这种情况下,如果看准形势,你在信用上的进攻性稍微强一点,就会获得超额收益。创金合信基金在信用研究方面的纪律更为严格,比如内部对所有可投债券都是有评级的,以

实现低风险与信用控制。

我以前做过权益研究,不仅对信用风险研究很重视,一直以来研究做得还比较深。我们会用研究权益的方法来研究信用,对单只债券的信用研究尤其要深入,也会去企业做实地调研。基于扎实的信用风险研究,创金合信基金获得了不少高性价比的产品储备。

**中国证券报:**请介绍一下您的投资风格,以及如何管理短债类产品。

**王一兵:**我比较注重自上而下的研究框架,更加追求长期稳健的投资回报。对于短债基金的管理而言,一方面,在宏观变化研究中,更加关注重大趋势的变化,减少对短期变化的过多判断,长期选择将更加稳健;另一方面,注重信用分析的深入研究,将防范信用风险作为主要目标之一,切实提升短债产品投资的安全性。在整个投资过程中,不追求收益,防止信用的过度下沉。

## 短债具有久期与信用优势

数据显示,2018年以来新成立的837只基金合计募集8309.99亿元,较2017年增长3.5%。其中,359只新发债基募资额3725.78亿元,成为“吸金”的绝对主力。这其中,短债产品备受追捧,全年发行的16只短债纯基产品有11只集中在三季度发行,成为各机构布局的“爆款”产品。

**中国证券报:**2018年债基和短债产品的走俏,主要原因是什么?

**王一兵:**债基的走俏,与大的市场环境变化有关。首先,资管新规和净值化转型影响,原有的理财型产品在到期后供应不足,低风险偏好的投资者迫切寻求可替代产品。

其次,净值化转型限制了期限错配、资金池和非标运作等产品,这从制度上消除了利率市场的扭曲状况,使得债基获得了相对公平的竞争环境。这是短债基金能够重新生存的必要条件,也是未来仍能保持竞争力的原因之一。另外,从市场周期上看,自2016年下半年和2017年以来,债市一直处于熊市,短端收益率本身就比较具有吸引力。因此,伴随2018年流动性保持合理充裕,短债基金收益也就表现得较好。

**中国证券报:**除了市场环境助力外,短债产品自身的吸引力在哪里?

**王一兵:**短债产品的走俏与其形态特征也有着更为深层的联系。从大的逻辑层面上看,债券本质上属于“欠债还钱”范畴,债权人的利息回报在事前已约定好。在不违约的前提下,债券的收益基本不受市场行情影响,预期是稳定的。

与货币基金相比,在标的配置方面,货币基金投资的AAA债券比例要达到90%以上,而短债基金的投资可以把AAA债券的比例降低到40%左右,腾挪出来的空间可配置50%的AA+债券和少量的AA债券,这就可为短债基金带来明显的信用利差。

另外,与中长期纯债基金相比,短债产品在于管理人主动约束了组合久期。久期越短,资本利得的波动也就越小。比如,创金合信恒利超短债基金的组合平均期限不超过270天。1月2日开始发行的创金合信鑫日享短债基金,则将投资组合的久期控制在1年以内,以期在保持投资组合较高流动性前提下,力争为投资者获取超越业绩比较基准的投资回报。在创金合信鑫日享短债的债券标的中,短债主题证券(指久期在397天以内的国债、政府支持债券、地方政府债等债券标的)的比例不低于非现金基金资产的80%。

所以,短债产品已成为介于货基和普通债基之间的“适中”产品。在投资定位中,这类产品更多是作为货币基金的补充,也是流动性管理工具,既可以力争增强收益,也省去投资者的“择时”顾虑。

## 在创金合信基金固收总监、创金合信鑫日享短债拟任基金经理

王一兵看来,2018年市场环境变化为短债基金提供了“天时”,但短债基金本身就具备较好的久期和信用优势。王一兵指出,在做好久期和信用管理等风控前提下,预计短债类产品的收益会高于债基。基于当下经济基本面预判,王一兵对2019年债市持乐观态度。

2018年“股熊债牛”,中国经济也伴随着全球周期轮动进行结构调整。但与此同时,基于自身禀赋优势,中国经济也悄然显露出了新一轮发展动力。

在主流的经济分析框架中,价格是经济机制的核心传导信号。具体到基本面分析上,无论是买方或卖方,均会将利率(对内价格)和汇率(对外价格)作为趋势观察指标,进而构成了“上下”研究策略。对此,王一兵基于自上而下的分析框架,对债券和固收市场背景的宏观趋势给出了独到见解。

**中国证券报:**如何看待2019年的债市?

**王一兵:**基于宏观趋势判断,我对2019年债市保持乐观态度,预计收益率呈现下行趋势。一方面,经济缺乏有效的增长动力,刺激政策的力度和效果可能有限,也决定了宽信用不能快速有效回升;另一方面,货币政策持续偏宽松构成债市的相对有利环境。但经济不失速、货币政策不会过度宽松,当前不高的无风险利率水平向下的空间并不大。

宽货币向宽信用的继续转化,将整体改善信用基本面,信用违约事件将减少。当前,政策对真实经营的优质民企融资支持较大,市场偏见尚未显著改

## 看好2019年债券市场

观,投资价值突出。其次,公募城投债发生系统性违约概率仍较低,尤其是公益类城投债,而对产业类城投则需谨慎。此外,对于资质较差的企业,融资难以得到根本改善,信用风险依旧较高,仍然需要谨慎。

**中国证券报:**请具体阐述一下这背后的宏观背景。

**王一兵:**展望未来,全球经济处于总体景气度下行阶段,包括之前增长仍较强劲的美国经济。OECD综合领先指标和房地产市场显示,美国经济景气度已持续有所下降,利率持续上行对经济构成的压力可能会放缓明年美联储加息的进程,这一点需要重点关注。同时,近期G20会议中美暂缓升级对抗,但贸易摩擦未根除,结合前期出口抢跑效应的透支,未来中国出口总体将保持偏弱。

内需方面,前期信用收缩形成的经济下行压力仍较大,政策预计将继续着力于稳增长。不过,预计政策刺激力度可能有限。2018年12月中央经济工作会议确定了2019年稳增长的整体工作方向,“继续打好三大攻坚战”,即防风险、精准脱贫和环保。稳增长权重阶段性调升,但防风险的政策目标并未放弃。鉴于杠杆是金融风险的源头,因

此,面对融资平台和国企在内的广义地方政府债务压力,以及房价泡沫化的制约,过往“地产+基建”的刺激模式将难以大幅实行。

因此,预计后续房地产调控难有显著放松,伴随融资总体偏紧和库存持续上升,补库存过程可能减缓并下拉房地产投资增速;基建投资增速仍将有所改善,但总体幅度预计有限,中央财政扩张的前景可能较大,重心可能在减税等非投资性支出方面;制造业投资有望保持稳定,但可能受累于地产投资下行,难以保持强势。结合消费总体乏力考虑,预计后续经济将维持平稳偏弱,但失速风险小。经济增长、货币因素不支持2019年存在系统性的通胀压力。

货币政策方面,由于经济面临下行压力,稳增长将是政策的阶段性主要矛盾。当前企业融资环境整体有所改善,尤其是民企,但社融和M1增速仍在持续下行以及票据贷款冲量,显示宽信用进程仍较缓慢。因此,预计货币政策未来仍将维持中性偏宽松较长时间,货币市场利率有望维持总体稳定低位。考虑到防风险的内在要求以及对外部汇率因素的考量,货币政策大幅放水的可能性较低。