

把握债市“牛尾行情”

基金瞄准“信用利差”机会

□本报记者 李良

在2018年的大牛行情过后,2019年的债市将如何演绎?多位基金经理在接受记者采访时表示,去年的快速上涨收窄了债市继续上扬的空间,尤其是利率债的机会明显减少,但整体牛市的格局不会变化,今年可能处于阶段性的“牛尾行情”。基于这一判断,许多基金经理将债市淘金的对象指向信用债,期望从“信用利差”中获取超额收益。

适度下沉信用资质

在基金经理眼里,利率债的强势上扬催生了去年的大牛市,今年信用债有可能成为债市新主角,为债基提供了结构性投资机会。金鹰基金固定收益部副总经理龙悦芳

表示,债市行情自身的轮动性,正在为信用债走强埋下伏笔。她指出,历史上的债券行情,一般以利率债为开端,此后轮动到高、中、低等级信用债,最后以垃圾债收尾。伴随利率下行、长短端利率差逐渐缩小、宽信用政策陆续落地,市场普遍认为,债券牛市进入后半场,中高等级的信用债成为关注重点,投资者可适当下沉信用资质获取超额收益。

而一家基金公司的固定收益总监透露,在今年的投资策略中,已经适度降低了信用评级要求,依托公司内部强大的信用风控机制,筛选出性价比比较高的中等级信用债进行配置,获取“信用利差”所带来的超额收益。但他强调,在当前环境下,信用风险不容小觑,“信用利差”虽然诱人,但一旦“踩雷”,则有可能前

功尽弃,因此,今年债市结构性行情的操作难度会比往年要大。

建信中短债纯债基金的拟任基金经理李峰也表示,去年由于信用债违约潮的出现,利率债和信用债的利差不减反增,直到2018年四季度才有所好转。随着今年利率债的投资价值降低和宽货币效果的逐步显现,利率债和信用债的利差有望进一步压缩,信用债的票息优势会逐步体现,叠加其收益率的下行,信用债将成为今年最大的看点。

可转债渐成焦点

除了紧盯“信用利差”的投资机会,A股市场开春以来的大幅上涨,也让可转债成为债基眼中的“香饽饽”。许多基金经理认为,如果A股市场的趋势延续,可转债今年有望为债基

贡献一定的收益。

上海某基金经理认为,可转债市场去年以来大幅扩容,让市场的“活性”更强,资金的参与热情也在升温。随着春节后A股市场情绪的转变,更多的目光也随之聚焦到可转债市场,这些都有利于可转债市场下一阶段的表现。他认为,虽然年初以来可转债市场上涨较快,可能存在波动风险,但整体而言,可转债目前仍然具备较高的安全边际,向上的弹性仍然不小,投资价值值得关注。

记者在采访中发现,许多基金公司今年都在加大力度布局可转债投资。除了在现有债基投资策略中加大可转债的比重外,还在新基金发行、老基金转型等方面不断拓展可转债的投资。这或许会进一步推动可转债市场的走强。

退出渠道不畅

机构无心参与新三板定增

□本报记者 刘宗根

近期新三板定增市场仍未出现反弹迹象。投中研究院认为,受大环境影响,加之新三板本身的流动性问题,投资机构退出渠道并不通畅,成为影响新三板定增市场的一大难题。

根据投中数据,2019年1月,以首次公告日为统计口径,新三板企业定增热情明显不如上月,定增预案募资规模仅26亿元,环比下滑67.5%。数据还显示,1月共计29家新三板企业获得VC/PE机构定增投资,募资总额13亿元,较上月有所提升,但同比降幅达41.37%。其中新鼎资本、高投睿合、中科招商投资金额位居前列。投中研究院认为,现阶段整个新三板都处于全面提高企业质量阶段,流动性问题依旧未有改观,投资机构退出渠道并不通畅,这严重压制了机构的投资热情。

实际上,去年新三板定增募资已经开始出现明显下滑。梧桐会数据显示,2018年共有1303家挂牌公司完成增发募资,占比12.36%,相比2017年在数量和占比上均显著下降。在有增发募资的挂牌公司中,2018年增发募资总额平均值4395万元,中位数2000万元,相比2017年小幅下降。

明星企业接连破发

VC/PE基金退出陷困境

□本报记者 刘宗根

近期港股和美股市场破发现象仍时有发生,受此影响,部分明星企业背后的基石投资人开始出现浮亏。业内人士认为,对于VC/PE机构而言,破发带来的最直接影响是回报空间遭到了压缩。

破发难题

近期,部分明星企业上市首日即出现破发。2月21日,猫眼娱乐收于13.56港元每股,较14.8港元的发行价下跌8.38%。从股价上看,猫眼娱乐2月4日挂牌当天即出现破发,至今反弹仍不明显。

还有部分明星企业上市后股价暴涨暴跌,盘中破发。1月15日,微信第三方服务提供商微盟集团在港交所挂牌,上市首日股价一度出现直线拉升,不过次日股价突然跳水,盘中最大跌幅超过30%,跌破2.8港元的发行价。截至2月21日收盘,微盟集团收于3港元。

值得注意的是,明星企业海外上市热情依然高涨。年初以来,万达体育、富途控股等多家明星企业计划或正在赴港赴美上市。业内人士认为,除了自身的发展需求外,明星企业海外上市潮与一级市场募资难不无关系。

“上市时间点的选择,一般要看当年投资协议的约定。总体来看,投资人有一定话语权,创始人会在各类投资人之间进行平衡。”某知名财务顾问机构合伙人对记者表示。

他表示,企业发展到一定阶段后,在一级市场已经较难融到资金,只能转向二级市场。即便上市后股价难达预期,但是由于二级市场流动性好,为投资机构的退出提供了保障。大部分情况下,明星企业“流血上市”多是基于对良好发展前景的预期。

退出困境

受破发潮影响,不少明星新股背后的基石投资人账面回报不理想。根据猫眼娱乐此前发布的发售价及配发结果公告,包括微光创投Wellight Capital LP、小米集团旗下Green Better Limited等在内的多名基石投资人认购了不少股票。对比14.80港元的认购价,基石投资人已经出现浮亏。

某知名会计事务所合伙人认为,在优秀标的较少的情况下,明星企业往往会被投资机构疯抢,一定程度上推高了估值,加剧了破发的可能。“上市后二级市场投资人会根据市场对估值进行重估。港股或者美股市场以机构投资者为主,充分市场化,他们会更加理性地看待科技股票的价值。此外,投资者对科技类公司的看法也是一个逐步成熟的过程,破发并不难理解。”

投中资本认为,对于寻求IPO退出通道的投资机构来说,未来回报空间将遭到大幅压缩。2018年已有不少新经济明星企业在二级市场表现惨淡,导致最后一轮进入的投资机构不得面临浮亏窘境。

业内人士认为,明星企业破发导致基石投资人浮亏,这一定程度上凸显了现阶段VC/PE机构的退出困境。投中资本进一步表示,2019年将是基金的集中退出期。大量于2010年—2013年间成立的私募股权基金已面临必须退出的节点。从资本回报绝对值来看,IPO依然是最优的退出路径,其次是并购,但2018年以来海外市场IPO估值优势不再,市场对新股投资趋于避险,破发潮恐成常态。即使在境外上市过了6个月解禁期,也常常因为股票流动性差和后市低迷,导致机构退出困难。从操作难度、回报周期及上市回报率等多方面来看,IPO退出的优势都在减弱。

光伏行业走势反转

部分重仓基金净值上涨

□本报记者 张焕昉

2019年A股持续上扬,基金净值水涨船高。基金重仓股中,除了近期农林牧渔,光伏行业也为部分绩优基金的净值上涨助力不少。事实上,去年下半年以来,光伏行业走出了一波“风雨过后见彩虹”的反转走势。

基金重仓股涨停惊人

截至2月19日收盘,今年以来光伏设备(申万)指数涨幅超过33.16%,在227个申万三级行业指数中涨幅排名第四,与畜禽养殖(Ⅲ)的33.50%与饲料(Ⅲ)的33.08%不分伯仲。

而在Wind编制的光伏指数中,今年以来截至2月21日收盘,53只成分股中有50只股票上涨,涨幅超过20%的就有21只,超过40%的有10只。

行业内部分个股上涨势头惊人,隆基股份年初以来上涨54.64%,通威股份上涨53.14%,

阳光电源上涨42.04%,捷佳伟创上涨35.53%。值得关注的是,银星能源期间涨幅超过156%,位列指数成分股第一。

公募基金的提前布局,使其分享了这场“光伏盛宴”。Wind开放式基金分类下的普通股票型、偏股型、平衡型以及灵活配置型基金中,可统计的产品有2984只,其中有37只产品今年以来截至2月20日的涨幅超过20%。其中,易方达瑞程上涨超过22%。2018年四季报显示,该产品第一大重仓股即为隆基股份;博时回报灵活配置同期也上涨23%,该产品去年四季报重仓了捷佳伟创;嘉实新能源新材料上涨超过21%,阳光电源、隆基股份、通威股份是其2018年四季报重仓股。

政策助力行业稳健成长

今年以来,光伏行业走出了个拨云见日、底部反转的行情。

统计显示,Wind光伏指数从2018年5月25日前期高位,到2018年10月18日低点,期间

下挫幅度超过40%。期间,沪深300下挫22.06%。业内人士表示,去年5、6月份,重仓光伏板块一度被部分投资者当作“地雷”看待,出现了部分产品遭遇较大赎回压力的情况。而在2018年10月下旬出现拐点之后,光伏指数截至2019年2月21日收盘,2019年以来上涨已经超过21.25%。而从2018年10月18日低点复苏反弹已经超过28.48%,同期沪深300上涨10.41%。行业内,不少公司反弹更为明显,Wind光伏指数内有3家企业近6个月以来股价翻倍。

业内人士指出,光伏行业反弹的主要原因,在于市场整体回暖,叠加行业政策持续助力。2018年11月2日,国家能源局召开关于太阳能发电“十三五”规划中期评估成果座谈会,听取有关方面对太阳能“十三五”规划中期评估成果调整工作的意见和建议;2019年1月9日,国家发改委、国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,明确推进风电、光伏发电无补贴

华泰柏瑞盛豪:2019年A股增量资金流入可期

□本报记者 黄淑慧

有关MSCI计划将A股纳入因子从5%扩大到20%的结果,预计将于2月底公布。在此背景下,对标MSCI中国A股国际指数的华泰柏瑞量化明选混合型基金正在发行中。该基金拟任基金经理、华泰柏瑞量化投资部副总监盛豪在接受中国证券报记者专访时表示,A股市场的纳入比例获得提升之后,将为A股市场带来较为可观的境外资金流入,同时预计境内机构投资者对股票市场的配置力度也会上升,在政策托底、估值较低、增量资金有望持续流入的背景下,A股正显现出吸引力。所以,对2019年的A股市场并不悲观。

提前布局 捕捉外资流入红利

对于2019年的A股市场,盛豪持相对乐观的态度。他表示,从政策面来看,“去杠杆”政策已经转变为“稳杠杆”,2018年的几次定向降准和2019年初的全面降准,给流动性和实体经济融资带来的正面影响正在逐步显现。就基本面而言,尽管经济下行期暴露出了种种问题,如上市公司资产减值风

险等,经济和企业盈利仍存在继续下滑的可能,但是市场对此已有较为充分的预期,预计2019年“黑天鹅”事件对于股市的影响将明显小于2018年。从估值角度看,纵向比较,上证综指处于历史分位10%左右的位置;横向比较,A股估值低于全球绝大多数市场。而从资金面来看,2018年以来陆股通资金持续净流入,可见A股市场对于外资而言的确具备吸引力。

盛豪表示,据相关机构统计,如果MSCI将大盘A股纳入因子由5%提高到20%,预计会带来680亿美元的净流入。类似地,如果富时指数将中国A股纳入,预计会带来100亿美元的净流入。

正是在外资有望继续流入A股的情况下,华泰柏瑞基金在当前时点推出了华泰柏瑞量化明选基金,该基金的跟踪基准为MSCI中国A股国际指数。对于为何选择这一指数,盛豪表示,针对A股的MSCI指数主要有MSCI中国A股国际指数和MSCI中国A股国际通指数(即纳入指数)。前者的覆盖范围更广,包括部分中盘股,且随着MSCI纳入A股比例的逐步提升,纳入指数会持续趋近于国际指数,海外

指数基金将开始陆续配置那些逐步被纳入的成分股。如果提前配置,就有望提前享受这部分外资净流入的红利。

市场有利于量化基金表现

在2018年的市场环境中,量化基金的超额收益并不十分明显。对此,盛豪分析认为,2018年量化基金的超额收益低于历史平均水平,主要是因为2018年属于事件驱动型行情。无论是资管新规落地,还是国际贸易环境变化,抑或是各类“黑天鹅”事件爆发,都是较难提前预测的。事实上,不仅是量化策略,基于基本面的主动选股策略获取超额收益也比较困难,两者之间在超额收益上没有拉开太大差距。

他进一步分析,在事件驱动的行情下,上市公司的基本面并非市场参与者的主要关注点。2019年各类事件对于股市的影响预计会减弱,市场终究要回归基本面。华泰柏瑞量化多因子选股模型是一个基于基本面的多因子选股模型,目前使用的80多个因子中大部分是基于基本面相关信息的。2019年市场的变化,更有利于基本面量化

模型的表现。

对于量化对冲类基金而言,随着中金所先后三次放松股指期货交易限制,其对冲成本也在降低。盛豪表示,在股指期货交易进一步正常化的背景下,市场流动性明显改善,对冲策略的对冲成本持续下降,组合的资金使用效率进一步提高,有助于提高量化对冲策略的容量。不过,目前的市场流动性仍然低于历史水平和海外市场,期待未来股指期货交易限制的进一步放开。

近一年来,Smart Beta类指数基金亦进入了蓬勃发展的阶段,会否分流多因子量化策略的客户?对此,盛豪认为,Smart Beta类产品是基于单个因子或者少数因子而开发,如价值、红利、成长、低波等因子,主要适合具备风格预判能力的投资者。相比之下,多因子量化策略中起作用的因子接近上百个,长期表现往往好于单一因子的Smart Beta产品,适合不具备风格择时能力的一般投资者。整体而言,目前量化策略的管理规模在A股市场的占比仍然偏低,这两类产品的发展并不矛盾,可以相辅相成,进一步壮大量化投资的力量。

淡化,资产管理能力、产品设计能力、风险管理能力、品牌声誉价值、金融科技运用能力等因素将会成为各家比拼的核心内容。

在此背景下,金融与实体经济的内生关联也将得以重塑,资产管理行业将真正成为推动实体经济转型与发展的抓手。

进一步促进资管新规平稳实施

新规具体实施过程中,可能对市场造成的冲击以及由此引发的风险暴露需要关注。

从实体经济角度看,由于部分资金前期通过层层嵌套流向了非标资产,在去通道的过程中,原来通过此方式融资的实体企业将面临融资压力。

从金融机构角度看,降杠杆下,被动抛售资产将造成短期价格冲击,而过去高杠杆的机构则会面临较大的流动性压力,因此,应密切关注市场整体的流动性水平,及时缓解市场情绪,创造健康的融资环境。

资管新规力图通过统一同类资管产品的监管标准,有效防控金融风险,但在具体的实施过程中,不同类型金融机构及资管机构在发展历史、规范要求和发表现状等方面存在差异,各监管机构需要在考虑监管对象的现实发展情况同时,保持监管标准和监管尺度的一致,切实减少监管套利或避免出现新的监管套利。

未来,资产管理机构的机构类型将被逐步

发展相适应的管理体系和管理制度。每只资产管理产品资金应单独管理、单独建账、单独核算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。

金融机构发行和销售资产管理产品,应当坚持“了解产品”和“了解客户”的经营理念,加强投资者适当性管理,做好信息披露。不得承诺保本保收益。

近年来,风险跨市场传导情况增加。如2013年中期发生“钱荒”事件,银行理财与信托业务过度扩张导致流动性风险,并传导至金融体系。2015年中期发生“股市异常波动”,银行理财资金介入和以伞形信托为典型的场外“配资”,资金增信和杠杆模式从信贷类推广至证券类资产业务。资管新规要求建立资产管理产品统一报告制度,由中国人民银行负责统筹资产管理产品的数据编码和综合统计工作,会同金融监督管理部门拟定资产管理产品统计制度,建立资产管理产品信息系统,并与金融监督管理部门加强资产管理产品的统计信息共享。

在此基础上,建立资产管理业务的宏观审慎政策框架,完善政策工具,从宏观、逆周期、跨市场的角度加强监测、评估和调节。

资管新规对资管行业发展的影响

资管新规旨在将不规范的资管产品向规

■ 《2018年中国资产管理行业报告》节选

资管新规实施后的监管新特点

□中国证监会博士后科研工作站博士后 王琳
中证金融研究院助理研究员 余兆伟

2018年以来,金融监管组织架构的大幅调整和《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)的正式落地,显示了与之相适应的监管体制和规则正在快速形成。

资管新规下的监管新特点

从国外经验看,全球金融危机后各国都在加强资管行业的统一监管,美国以投资公司法案形成对资管行业的统一监管,欧盟国家则是以可转让证券集合投资计划指令(UCITS)和另类投资基金指令(AIFMD)全面加强资管业务监管,日本制定《金融商品交易法》增强对于集合投资计划的管理。

目前我国仍为分业监管金融体制,各监管机构以监管资管机构为主,资管业务无法实现功能监管,造成了同一资管业务下不同资管机构操作的差异性,形成监管套利或者监管盲区。

资管新规旨在机构监管组织架构下,统一规制各类金融机构的资产管理业务,实行公平的市场准入和监管,消除监管套利空间,实现募资产端和投资端的分类监管。资管新规明确开展资产管理业务,应当具备与资产管理业务