

# 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年的大牛市行情过后，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的要求，依托公司内部强大的信用风控机制，筛选出性价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，投资潜力值得关注。

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。梧桐公会数据显示，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户回报不理想。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WeLight 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人为主，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不面临浮亏窘境。

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年将是基金的集资退出期。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，也通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。

# 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（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較困难，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年各类型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，更有利基本面上量化

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。

近年来，Smart Beta类指数基金亦迈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。

# 《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 余兆纬

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)全面加强资管行业监管，日本制定《金融商品交易法》增强对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，实现募资端和投资端的分类监管。资管新规明确规定开展资产管理业务，应当具备与资产管理业务

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”，资金增信和杠杠模式从信贷类推广至证券类资管业务。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的影响

资管新规旨在将不规范的资管产品向规

范化和标准化方向引导。在短期内，非标准化资管规模增速将下降，甚至绝对规模收缩。

商业银行资产端配置受限，理财收益率将整体回落，理财净值化及打破资金池运营模式期间，可能面临赎回冲击，被迫提高主动管理能力，面临理财业务及商业模式的重新定位和转型。

中小银行客户渠道、优质资产和专业人才方面处于劣势，并没有能力设立资管子公司，未来资管业务或被动收缩。

信托产品去通道后或大幅下降，不能将资金交给券商或基金管理运作，融资能力和自主管理能力均需要改善。

保险资管承接的银行理财委外资金将收缩，保险债权计划发行难度增大，备案量已明显下降。

券商资管、基金子公司按新规要求清理通道业务、整改非标业务和纠正不合规嵌套问题，提高服务机构投资者的能力。

公募基金由于前期监管严格，受冲击相对较小，主要涉及分级基金产品的整改和转型，解决货币基金估值方法问题等。

私募其他类基金此前大部分投资非标债权，需按禁止多层嵌套与穿透要求整改部分产品交易结构。

未来，资产管理机构的机构类型将被逐步

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程、规范要求和发展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。

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程、规范要求和发展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。