

## 瞄准估值底部区域 公募主动加仓可转债

□本报记者 余世鹏

随着市场人气回暖,近期可转债一改颓势,走出明显的上行趋势,从而带动主题基金净值回升。业内人士分析,转债的估值目前处在历史底部区域,考虑到下半年长端利率下行空间有限,转债已具备相对配置价值。目前,公募已在主动加仓增持可转债。

### 可转债净值提升

可转债具备债券属性,满足一定条件还可转为股票,因此会受利率流动性和股市波动双重影响。

红土创新基金固收部负责人兼基金经理陈若劲对记者表示,一季度经济出现回升,这带来4月开始利率迅速上行,但5月和6月市场受内外环境因素扰动影响,利率又重启下行通道。受此影响,可转债在4月走高之后,5月叠加股市回调则掉头走弱。数据显示,5月上市的8只可转债有6只在上市首日破发,75%的破发率极大地挫伤投资者积极性。

但随着市场回暖,7月份可转债又出现上行走势。数据显示,7月以来共有10只可转债上市。从上市首日表现来看,10只新债平均开盘价为106.27元/张,首日收盘平均涨幅则达到6.62%。以环境转债为例,得益于垃圾分类落地提振,7月8日环境转债大幅高开震荡上行,一度涨至120.99元/张,最终以17.09%的涨幅收117.07元/张。

Wind数据显示,2019年成立的86只可转债基金二季度的平均区间回报为-3.23%,只有13只基金为正收益。但7月以来,随着市场回暖,86只基金中取得正回报的数量已上升到66只,平均区间回报为0.38%。平安可转债拟任基金经理汪澳对记者表示,转债的估值目前在历史底部区域,具备较高的安全边际。随着转债投资者的逐步扩容,未来一段时间估值仍有望逐步修复。

### 公募提前布局

作为敏锐的机构投资者,公募已在主动增持可转债。

民生证券报告指出,截至二季度末,公募基金持有的可转债市值合计683.91亿元,环比增加3.12%。民生证券统计发现剔除二季度新成立及退出的基金后,二季度共有701只基金选择增持可转债,增持规模为144亿元。二季度新增转债市值中有36.18%被公募基金持有,远高于根据上交所数据测算的基金持有存量转债15.27%的比例。“公募基金对转债的增持属于主动行为,而不是转债市场扩容的被动增持。”

需要指出的是,受二季度市场回调影响,公募基金风险偏好有所下降,增持以风格防御稳健为主。民生证券认为,截至二季度末,公募基金以金融和周期板块作为重仓选择,配置比例分别达到33.08%和28.05%。其中,公募基金对银行转债的配置较一季度增持16.1亿元,配置比例提升1.83个百分点至27.17%。同时,以地产和基建为代表的防御板块的配置比例也由4.6%提升至8.44%。但与此同时,公募对成长板块的配置比例则由一季度的20.27%下降至16.55%。

从最近的完整周(7月15日至7月19日)行情来看,债券市场在低位盘整。数据显示,当周长端收益率与上周基本持平,10年期国债收益涨幅为3.16%。而在7月24日,10年期主力合约临近尾盘时跌幅扩大至0.2%。

汪澳指出,央行近期适当释放流动性,考虑到货币政策以结构性调整为主,缴税期结束后央行或适当回收流动性,资金面可能被动,进而对债市形成影响。“但从债市整体环境来看,年内通胀压力高点已过,海外因素的缓和也整体有利于债市,当前债市环境依然偏友好。”

### 把握左侧交易机会

基于上述背景,海富通债券基金部副总监何谦表示,三季度市场或维持震荡格局,个别估值较高的核心资产会面临调整。因此,操作策略上会倾向于低仓位运行。“如果美联储在三季度降息,国内货币政策或适度调整,四季度可能会更看好可转债。到年底前,我们会密切关注大金融转债和TMT类转债的机会。”

陈若劲则认为,下半年债市整体或以震荡为主,但考虑到长端利率下行空间有限,市场调整后的交易性机会更值得把握。目前存量转债均价和转股溢价率处于较低历史分位数,到期收益率则处于较高历史分位数,“转债资产已进入相对配置价值区间,左侧交易的胜率在不断提升。因此,进一步挖掘业绩有支撑且与估值匹配度较高的个券阿尔法,是较好的投资选择。”

具体到标的选择上,汪澳表示,他倾向于寻找公司质地优良、可中长期持有的可转债。另外,“考虑到可转债收益的下行空间可控,上升空间不弱于股票,投资者也可选择可转债主题基金进行投资配置。”



视觉中国图片

## 科创板赚钱效应引领成长风格

# 私募大佬：核心科技必出大牛股

□本报记者 林荣华

### 科创板估值无差异

虽然科创板上市以来备受关注,但多位私募大佬认为,科创板在估值评判上和主板并无差异,甚至寻求股价过高估向下修复的机会。

清和泉资本副总经理吴俊峰表示,科创板上市之后与投资主板没有区别,依然会从企业自身的长期竞争力、估值水平以及公司本身的质量来衡量,上市之后经过资金的炒作可能没有短期机会,持有的态度是深度研究,谨慎决策。

“科创板不一定非要比别的公司更贵或者更便宜,看的是对未来的假设,可能给出的估值离散度会比相对稳定的这些公司大一些。”拾贝投资创始人胡建平说。

胡建平认为,从长远来看,科创板主要是解决两个问题:一是有机会更早地去买一些可能的好公司,而不是像小米之类的这些公司等它涨到2000亿估值才有机会去买,有科创板之后说不定这些公司在一两百亿估值的时候,就有机会买到,可以比较早期地去享受后面的成长;二是科创板的这套制度建设,估计很快会普及到创业板和主板,这对整个市场长期的运转效率会有很大提升。

北京和聚投资总经理李泽刚则指出,对于科创板,除了寻找好公司向上的机会,也存在寻找过于高估向下修复的机会。“科创板在我们看来一方面是投资机会,另外一方面它可能也是未来启动市场中性策略,配置交易策略很好的试验场。会在下半年更多关注科创板带来的机会。”

### 下半年或迎成长风格切换

自5月以来,以白酒为代表的消费板块超额收益明显,但展望下半年,在科创板的引领下,私募大佬更加看好成长风格的表现,尤其看好科技股。

“白马股、价值股已经演绎得淋漓尽致了,在结构性行情或者结构性的震荡下,估值已经到了一定高度,在没有大牛市的背景下,可能要经历很长时间的震荡。从下半年开始,很多成长股可能开始会有表现,尤其是在科创板的引领下。虽然不能简单地理解为‘跷跷板’,但是成长股的这种准备工作已经快完成了。”北京和聚投资执行董事于军说。

于军表示,有很多的技术,很多的产业,已经到了重大变革的时候。今年下半年有没有好的投资机会,核心在于成长股、科技股有没有机会。“今年是对它做准备的时候,市场往往在它做准备的时候就分化,结构性行情就出来了。”

星石投资董事长江晖认为,现阶段更应该

着眼于长期,把握成长空间大的优质企业。全球产业链的重塑对现有国内产业链有一定的冲击,看好中国在科技领域的创新能力,随着研发的不断投入,未来会持续实现各个环节的技术突破。现阶段主要把握已经实现技术突破,且市场空间大的国家战略新兴产业。

李泽刚进一步指出,虽然上半年价值更强,但是过去两年以来,强势特征正在衰减,在下半年,整个市场的风格会开始转向成长。有两个原因:一是估值切换。经过过去两三年成长股小票的持续下跌之后,小盘成长股的估值压力得到很大释放。现在大盘股和小盘股的估值溢价已经处在历史低位。小盘股更容易跟产业资本一级市场股权投资去做横向比较,也显示出成长股开始出现估值优势,这是历史上很少出现的局面。所以否极泰来越来越近。二是从周期的角度,回顾过去十年,成长价值的轮回。总体单边走强的周期,很难超过两年。最新一轮成长股的探底过程从2017年开始已经持续两年时间。随着外部因素从7月以后暂时不再是焦点,估值的修复能够更倾向于成长股表现。

### 5G和新能源备受关注

在科技板块的标的选择上,私募大佬都是从个股的核心竞争力出发,力求挖掘未来市场的科技大牛股。

## 南方基金股权变更获批 公募员工持股扩容

□本报记者 张焕豹

7月24日,证监会官网发布文件显示,南方基金股权变更获批。对此南方基金表示,将积极探索员工持股计划。业内人士表示,这为公募基金行业实行员工持股再添一例,股权激励等方案或有助于优化公司治理结构,为公司长远发展奠定基础。而在行业内,施行股权激励与员工持股的公司已有多家先例。

### 头部公募积极探索员工持股计划

7月24日,证监会网站发布《关于核准南方基金管理股份有限公司变更股权的批复》。内容显示,南方基金此前报送的《关于变更股东的申请报告》已经获得证监会核准。

对此,南方基金表示,根据《中华人民共和国证券投资基金法》、《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》、《证券投资基金管理公司管理办法》等有关规定,南方基金在股东和相关方的支持下积极探索实行员工持股计划。

### 助力基金公司发展

2013年6月1日,修订通过的“新《基金法》”正式施行,其中规定允许公募基金可

以实行专业人士持股计划,建立长效激励约束机制。这为国内公募基金行业的股权激励开展提供了制度方面的保障,此后行业股权激励与员工持股逐渐开展。

记者了解到,据不完全统计,在公募基金行业,迄今已经有超过20家公司施行股权激励以及员工持股计划,其中不乏为公司发展提供有效助力的案例。

2014年,天弘基金发布关于公司注册资本及股权变更的公告,天弘基金员工通过四个有限合伙企业,参与持股合计比例为11%。

2015年7月,中欧基金发布股权变更公告,中欧基金员工持股计划得以实现。公司官网显示,“中欧成为国内首批实施员工持股的公募基金之一,核心员工成为公司重要股东。良好的治理结构,为中欧基金坚持创造长期价值,立志成为资产管理精品提供商,打下了坚实的基础。”

2015年12月,汇添富注册资本由1亿元变更为1.176亿元,新增注册资本由员工持股平

国央行同步宽松政策和债券供需层面的技术支持。根据美银美林报告,全球负利率资产占比,从5月18%上升至创纪录的25%(截至6月底,约13万亿美元)。

朱惠萍表示,下半年债券净供应将下降,因为政府将控制城投债和地产债的离岸发行量。此外,随着全球经济增长缓慢,资本支出及对资本要求放缓,投资级债券供应也将减少。净新增供应将取决于市场窗口。最近的两位美联储提名人选和欧洲央行行长都偏“鸽”派,大概率将延续央行的“鸽”派立场。在全球不确定性和人民币汇率波动的情况下,稳健的信用基本面,偏“鸽”的央行货币政策,高度集中的亚洲投资者买盘以及对美元固定收益资产的强劲需求将继续支持亚洲美元债券的表现。

除亚洲市场债券之外,业内人士认为,更广泛的新兴市场债券均将受益于本次降息。

据彭博25日报道,600亿美元的BlueBay资产管理公司正在将其对新兴市场债券的配置从30%提高到40%。花旗集团正在建议其最富有的客户持有新兴市场债券。霸菱资产管理(英国)也对发展中国家市场的公司债券表示同样的看法。

### 资金加速流入中国债券市场

中债托管数据显示,截至今年6月底,境外机构持有我国债券市场债券16452.38亿元,同比增22.36%,较去年年末增9.18%。业内人士认为,境外投资者增配中国债券主要有两大原因,中国债券的收益率有吸引力。25日,中国10年期国债收益率与美国10年期国债收益率相差超过100bp。目前,全球诸多市场实行负利率。相形之下,中国债券的收益率有吸引力。此外,人民币兑美元汇率趋向稳定之后,海外投资者用来做汇率对冲的成本降低。

台上海晋聚投资管理合伙企业以4.15亿元溢价认购,持股14.98%。此后2016年,汇添富基金又再度扩大员工持股计划占公司股权比例至24.7%。

2017年底,银华基金发布公告,宣布公司注册资本从2亿元增至2.222亿元,新增3家有限合伙企业合计持股9.99%,以期实现员工持股计划,据悉该计划共有149名员工参与。

此外,前海开源基金,创金合信基金等多家公募基金公司均有股权激励或者员工持股计划行为,在一定程度上为公司发展提供了很大助力。

对于股权激励与员工持股计划,有业内人士表示,人才流动与激励难题在公募行业存在已久,但是可以股权激励的方式来解决。股权激励制度对基金公司整体发展至关重要,核心作用在于吸引并且留住优秀人才,有助于公司提升投研实力,强化内部治理、提升管理水平、提升整体竞争力,为公司长期发展奠定坚实基础。

伦敦固定收益资管机构Stratton Street 合伙人Andy Seaman近期接受记者采访时表示,随着国际债券指数将中国债券纳入,配置中国债券市场的时机已至。他认为此时犹豫、迟疑的机会成本很高,“因为被动投资者不管怎样都要根据指数来配,如果主动管理者不调整自己的组合,跟随配置,那他将错失良机。”

2019年7月初贝莱德旗下指数品牌安硕指数产品相关人士在一次视频会议中表示,全球投资者对中国债券市场的兴趣日增,他们计划提供相应的ETF帮助客户布局中国债券市场。瑞银资管亚太固定收益主管Hayden Briscoe此前称中国政府债正成为新的避险天堂。最近一次采访中Hayden Briscoe重申了看好中国债券市场的立场,他表示,此时是介入中国债券市场良好时机。

□本报记者 吴娟娟

7月31日美联储议息会议将宣布是否降息,市场人士认为,此次美联储大概率将宣布降息25个基点。一般认为,降息会使美元走弱,利好新兴市场。此外,中国国债与美国国债的利差走阔,海外资金或进一步流向中国债券市场,部分外资人士认为,若再不介入中国债券市场将错失良机。

### 降息利好新兴市场

高腾国际固定收益董事总经理朱惠萍表示,预计此次美联储会议将降息25个基点,即“保险降息”来支持经济。美联储进一步注入流动性以及投资者对收益率的追求将继续支持亚洲信用债的表现。

高腾国际预期亚洲美元债市场将受益于各