

# 货基收益持续跳水 固收+产品成新宠

□本报记者 张凌之 李惠敏

“近日，余额宝与零钱通中的部分产品7日年化平均收益率已跌至1.5%，全市场跌破1.5%的货基数量占比近50%，最低7日年化收益水平已低至0.2480%。对此，业内人士表示，货币基金收益率的持续走低主要与市场利率持续走低密切相关，同时对于部分涉及债券投资的货币基金，近期收益下跌也受到债市震荡的影响。在货基收益不断下降的背景下，固收+、中短债产品颇受追捧。”

## 货基收益不断下滑

中国基金业协会数据显示，2019年规模为7万亿元的货币基金今年一季度规模增长超1万亿元，4月规模再度增长超4000亿元。值得注意的是，在货基规模不断上升的同时，其年化收益率却持续下滑。

近日，中国证券报记者发现余额宝和零钱通中部分产品的7日年化收益率跌至1.4720%和1.1000%左右，两者中已没有产品7日年化收益率在2%以上。具体看，零钱通中其他十多只产品的7日年化收益率主要集中在1.3%—1.7%之间，最高的是嘉实活钱包A，7日年化收益率为1.8720%，但也有6只产品的7日年化收益率低于1.4%；余额宝中，20只产品的7日年化收益率主要集中在1.4%—1.7%之间，最高的是兴全添利宝，7日年化收益率为1.7680%。

整体看，截至6月1日，全市场货币基金7日年化收益率均值为1.537%，中位数为



新华社图片

1.557%；在今年年初，均值在2.697%附近，中位数在2.699%。天天基金网数据显示，全市场有数据统计的454只（A/C份额分开计算）货币基金中，只有30只产品7日年化收益率超2%，全市场货币基金7日年化收益率超3%的仅有2只产品，收益率最高的是建信天添益货币，7日年化收益率3.5040%；200多只产品7日年化收益率跌破1.5%，还有20多只跌破1%，最低收益水平已低至0.2480%。

货币基金收益率屡创新低，市场利率的持续走低是最主要原因。

某基金业内人士表示，在货币供应量非常充足的情况下，货币基金的主要投资品种收益更是大幅下行，导致货币基金的收益率也出现大幅下降。预计短期内利率应该还会维持在一个较低水平，货币基金收益率可能暂时不会反转上升。另一位基金人士也表示，受近期债市震荡调整影响，部分货币基金收益明显下行。

## 固收+与中短债品种受捧

在权益市场大幅震荡，而货基收益不断下降的背景下，固收+、中短债产品颇受追捧。

南方某债券基金经理表示，用中短期纯债基替代货币基金投资是不错的选择。中短债基相比中长久期债基，波动更小；中短债基也可投资一定比例的中长久期债券，在波动变大的同时获得较好收益。北京某债券基金经理告诉中国证券报记者，随着银行理财产品打破刚兑以及收益不断下降，“固收+”产品将成为风险偏好相对较低投资者的新选择，未来市场需求也会出现爆发。

中短债和“固收+”策略基金业绩数据显示，今年以来短期纯债基金平均年化收益率为4.85%，大幅跑赢货币市场基金及银行理财产品；而“固收+”策略基金近一年平均收益8.32%。规模数据也有明显增长，Wind数据显示，截至4月末，“固收+”策略基金规

模超5100亿元，较去年末增长超过1800亿元，增幅达53.85%（“固收+”策略基金数据为二级债基以及投资范围中权益资产投资比例在40%以下、固收资产投资比例在60%以上的偏债混合基金数据）；中短债基金方面，规模也从去年末的5166.33亿元增长至目前的6352.64亿元。

博时基金经理王申表示，预计产业债未来将继续承压，在目前的违约企业中，产业债的占比最高；在政府加杠杆稳增长的政策背景下，城投平台或成为稳增长的重要抓手，其系统重要性显著增强，城投债目前依然具有一定的票息优势；随着地产销售的回暖，地产融资政策的放松，房地产企业整体的信用风险将显著下降，虽然当前地产债的性价比有所下降，但依然能贡献一定的绝对收益。“固收+”组合的债券投资部分较适合以信用债为底仓，适度通过长久期利率债进行波段操作，坚守票息为王的策略。

# 生物医药“上天” 油气资产“坠地” QDII基金业绩分化加剧

□本报记者 李岚君

自新冠肺炎疫情爆发以来，全球经济遭受冲击，各类风险资产价格出现剧烈波动。各行业分化严重，在生物医药主题“上天”的同时，油气类资产则“坠地”。在这种背景下，QDII基金年内首尾业绩差距十分惊人。

## 医药主题强势领跑

今年以来，权益基金整体收益并不太理想。曾经风光无限的QDII基金在经历海外市场“熔断潮”后，表现较为低迷，更尴尬的是，国际原油价格的剧烈波动拖累了不少原油主题QDII基金的收益率，在QDII基金中，仅有生物医药主题一枝独秀。

Wind数据显示，全市场QDII基金共304只

（各类份额分开计算，下同），截至5月29日，年初至今仅有114只基金取得正收益，约三分之二的基金收益为负。并且随着时间的推移，QDII基金的业绩分化现象也在加剧。

从今年以来的净值涨幅排行榜来看，根据Wind数据，截至5月29日，仅43只QDII基金年内净值涨幅超过10%。其中，上投摩根中国生物医药混合居榜单首位，业绩遥遥领先。长期来看，该基金近3年、近2年、近1年及近半年的净值阶段涨幅分别为63.74%、50.00%、87.04%、34.79%。截至5月29日收盘，上投摩根中国生物医药混合的累计单位净值为2.0374元，今年以来回报率46.71%。

油气QDII“拖后腿”

与医疗主题QDII基金形成鲜明对比的

是油气QDII基金。尽管4月份全球股市恐慌情绪有所缓解，海外主要股票市场迎来反弹，但由于一季度亏损严重，部分油气QDII基金在经历了4月份的反弹后，仍未能收复前期的失地。

根据Wind数据显示，今年以来，排名末位的某油气QDII基金净值跌幅达到63.47%。根据一季报，虽然该基金名称上带有“大宗商品”字样，但并没有均衡配置各类大宗商品，而是选择了重仓原油相关投资品种。基金前十大重仓品种中，有6只为与海外油气资产相关的ETF基金，合计占比58.95%，USO、UCO、DBO、BRNT、OIL、USL等均在其前十大持仓品种之列，其中USO占基金资产净值比例18.11%，UCO占比17.03%，DBO占比10.40%。

有意思的是，有迹象显示大量资金曾在今年一季度选择“抄底”原油基金。根据相关基金的一季报，多只油气类QDII基金在一季度规模翻番，不少投资者“抄底”抄在“半山腰”位置。

从能源市场来看，国际油价主要受到供需关系尤其是供给端影响，也会被地缘政治和美元流动性因素左右，素来波动较大。今年油价出现“史诗级”暴跌的背后，是能源市场前所未有地遭受了来自供给与需求双向的压力。从结果看，无论是史上首次出现“负油价”，还是其它利空叠加因素，都导致油气类QDII基金极端承压。该类QDII基金净值在年内普遍下跌超过60%，位于QDII基金业绩榜末端。与领跑的生物医药类QDII基金品种相比，双方差距已经扩大至100个百分点以上。

## ■ 新证券法投保制度系列谈之适当性管理

# 适当性制度不等于对投资者提供“家长式”保护

□投保基金公司资产管理部高级经理 杨宇非

本次新证券法，明确将适当性义务上升为一项法定义务，切实加强对投资者的保护。证券经营机构在销售产品和提供服务时，应当履行“了解客户”、“了解产品”、“风险揭示”以及“适当推荐”等义务，做到依法合规、勤勉尽责、审慎推荐。适当性制度本质是一项投资者保护制度，突出强调了“卖者有责”，修正了传统民商事活动中的“买者自负”原则。笔者认为，健全的适当性制度在强调“卖者尽责”的同时不应忽视“买者自负”。

适当性制度入法的逻辑应与资本市场改革创新相联系，坚持“买者自负”有利于多层次资本市场的建立和完善。近年来，我国监管层深化推进改革创新，不断加强顶层设计，随着科创板设立和注册制试点的稳步推进，我国多层次资本市场体系建设正进入一个新的发展阶段。健康完善的资本市场区分不同市场板块的功能定位和投资风险，以满足投资者对金融产品和服务

的差异化需求，这与“将合适的产品销售给合适的客户”不谋而合。在制度多元、功能互补的多层次资本市场中，投资者根据实际情况和需求，审慎购买与自身财务状况、投资目标和风险承受能力相匹配的产品和服务。

资本市场应遵循“买者自负”原则，提升投资者风险意识，通过阻止非理性投资，防范发生系统性金融风险。从资管新规来看，我国监管趋势有意在银行、信托领域有序打破刚性兑付。这一变化说明，监管理念不再单纯强调“卖者有责”，反而是对“买者自负”愈加重视。刚性兑付违背了风险与收益相匹配的基本价值理念，为投资收益附加了隐形担保，加深了投资者对金融机构的盲目信赖，抑制了自主决策的积极性。规模庞大的风险和收益不匹配的金融产品加剧了系统性金融风险发生的可能性。此时，通过强调“买者自负”原则，可以引导投资者科学性理性投资，正确认识和识别风险，在这个意义上，适当性制度更是确保金融体系安全的重要制度安排。

证券经营机构本质上是盈利性法人，应注重证券经营机构与投资者之间的利益均衡发展，兼顾市场效率与投资者保护。我国资本市场特点是以中小投资者为主，投资者保护应以提升投资者市场主体地位和市场参与度为出发点，以保障投资者自我决策、提高投资能力和培育合理的投资者结构为目标，而不是一边倒地”将投资者视为弱势群体，继而施加无边界的法律父爱主义保护，更不能将投资者保护建立在牺牲证券经营机构效益的基础上。

从上述分析来看，适当性制度不等于对投资者提供“家长式”保护，对此，在司法保障方面也予以了回应。一是新证券法第88条规定了投资者如实提供信息的义务，以及拒绝提供真实信息的后果。这说明，投资者在享受法律和监管规则对其倾斜性保护的同时，必须履行相应的义务，体现了适当性制度中权利与义务的对等。

二是证券经营机构的适当性匹配意见不代替投资者做出投资决策。证券经营机构的适当

性匹配意见，并不当然构成对风险和收益的实质性判断或者保证，投资者在听取适当性意见的基础之上，自主判断、审慎决策，购买适合自身风险承受能力的产品或服务，独立承担投资风险。

三是投资者具有一定投资经验时，应减免证券经营机构的适当性义务。从最新《全国法院民商事审判工作会议纪要》的相关规定来看，证券经营机构能够根据投资者的既往投资经验、受教育程度等事实，举证证明适当性义务的违反并未影响投资者做出自主投资决策的，投资者应自担风险。此种做法合理的分配了双方的民事事责任，值得肯定。

总之，我国资本市场应充分尊重和实践“买者自负”这一基本原则，适当性制度需要建立在平衡投资者和利益相关方权利义务的基础上，一味对投资者提供“家长式”保护带不来成熟、健康的资本市场，更无法真正发挥投资者适当性的制度价值。（本专栏由投保基金公司和中国证券报联合推出）

## 农银汇理叶忻：打造稳健回报FOF

□本报记者 徐金忠

农银汇理永乐3个月持有期混合型基金中基金(FOF)拟任基金经理叶忻近日在接受中国证券报记者采访时表示：“FOF通过资产配置，优化投资组合风险收益特征。它由专业团队进行基金优选，解决投资者选基难的问题。FOF进行合理的分散化投资，配置更为均衡。”

如何优选基金，叶忻分享了“三步走”的方法，即专业的资产配置、严谨的基金优选流程以及以人为本的基金选择模型。

## FOF基金优势突出

回顾公募基金行业20余年的发展，公募基金给投资人创造了丰厚的回报。银河证券数据显示，截至2019年末，公募基金行业累计为持有人创造盈利超过32万亿元，累计分红超过26万亿元。

此外，过去3年，随着利率市场化、打破刚兑、信用违约事件多发，公募基金产品作为理想的理财工具，其价值不断凸显。但目前全市场基金数已大大超越股票数量，基金产品不仅种类繁多，且条款及结构复杂，普通投资者想要寻找到好基金并非易事，而FOF基金可以为投资者做好优选基金的工作。截至2019年末，市场上共有83只公募FOF产品，规模合计368亿元。Wind数据显示，截至2020年5月上旬，市场上公募FOF成立以来的年化收益平均值超过7.7%。

“FOF通过资产配置优化投资组合风险收益特征，在同等预期收益水平下降低组合波动性，或在同等风险水平下提高组合的预期收益水平。FOF由专业团队进行基金优选，解决了投资者选基难的问题。FOF进行合理的分散化投资，配置更为均衡。农银汇理永乐3个月持有期FOF力争以较小的波动和回撤获取超越银行理财的收益水平，贴合追求稳健收益的投资者需求。”叶忻介绍。

## 选基能力别具一格

对于FOF来说，选基能力是核心。叶忻将优选基金的体系归结为“三步走”，即“专业的资产配置、严谨的基金优选流程、以人为本的基金选择模型。”

具体来看，农银汇理资产配置部既有深耕宏观策略的资产配置专家，还有金融产品、量化、债券等多方面的人才，可以实现优势互补。根据对市场变化的判断，FOF可以进行战术性组合调整，优化组合风险收益比，提高资产配置效果。在基金选择上，遵循严谨的基金优选流程，针对不同类型、不同风格的基金，采用对应的筛选标准，从而为优选出各个基金类型下的优质基金奠定基础。

在基金选择模型中，农银汇理别具一格地选择以人为本的策略，与市场上大多数模型不一样，其核心在于基金经理而非基金产品，即为每个基金经理建立专属的数据库，与此同时，定性指标印证基金经理风格与投资能力。另外采用定量模型和定性分析相结合的方法，多维度挑选子基金。

“在战略资产配置的基础上，确定战术资产配置目标，在细分的目标资产类别下精选基金进行配置。严格投资纪律，贯彻绝对收益理念，力争为投资人贡献长期稳健的投资收益。”叶忻总结说。

## 创新工具非量化宽松 货币政策有空间

（上接A01版）全部的利息也都由银行享有，SPV不向银行收利息。同时，由于信用风险仍然由商业银行承担，所以商业银行的贷款不出资产负债表。在合同到期后地方商业银行再向SPV购回。

中国人民银行货币政策司副司长郭凯认为，将贷款交由商业银行管理，让商业银行享受所有贷款的回报，同时也承担信用风险，既激励了商业银行，同时又没有改变委托代理关系，也就是没有改变商业银行对企业基本的债权债务关系，是一个比较合理的权衡。

对于普惠小微企业贷款延期支持工具中的利率互换，郭凯表示，利率互换实际上是一个操作概念，SPV不能直接把钱发给企业或者银行，所以设计成SPV和商业银行进行利率互换。利率互换的本金是延期的本金，通过利率互换的结构，将1%的激励资金转移给商业银行。

## 把控风险底线

潘功胜表示，银行的信贷资产质量与市场主体经营的状况和经济增长的状况是相互依存和相互影响的关系。保市场主体、稳定经济增长，就是保银行的信贷资产。在这种情况下银行和企业是一条船上，保他们实际上是保自己。

潘功胜强调，在经济下行压力比较大的情况下，银行的信贷资产质量必然会受到影响，我国的金融体系、银行体系对风险的抵御能力较强，一季度末银行体系的拨备覆盖率为183%，应该说银行自身有比较强的能力来消化可能发生的资产质量的恶化。

“人民银行、银保监会也要求商业银行在加大对企业让利的同时，用现有的财务资源加大拨备的储备，加大不良资产的核销和处置能力。为防止今年、明年甚至后年信贷资产质量下降做好准备。”潘功胜称。

潘功胜表示，在制定和发布政策时，管理部门特别注意把控风险底线，比如，坚持市场化、法治化的原则，由金融机构独立决策、自担风险、自负盈亏，不能行政干预放贷。同时，要求金融机构在此过程中要防范道德风险和金融风险，比如现在利率较低，要防止出现资金套利等。

# 混改加快步入“升级版”阶段

（上接A01版）中国企业研究院执行院长李锦表示，国企改革正按照系统集成、协同高效要求纵深推进。从“十项试点”“双百行动”到“区域综改试验”“科改示范行动”，中央与地方有数千家试点企业启动改革，且地方国企改革步伐更快一些，一些创新而具突破性的改革举措将接踵而至。

## 释放资本市场新红利

“今年资产证券化和股权激励将成为国

企改革最大看点。”李锦表示，在“十四五”期间，将大力推动国有企业上市，推动集团公司整体上市，加大市场化并购上市公司力度，推动国有资产向上市公司集中，使上市公司成为国有企业主要组织形式和管理资本的重要载体。此外，随着央企控股上市公司实施股权激励工作指引的下发，央企实施股权激励和员工持股也有望大幅增长，为上市公司注入发展动力，也为资本市场释放新

红利。

申万宏源证券策略研究首席分析师王胜认为，十九届四中全会后，国企改革再度提速。新时期的混改将有三方面特点：一是着力引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者。外来资本必须拥有改革的主观意愿和相应能力。二是着力推进充分竞争领域的商业类国企混改。这些领域，改革迫切性更大，且能更程度让渡国有控股权，对社

会资本吸引力更强。三是转变考核模式，从关注规模速度转为关注经营质量。新增营收利润率、研发投入等指标，从监管侧倒逼混改见效。

王胜表示，投资者可关注国有大股东持股占比大于30%、行业属于充分竞争性领域、本身基本面貌较好、行业有前景，且估值安全的上市公司，并关注上海、深圳等沿海发达地区改革进程。