

信用风险掣肘 债市分析框架面临重构

□本报记者 常仙鹤

经历2013年下半年的大幅调整之后，债市低迷的情况已经得到改善，今年以来开放式债券基金整体涨幅1.35%。随着11超日债出现违约，高风险债权偿付本息的刚性边界正在一步步被打破，债基依靠高杠杆来博取超额收益正在面临挑战。业内人士表示，债市刚性兑付时代的结束可能导致债市投资分析框架经历一次“毁灭性再造”的过程。从短期来看，短久期、轻杠杆正在成为基金规避风险的做法。

债基收益小幅反弹

与今年以来整体处于亏损状态的股票型基金相比，债券基金一改去年的阴跌，走出一波“小阳春”行情，股债“跷跷板效应”显露无遗。据Wind数据统计，截至3月21日，按照复权单位净值增长率计算，654只开放式债券基金今年以来整体上涨，同期累计涨幅为1.35%。部分债券基金今年领跑，有13只债券基金涨幅超过4%。其中，金鹰持久回报基金以7.25%的涨幅在上述所有债基中领跑；紧随其后的是诺安双利、金鹰元盛分级债基，同期涨幅均在5%以上。相比之下，695只开放式股票基金今年以来则整体下跌1.89%。金鹰固定收益部总监、金鹰持久回报基金经

理邱新红表示，2013年6月以来随着资金成本的显著抬升，债券市场经历了半年左右的持续的大幅调整，各品种债券收益率大幅上行。而债券市场随着春节前逆回购操作有所好转，春节后市场对央行四季度货币政策报告的解读也相对乐观，春节后债券市场延续了好转的态势，各品种债券收益率显著下行，债券市场有一波不错的表现。

债市分析框架或毁灭性再造

在债基反弹的同时，11超日债的违约则为其蒙上了一层阴影。多位基金经理认为，债市刚性兑付的时代将一去不返，这将可能导致债市投资分析框架经历一次“毁灭性再造”的过程。“过去对于信用债尤其是高收益信用债，基本呈现出高收益、没风险的风险收益特征，带动大量机构或者投资人员采取高杠杆、高收益的配置方案，但未来这种高收益信用债的风险可能加大。”广发理财年年红债券基金经理谭昌杰介绍，过去一年间，出现多起发债公司一度非常接近无法偿付本息的境地，比如山东海龙、江西赛维以及多家发行集合票据的中小企业。“随着维系刚性兑付的成本越来越高，各方对于刚性维稳的意愿在减弱，高风险债权（包括债权、信托等）无法偿付本息的边界正在一步步的打破。估计在未来1—2年内，很有可能出现类似2008年香港市场那

样折价兑付或者回售债券的案例。”谭昌杰说。

谭昌杰认为，2013年，利率债的运作规律被打破，其走势基本脱离了经济基本面和CPI的传统分析框架。从中长期看，利率债的分析框架需要重建，未来采用什么样的分析框架还需“边走边看”。而信用债方面，预计也难逃一次“毁灭性创造”。

对于债市后市走势，谭昌杰表示，由于债券市场的分析框架面临重构，需要辨析和跟踪更

多层次的变量，超额收益的不确定性很大。就具体的债券品种而言，相对更加看好利率债的配置价值，信用债估值并不便宜，在信用风险释放的过程中，整体的配置价值并不突出。

近期已有债基在悄悄改变投资思路。正在发行的鑫元基金就独辟蹊径，拟对这只新基金采取短久期、轻杠杆的投资策略，并充分发挥在信用风险把控方面的优势，力图在有效控制风险的同时获得稳健回报。

债基B份额折价率扩大

□本报记者 李菁菁

自3月5日超日债违约事件爆发后，部分高收益信用债出现连续下跌，债券型分级基金B份额近期场内跌幅较大，且明显超过净值跌幅从而折价率扩大。业内人士认为，从杠杆债基二级市场价格变动可以看出，部分投资者对杠杆债基后市预期较为悲观。据wind数据统计，3月5日至3月21日，纯债型杠杆债基复权单位净值平均下跌0.14%，表现较为平稳，而二级市场价格平均跌幅超过2%，跌幅远大于净值。期间受股市走低影响，混合型

杠杆债基净值表现不及纯债型杠杆债基，平均跌幅为0.47%，但二级市场价格平均跌幅为0.84%，表现超过纯债型杠杆债基。纯债型杠杆债基中，银华中证转债B净值跌幅最大，下跌4.14%，主要因为其转股属性，而期间股市持续震荡走低；鹏华丰利B净值涨幅最大，上涨1.74%，但二级市场跌幅达6.82%，折价率由3月4日的1.51%扩大至9.80%。3月5日至3月21日，两类杠杆债基A份额二级市场表现依然跌多涨少，但净值均维持涨势。其中，德邦企债分级A价格上涨1.00%，涨幅最大，其余涨跌幅均不足1%。

大成基金：看好新能源汽车产业链

□本报记者 郑洞宇

大成基金内需增长基金经理李本刚认为，长期宏观经济下行，长期利率继续上行，违约频现，但不可能出现系统性危机；从中期来看，中国经济结构性向下叠加周期性向下的可能性最大；最大的意外来自出口的拐点向上和投资托底。未来看好互联网金融、新能源汽车产业链。李本刚说，互联网金融目前主要由支付平台

切入负债端业务，判断资产端业务未来选择与银行合作的概率较大。互联网金融对于传统银行业的负债端分流明显，但是资产端业务的开拓由于法律法规监管可能性进度很难加快。具体到互联网金融对于原有各金融行业的冲击方面，银行受到冲击最大，证券其次，保险基本不受冲击影响。银行方面，李本刚表示，互联网金融落地需要传统金融机构的协助，因此对于银行业存在冲击，但是更多是格局性的冲击。其中，各银行负债端获

取难度和价格都基本同步提升，但是由于互联网金融的非排他性，中小股份制银行受益程度相当，谁能胜出的核心在于资产端的收益能力，更看好资产端能力较强的银行。考虑到利率市场化的进程阶段，高利率仍将是常态，因此第三方支付业务的深度介入和规模扩张难以逆转；互联网金融的冲击对于金融各行业负债端冲击最大，资产端收益能力的分化将越来越决定行业内个股的分化。李本刚认为，新能源汽车的核心在于如何定义其消

费品属性。考虑到新能源汽车与别的可选消费品区别较大：首先，一次性支出较大，需要降低真实收入门槛，转换成本较高，因此受限于政策和厂商品牌；其次，能源供给限制最强，尚无统一标准。因此，综合分析，能源、政策对于新能源汽车渗透率提升的影响远高于体验。新能源汽车产业链受益路径，预计将沿着输配电公司——进口代理、新能源客车和部分出租车整车生产厂商——新能源乘用车整车生产厂商——上游产业链生产厂商逐步演进。

创业板指数跑赢七成创业板个股

排名第一。

据了解，创业板指数所包含的权重股有100只，指数样本股选取以“流通市值市场占比”和“成交金额市场占比”两个指标为主要依据，入选样本股在合规经营状况、企业盈利水平等方面均是创业板的翘楚。

易方达指数投资研发中心的研究表明，创业板指数大幅跑赢创业板个股，背后主要有三大推动因素：一是创业板指成份股的估值，明显低于

□本报记者 常仙鹤

“只赚指数不赚钱”是很多投资者经常碰到的一个投资怪圈。目前，创业板股票已经逼近400只，据易方达指数投资研发中心统计，2013年创业板指上涨82.7%，创业板个股涨幅超过创业板指数的有112只，涨幅不及创业板指数的个股数量多达243只。这也意味着，创业板指数已跑赢69%的创业板个股涨幅。

嘉实多元化：始于远见 贵在坚持

在“我们需要一个强大的财富管理行业”的号角声中，基金行业开始了从单一的公募机构向综合资产管理机构的转型。然而转型的方向如何判断，转型的路径如何构架，种种问题依然横亘于前；而嘉实基金的战略布局，或许可为行业的转型思路提供“顶层设计”层面的借鉴。几乎是早于行业两年的时间，嘉实基金就已着手改变公司整体业务布局，在传统国内证券市场投资的业务基础之上，展现出“在岸金融”和“离岸金融”两个金融服务平台，并成立了嘉实国际、嘉实财富、嘉实资本三家全资子公司。和实生物，同则不继，即不同事物碰撞才能生发出新的模式。在嘉实基金成立十五周年之际，多元化正引领嘉实逐渐向强大的财富管理机构这一目标迈进，以实现在更广阔的领域、更长久的岁月能够为投资者创造回报的理想。

缘起：为未来做投资

在嘉实15年的发展历程中，战略从不是一个新鲜的事物，从2000年起，嘉实每年举行战略会，围绕未来三年的业务定位制定战略规划，通过充分讨论以形成共识。对于嘉实而言，战略就是选择，而战略的萌生往往源于一个“想法”。早在十几年前，嘉实总经理赵学军在观察亚洲几个主要经济体时发现，从2000年开始，日本进入老龄化社会，经济增长减速的日本经济已养不活本国的老人，他们开始买巴西债、拉美债，通过新兴市场的高速增长解决日本养老问题。日本的养老现状对当时的他触动很深——中国有一天会进入老龄化社会，仅靠政府是很难解决庞大的养老负担。“中国基金业应该肩负起更重大的责任，成为解决中国养老问题的主力军，为国人过上体面的退休生活做出贡献。而要想担负起这一重任，中国必须有能参与国际竞争的资产管理公司，并能够帮助国内投资者进行全球资产配置。”追本

溯源，赵学军的这个“想法”正是嘉实“强化零售、机构和海外三个业务平台，坚持高绩效国际化”战略的发端。在基金业，非公募业务一直是基金公司业务中相对神秘而低调的一块。一方面是没有公募基金公开化的排名，另一方面因为该业务往往边际利润比较低，不少公司在业务拓展上难以为继。2005年，嘉实首批获得企业年金基金投资管理人格，正式肩负起为企业职工养老尽一份力量的责任。同一年，嘉实与德意志资产管理公司完成合资，嘉实将其成熟市场上先进的养老金投资管理技术，与自身对中国资本市场的理解融合，致力于为客户提供与国际接轨的一流的养老金投资管理服务。养老金业务依赖长时期和大规模的累计资产管理方可持续。这就要求其中的参与者不仅要具备决心、恒心、实力，更要有极强的社会责任感，能够在微利或无利的条件下持续提高自身能力，持续提供给客户优质的服务和产品。因此，并非所有公司都有能力或意愿在这个发展初期业务盈利微薄的领域坚持下来，这个过程中不乏年金服务提供者逐步退出市场的案例。“这需要大量的时间、人员和资金成本投入，而且短时期内是不会看到太明显的效果。但我们应认识到，我们并不是为现在准备的，而是为未来在做投资。”嘉实总经理赵学军坦言。尽管压力重重，嘉实坚定的选择了留在养老金市场。经过多年的耕耘积累，从前台的市场团队到产品开发团队，从专设的机构投资团队到后台的年金基金会计和运营团队，嘉实形成了一支庞大的高素质专业化年金服务队伍。目前，嘉实已被200余家企业选定为投资管理人，为超过800万职工提供企业年金服务，已投资运作规模数百亿元。“企业年金等养老金性质的基金具有长期资金性质，对于市场波动较不敏感，一旦形成规模，可成为基金公司管理规模和收入的“稳定

器”，一位业内人士评价。截止2013年末，嘉实资产管理总规模超过3500亿元，其国内非公募（社保、年金、专户等）资产管理规模在89家基金公司中位居首位。希望中国能够涌现出具有国际竞争力的资产管理公司，是嘉实为未来所做的另一项“投资”。事实上，自2008年首批基金公司获准在香港成立海外子公司以来，国内基金公司在拓展海外市场时比想象中更困难。在国际化道路上，嘉实也并非一帆风顺，连续三年的负利经营，基金子公司的产品同质化严重，且国际知名度不够等，都是横亘眼前的困境。“战略如同钻木取火，在两块木头摩擦的时候需要的是坚持，需要很长时间才能够产生火花，燃成熊熊之火。“抱着这样的信念，五年来，嘉实在国际化之路上砥砺前行。发轫：国际化之路在延伸2013年11月6日，打开电视的美国人，第一次在其最知名的财经频道CNBC的节目中，看见一只中国基金的名字——“db X-trackers嘉实沪深300中国A股基金”。这是美国市场上第一只直接投资于中国A股的实物ETF，也是第一只在美国上市的ROFII产品。该基金在美国上市后一周，一只类似的投资A股的ETF在卢森堡获批，又成为欧洲的首只ROFII。这两只产品均由嘉实香港子公司嘉实国际与德意志财富与管理合作发行。嘉实国际的CEO蔡秉华感叹道“打响了美国和欧洲市场，嘉实国际投资中国市场的品牌在国际上算是基本建立。”而这只是嘉实基金国际化之路的一个驿站。回首国际化战略之初，尽管嘉实国际成立的前三年没有盈利，嘉实亦倾注足够的时间与成本，建立子公司在海外市场上的长期业绩记录。2011年初，由亚洲权威的资产管理行业杂志《亚

洲资产管理》举办的年度“资产管理行业最佳成就奖”评选中，嘉实基金及其香港全资子公司嘉实国际，共同荣获五项国际大奖。嘉实基金被《亚洲资产管理》授予“年度最佳合资基金公司”和“年度最佳ETF管理者”奖，总经理赵学军荣膺“年度最佳CEO”，嘉实国际荣获香港地区资产管理行业“年度最佳离岸中国基金公司”奖项，旗下管理的基金DWSChinaEquityFund凭借其优异的5年期投资业绩表现，被评为“大中华区年度最佳股票型基金”。今天，当诸多海外投资者的视线被市场上最大的中国离岸债券基金“DWS Invest China Bonds”的出色业绩所吸引，赫然发现它的基金管理人正是嘉实国际。不为外人所知的是，不到5年时间，嘉实国际除在香港以外，已获得美国、澳大利亚、韩国等国家开展资产管理服务的相关资格或牌照；并按照成熟市场基金发行的惯例，完成了分别注册于香港、美国、及开曼群岛基金平台的搭建，为在这三个地区推出新产品做好了准备。截止2013年末，嘉实国际管理和咨询的资产规模已超过48亿美元，所服务的客户类型包括养老金、保险公司、主权基金等机构客户以及零售客户，业务范围覆盖欧洲、中国、香港、新加坡、日本、韩国、澳大利亚以及美国。在嘉实成立第15个年头，终于将“希望为投资于中国和亚洲市场的全球客户，以及有意投资于海外市场的中国投资者提供多种资产管理解决方案”的理想写成现实。远见，唯变所适事实上，嘉实的国际化之路只是嘉实多元化战略的一个侧面。面对持续壮大的财富管理市场和日益多元的投资者需求，嘉实基金正从单一的公募基金公司向综合财富管理型机构转型。在嘉实总经理赵学军心中，嘉实的版图将涵盖私募，打通境内

外，衔接产品端与客户端，兼顾服务高净值投资者与普通老百姓。《周易》有云，唯变所适。意在洞察变化并适时而动。“当我们面对一个更加多元化，一个蓬勃发展的市场的时候，首先注意到的是客户理财需求从单一向多元化的转变。”赵学军在一次主题演讲中表示，今天我们要看到的客户需求的变化趋势，不仅从本土投资向全球投资转变，还包括从二级市场投资向上游投资转变，从资本增值型投资向收益获取型投资转变。客户有多元化的理财需求，就应出现能够创造多元化回报的公司，嘉实希望自己成为这样一个优秀的公司。未来如果能将客户的多类别资产管理需求放到一个平台上完成，如同航母指挥与调动多个舰船协同作战，更能为客户创造回报最大化。除了从本土走向海外市场，2012年11月，嘉实首批获准成立境内子公司——嘉实资本，业务范畴从传统的二级市场投资拓展到“非上市股权、债权、收益权”。另一方面，为了缓解赵学军所提客户“供需匹配”，在产品端不断拓展延伸的同时，嘉实也在积极贴近客户端。例如2012年成立的嘉实投资者研究回报中心立足为普通投资者提供投资建议；而将满两周岁的嘉实财富则是针对高净值客户所创立的一个财富管理平台。“嘉实将视野投向更广泛的资管领域，就是希望在更广阔的空間内，创造更多回报”。15年新起点，嘉实再出发。嘉实将秉承“远见着稳健”理念，继续以完善本土能力为基点，以奉献一流业绩为核心、以卓越的产品为导向，继续拓展海外发展机会，拓展资产管理类别，构建具有竞争力的资产管理板块和服务更广大客户群的财富管理板块，从而能够有能力为广大投资者创造持续回报。—CIS—

