

# 绝对收益新策略受宠 百亿买盘追逐“风险均衡”

■本报记者 曹乘瑜 实习记者 吴娟娟

华夏基金公司日前透露，其与合作方联合发行的专户产品——华夏睿磐系列资产管理计划在短短两个多月内，意向及实盘规模累计突破200亿元。实际上，华夏睿磐系列所推崇的“风险均衡策略”目前逐渐成为机构资金“新宠”，相关产品动辄出现百亿资金的申购。据悉，这一策略通过“摆平”不同资产对组合的风险贡献度，可实现绝对收益。

据美国研究机构Evestment的数据，美国磐安资产管理公司(PanAgora)和国际对冲基金巨头桥水基金今年前8月，相关产品分别实现19.71%和10.96%的收益。不过有国内资管业内人士认为，该策略在中国面临着“杠杆受限、资产品种贫乏”等难题。对此，磐安资产和桥水基金的相关人士日前对记者表示，数据和投资理念灵活应用是本土化的关键，如果使用得当并预期合理，国内相关公募产品有望达到“无风险收益+5%”的收益水平。

## 风险均衡策略成“新宠”

业内人士透露，桥水基金近期旗下采用风险均衡策略的旗舰产品——“全天候基金”重新开放销售在华大受欢迎，已通过券商渠道销售逾百亿元。不过，上述风险均衡策略产品只针对机构开放。

所谓风险均衡策略，在国内又被称为风险平价策略。最早由磐安资产的钱恩平创立。钱恩平在接受中国证券报记者时表示，风险均衡策略关注不同资产的风险，主要是让每一类资产对组合的风险贡献相同，从而提升风险调整后的收益。相比之下，传统策略更强调资产市值的配置比例，但是传统策略一旦单一类别资产大幅下跌，就会对组合产生较大的收益拖累。

风险平价策略被看作是保本基金展业受限

后的“救命稻草”，并且效果更好。“保本基金采用CPPI策略(固定比例投资组合保险策略)，主要是先通过固收品种获得安全垫，再去投资，CPPI更稳健更保守，但风险均衡策略更加动态化，不保本，但也能实现绝对收益。”博时基金多元资产策略部负责人魏凤春说。

记者获悉，我国首批风险平衡策略的公募基金也在酝酿中。银华、博时、华夏等大型公募基金公司都在准备申报产品，主要应用在FOF投资上。华夏基金透露，将发行华夏睿磐系列公募基金产品，并已经有好几家银行渠道表示了兴趣。魏凤春介绍，目前国内做多元资产投资的机构，普遍计划使用该策略，银行渠道希望公募基金的风险均衡策略能够提供相比风险更低、收益更高的理财产品，从而有望在留住一些从收益率走低的银行理财中流失的资金。

根据Evestment的数据，磐安资产的“风险均衡基金”和桥水基金的“全天候基金”业绩表现出色。截至2016年8月，两只基金今年以来的收益率分别达到19.71%和10.96%，近5年的收益率分别为9.73%和4.62%，近10年的收益率分别为8.21%和5.1%。

## 舶来品面临挑战

风险均衡策略在海外虽然已是比较成熟的大类资产配置方法，有业内人士认为其在国内的应用可能面临较大的挑战，短时间内有如此多的“风险均衡策略”产品出炉，要担心噱头大于实际。

有业内人士称，风险均衡策略要求在部分资产上加杠杆。主流的风险均衡策略是让债券与股票的风险贡献一致，因为债券资产的风险远低于股票，可能需要使用杠杆，这与中国目前的政策环境相悖。合晶睿智合伙人郑志勇认为，通常股票资产的波动率在30%~40%，债券资产的波动率为5%，即便股票资产的仓位只有

20%，其对组合的风险贡献度也大于债券，债券资产部分需要加1.5~2倍杠杆才行，而根据监管规定，公募债基最高杠杆为1.4倍。“如果一个风险均衡策略的公募FOF告诉你你会配置债基，那一定是假的。”郑志勇说。

另一些业内人士认为，国内资产品种匮乏，也可能导致策略失效。前海开源基金投资副总监聂守华认为，海外大类资产投资品种较丰富，大类资产波动性之间的差异没有那么显著，同时海外有杠杆特性的衍生品种的较多，可以平衡各资产之间的波动率。但是，国内大类资产的波动率差异比较大，股票市场的波动率远高于债券市场，同时债券型基金的杠杆率比较低，对国债期货等衍生品的投资也比较有限。对FOF投资的公募基金标的而言，中证股票型基金指数的波动率约为25%，中证债券型基金指数的波动率约为5%，两者相差5倍。完全按照风险平价模型构建的投资组合，债券型基金的投资占比会非常高，整个投资组合的波动率和收益率会比较类似于债券型基金。

对于上述质疑，钱恩平认为，大家对风险均衡的运用有误，实际上，杠杆的使用是针对整个资产组合，即当各类资产的风险贡献度调整一致之后，再对组合使用杠杆来提升收益。他坦陈，风险均衡策略投资面临质疑：即组合会增加债券的占比，如果大规模使用该策略，会增加债券需求，导致债券价格上升，回报率降低。这还是会好的投资选择吗？“这种疑虑并不会成为现实。”钱恩平说，“因为这种投资组合规模占比很小，将来也不会一下子膨胀。所以不能造成债券价格上升。”

钱恩平强调，怎么使用杠杆肯定不能照搬美国的做法。目前市场对于风险均衡策略的认识局限在大类资产配置上，包括桥水基金对风险均衡策略的应用也仅限于资产配置。但是实际上，风险均衡可以在方方面面，即便在同一类资产内部，也可以用“均衡风险”的思想

来配比不同的品种。比如不同板块的对经济形势的敏感度就不一样，如消费股很多对经济形势并不敏感，高科技股就比较敏感，因此他们的风险波动率也不一样，可将风险均衡思想应用在他们上。

“国际经验显示，经济下行时，股市的波动性大债券的波动性小。波动性差别大，均衡的重要性就显现出来了。另外，经济下行时，股票和债券很容易呈现负相关，此消彼长，这时候多元化均衡风险策略很好用。现在中国的股票和债券几乎相关性为零，这是运用‘风险均衡’策略一个很好的条件。”他说。

## 深挖历史数据构建投资组合

记者试图联系桥水基金在中国的分公司获取一些全天候资金的“投资秘诀”，但是该公司过于低调。不过，一位前桥水员工告诉记者，桥水基金的“秘密”在于数据，他们总是基于非常长时间的历史数据建立投资组合，尤其关注目标产品在极端条件下(比如脱欧)的反应，同时也擅长根据新近的市场形势做更多的调整。据悉，桥水投资的全天候基金只销售给机构投资者。

资料显示，桥水基金的投资数据时间轴确实较长，甚至包括1918年~1933年德国魏玛共和国通胀时资产的表现，以及1933年美国大萧条时期它的表现等等。

钱恩平介绍，风险均衡使用起来还是有很多微妙之处。比如美国的垃圾债券在配比资产的时候，把它放到债券类是不合适的。它的波动性与股票差不多。所以应该把它放到股票类。

钱恩平认为，虽然国内公募基金面临更严格有杠杆限制和投资品种的限制，但是，风险均衡策略仍然是适合散户的。前提是合理地设置预期，他认为有望做到“无风险收益率+5%”的收益水平。

## 财通多策略福瑞发行

今年以来，资产荒愈演愈烈，定增以其传统的折扣优势吸引大量的目光，在这样的背景下，10月17日，财通多策略福瑞基金发行。

财通基金表示，历史数据显示，当市场处于较低点位，参与定增赚钱的效应也较为明显。自2015年以来，中国资本市场受到外围市场影响、国内不确定性因素较多，市场震荡起伏，上证指数从5000点下探至3000点附近震荡，市场风险得到了较为充分的释放，整体估值已经相对合理。从金融周期的角度来看，目前处于相对低位的区域，定增或迎建仓良机。

截至9月23日，全市场共有17只公募定增基金成立，总募集规模292.07亿元，其中财通基金已成立的三只公募定增基金，以累计118.62亿元的募集规模占全部公募定增基金的40.6%，而且财通基金包揽了公募定增基金规模排行榜的前三名。值得注意的是，这次新发的财通多策略福瑞，财通基金自购1000万，可能带来示范效应，再加上前两只产品的业绩表现，财通多策略福瑞或将再次热销。(徐金忠)

## 景顺长城顺益回报基金 开始发售

“资产荒”的背景下，避险和增值成为广大投资者的主要诉求，景顺长城基金公司宣布，景顺长城顺益回报混合型基金于10月17日起发行，在合理的风险控制下，以债券配置获取稳健收益，并通过把握个股机遇，以及积极参与打新来增强回报。

作为一只偏债混合型基金，景顺长城顺益回报基金债券资产的投资比例不低于基金资产的70%，股票、权证等权益类资产的投资比例不超过基金资产的30%。该基金主要投资标的以信用债为主，以期获得稳健的基础收益；同时精选具有良好基本面、盈利增长好和估值水平合理的公司，把握股市的结构性投资机会，并通过适度打新以增厚组合收益。在灵活的资产配置和严谨的风险管理下，力求实现基金资产持续稳定增值。(张莉)

## 长江乐享货基今起发行

长江资管日前宣布，该公司旗下首只公募货币基金——长江乐享货币市场基金将于10月18日起公开发售。该产品一方面发挥货币市场基金期限灵活、风险低的传统优势，另一方面分设A、B、C三类份额，针对A、C份额1分起购、C份额保证金客户T+0日可用等特点，让投资者自由选择理财收益方式。

年内A股市场走势低迷，基金业绩表现分化严重。从公开数据可知，主动管理型基金首尾业绩相差近70%。长江资管官方网址数据显示，截至2015年底，该公司资产管理业务存续运作的58只集合理财产品，47只产品保持正收益，1只产品业绩进入同类前5%，1只进入同类前10名。从当前的市场格局看，A股市场将长期震荡，当前市场风险偏好依然无法有效提振，市场更热衷于低风险投资。在正式获得公募业务资格之后，长江资管将强力推进相关产品的发行，长江资管的新产品乐享货币市场基金的认购期为10月18日——10月21日。(朱茵)

## 鹏扬基金：

## 债市短期有调整压力

国家统计局公布的数据显示，9月CPI同比上涨1.9%，环比上涨0.7%，同比大幅超1.7%的市场预期；PPI55个月以来首次转正。

在鹏扬基金看来，9月CPI大幅上涨导致4季度CPI预期调整至2%以上，且从剔除季节性影响后的数据看，CPI3个月移动平均环比趋势折年为2.4%，也呈现显著上行。PPI自2012年3月以来同比首次转正，年内同比预计继续好转，对工业产出有提振作用。CPI、PPI转好将制约货币政策放松，央行仍将维持中性格局，短期内债市或有调整压力。(曹乘瑜)

## 鹏华基金崔俊杰：

## 港股银行板块价值渐显

在内地各类资产收益走低的背景下，内地投资者开始注重多币种的资产配置，而由于居民个人汇兑额度受限，近在咫尺的港币资产也成为分散资产配置的工具之一。记者了解到，鹏华基金近期发行两只投资香港市场的港股通指数基金，其中鹏华香港银行指数基金正在发行。

Wind数据显示，今年前三季度港股通资金净流入金额分别为404亿元、767亿元和993亿元，呈现出明显上升趋势。从数据上看，通过沪港通进入港股的资金更加偏爱金融股。在港股通每日前十大活跃个股名单中，银行股中频频出现。通过鹏华香港银行指数基金可一揽子投资18只银行股，未来基金上市后还将实现T+0交易，为场内投资者也提供了在A股市场把握港股投资机会的交易利器。

从港股投资价值来看，数据显示，三季度香港恒生指数上涨14.1%，领跑全球主要股指。其中，反映港股通范围内银行的整体状况和走势的中证香港银行投资指数上涨13.78%。鹏华基金量化及衍生品投资部副总经理、鹏华香港银行指数拟任基金经理崔俊杰表示，从基本面来看，香港银行板块估值较低，在所有行业中处于最低水平，同时股息率却是所有行业中最高的。较高的股息率相对于目前的银行理财产品的收益水平来讲竞争优势明显，而且随着银行不良率的企稳和改善，银行创新业务的拓展，银行板块估值水平有望进一步提升，在获取较高股息率的同时，还能分享估值修复带来的股票市场收益。(姜沁诗)

# 鹏华基金姜山：私募可交换债成增收利器

■本报实习记者 姜沁诗

在资产荒、债市机会成本低背景下，一些对流动性要求不高的机构对于私募可交换债(私募EB)的兴趣日渐浓厚。鹏华基金绝对收益部总经理姜山日前在接受中国证券报记者采访时表示，私募EB具有“进可攻，退可守”的投资特性，作为兼具股性、债性的品种，固收投资者有望因此分享权益市场的超额回报。

## 跨市场多品种增强收益

“绝对收益策略就是以产品要求回报周期内的收益正直为基础，在控制住最大回撤的条件下，去获得最大投资回报的策略。”姜山对“绝对收益”的定义，广为市场熟知和传播。

记者注意到，凭借在资产配置和跨市场投资积累的投研优势，鹏华基金绝对收益投资团队已形成以固定收益资产为基底，辅之以跨市

场多品种增强收益的成熟投资策略——可以组合增强收益的品种主要包括一级市场的新股申购、一级半市场的定向增发、二级市场的主动权益投资，以及银行间市场和交易所市场各类创新投资工具。

“如果有人质疑绝对收益策略不赚钱，那就是他的投资策略和覆盖品种还不够多。”姜山说。

## 投资私募EB正当时

姜山表示：“从投资者角度看，在低风险收益率持续下降的市场环境下，高息资产稀缺性逐步提升，配置压力较大，资产荒特征显著且具备一定持续性。私募可交换债已成为剩余为数不多的价值洼地之一。”

可交换公司债(Exchangeable Bond，简称EB)是指上市公司股东依法发行的、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该公司股东

的债券。申万宏源的数据显示，截至2016年8月31日，证券市场已经发行43只可交换私募债，其中7

只已经到期，36只尚未到期，未到期的私募EB规模达286.4亿元。在资产荒、债市机会成本低背景下，转债、公募EB估值高企的情况下，一些对流动性要求不高的机构投资者对于私募EB的兴趣日渐浓厚。

展望未来，姜山表示，投资私募EB，在获得稳定的利息收益的同时，可以得到一个价格远低于可转债和公募EB的换股权，而这恰恰是固定收益投资者获得超额收益的有限的几个手段之一。既可以保持较强的安全性，又可以通过分享权益市场的上涨获得超额收益。

“当前市场，无论是供给端还是需求端，都处于有利于私募EB市场的趋势之中，未来市场发展空间较大，我们坚定看好私募EB市场，在甄选发行人和债券条款的情况下，该类投资标的会呈现出较优的风险收益特征，并在未来一段时间内有机会获取较好的投资收益。”他说。

# 《深圳证券交易所深港通业务实施办法》解读

■深交所投资者教育中心

为规范深港股票市场互联互通机制(以下简称“深港通”)业务开展，保护投资者合法权益，深圳证券交易所(以下简称“深交所”)于2016年9月30日正式发布了与深港通相关的八大业务规则。其中的《深圳证券交易所深港通业务实施办法》(以下简称“《实施办法》”)，作为深港通基础性业务规则，详细规定了深港通业务的基本模式和具体要求，是深交所会员和投资者参与深港通业务的主要规则依据。为帮助会员单位、投资者等市场主体更好地理解《实施办法》，现对规则中的重点内容作以下解读：

## 一、《实施办法》规定了哪些基本内容？

作为规范深港通业务的主要规则，《实施办法》共有六章一百二十五条内容，全面而详细地规定了深港通业务的基本模式和具体要求：

一是深股通交易。

明确了香港联合交易所有限公司(以下简称“联交所”)证券服务公司作为交易参与人从事深股通业务的相关规定；深股通标的股票范围及调入调出规则；交易方式、订单类型、保证金交易和担保卖空等交易特别事项目录；每日额度控制公式及达到额度上限时的处理方式；达到持股比例限制时的措施等内容。

二是深港通下的港股通(以下简称“港股通”)交易。

明确了深交所会员参与港股通业务的相关规定；港股通标的股票范围及调入调出规则；港股通交易方式、订单类型等港股通交易相关事项；每日额度控制公式及达到额度上限时的处理方式；港股通投资者适当性要求等内容。

三是交易异常情况处理。

对于深股通和港股通中可能发生的交易异常情况，明确了处置主体、处置措施、市场公告、责任豁免等事项。

四是自律监管。

针对深港通可能出现的异常交易行为、违反信息披露要求行为及其他违法违规行为，明确了认定标准、交易监控责任主体、违规行为调查等内容，并且对跨境监管合作中的相关事项进行了规定。

五是附则及其他事项。

主要包括相关术语的解释，信息披露的法律依据和查询方式，名义持有人投票方式，配股、供股和公开配售的要

## 四、深港通标的股票的市值筛选标准如何实施？

为防范中小市值股票跨境市场炒作和操纵风险，深港通对标的股票引入市值筛选标准。市值筛选标准具体实施时，有三个方面内容需要投资者关注：

一是为避免因市值波动频繁调整标的范围，给市场投资操作带来不必要的影响，市值标准仅在指数成份股定期调整时执行。二是市值标准的考察期、计算方法与指数成份股定期调整保持一致，深港通标的的市值计算方法为指数成份股定期调整考察截止日前六个月的日均市值，港股通标的的市值计算方法为指数成份股定期调整考察截止日前十二个月的港股平均月末市值。三是A+H股不进行市值筛选。

## 五、深港通标的股票调入调出遵循何种规则？

对于深股通和港股通标的股票，因相关指数实施成份股调整等原因，导致部分股票符合纳入深股通(港股通)股票范围的，则纳入深股通(港股通)股票。深股通(港股通)股票因实施指数成份股调整等原因，导致不再符合标的股票范围的，则调出。

其中，A股上市公司在联交所上市H股，或者联交所H股上市公司在境内上市A股，或者公司同日上市A股和联交所H股的：其A股在上市满10个交易日且相应H股价格稳定期结束后调入深股通股票；其H股在价格稳定期结束且相应A股上市满10个交易日后调入港股通股票。

提示投资者注意，股票调出深股通(港股通)

的，深股通(港股通)股票指数成份股调整的，且A股和H股价格稳定期结束后调入深股通股票的，其A股和H股将同时调出深股通股票。

提示投资者注意，股票调出深股通(港股通)

的，深股通(港股通)股票指数成份股调整的，且A股和H股价格稳定期结束后调入深股通股票的，其A股和H股将同时调出深股通股票。

提示投资者注意，股票调出深股通(港股通)

的，深股通(港股通)股票指数成份股调整的，且A股和H股价格稳定期结束后调入深股通股票的，其A股和H股将同时调出深股通股票。

提示投资者注意，股票调出深股通(港股通)

的，深股通(港股通)股票指数成份股调整的，且A股和H股价格稳定期结束后调入深股通股票的，其A股和H股将同时调出深股通股票。

提示投资者注意，股票调出深股通(港股通)

的，深股通