

资产包价格飞涨 不良资产处置业开启优胜劣汰

□本报记者 吴娟娟

最近几个月来，不良资产处置包价格大涨，不良资产处置利润空间变窄，监管新规将使得部分不良资产处置机构受到冲击。业内人士预计，不良资产处置行业分化或已开始。

资产包供不应求

处在不良资产处置一线的孙先生（化名）告诉记者，最近几个月资产包的价格上涨很快，此前3—4折的包现在5—6折。在行业里打拼十余年的他表示，这一波价格上涨，业务难做了很多。而很多抢到了包的机构，发现成本太高，不合算或处置不了就转给别的机构。由此，市场上频现“二手不良包”，那些帮助企业去库存的不良资产处置机构自己也面临“去库存”；另一方面，从二手房市场捡漏成了越来越多中小型不良处置机构的选择。

孙先生透露，最近一段时间不良资产包严重供不应求，因为入场的机构越来越多了。他说：“全金融牌照的四大资产管理公司在房地产投资监管收紧后，进一步向此前的主营业务——不良资产处置倾斜。去年银

监会宣布各省可以设立第二家地方AMC，因此地方AMC的数量增加了很多。”

2016年10月，银监会下发了《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，允许一个省设立第二家资产管理公司。之后，安徽等省设立第二家省级AMC。

玩家增多，不良资产包价格飞涨。而高价拿的包，处置不了形成了二手不良包。业内最知名的“二手包”当属去年11月在淘宝上拍卖的厦门游艇香山债权包。

2016年11月，厦门游艇香山的两笔债权在淘宝上拍卖，最终以25亿元成交，约为债权总额的85%。该资产包的债权人分别是信达和金谷信托。其中信达是2011年从银行收购了厦门香山游艇1.95亿元债权，而金谷信托债权本金约10.73亿元。两笔债权本金之和约12亿元，加上利息和逾期罚款等，总额超过29亿元。

数位业内人士告诉记者，信达以85折脱手一个5年前的包，放在之前是难以想象的。这个包之所以能高折扣是因为厦门游艇香山的质地，含房地产抵押或者本身包含土地的资产包的现在基本是哄抢的。孙先生说：“过了5年还能收回债权的85折，大致说明对于不良资产处置机构来

说，碰见好包，先拿了再说的思路是对的。这进一步加剧了不良资产包供不应求的局面。”

除了“财大气粗”的四大资产处理公司，融资能力强，钱多、人脉广的资产处置机构也频频在市场上甩出二手包。珠三角某中型资产处置机构负责人告诉记者，湖岸基金——海岸基金的人民币基金最近在市场上放出了不少二手包。

资产处置行业将出现分化

业内人士指出，玩家大举入场之后竞争加剧、成本提升，不良资产处置机构面临分化。孙先生表示：“这一波不良资产处置与前两波不同。这次不是人脉广就能拿到包就能赚到钱。资产包的价格已经非常高了，拿包之后如果处置不了再转手，收益很有限。”

某四大资产管理公司旗下基金的相关负责人告诉记者，不良资产处置涉及的环节非常多，业务非常繁杂。帮助银行“假出表”以应对监管是不少机构的业务模式之一，但最近银监会的一系列文件已经让这类机构感觉到了压力。

该负责人告诉记者，股份制银行的出

表压力很大，又不愿意把不良资产包卖给四大资产管理公司。这些银行多通过私募基金等机构，借助回购协议等让“肉烂在自己锅里”。

一个做法是私募设立一只基金，银行做这只基金的LP(有限合伙人)，用理财的钱来认购基金的份额。再用这只基金去接银行不良资产的债权。私募基金提供了一个通道帮助银行用理财的钱来帮助不良资产出售。”该负责人说。

银监会日前发文要求银行强化业务集中管理，银行业金融机构应将直接债券投资以及通过特殊目的载体、表外理财等方式开展债券投资纳入统一监测范围，这对于“假出表”的打击力度很大。

孙先生表示“假出表”、“拿包转手赚差价”不好做了，一些不良资产处置机构会受到冲击，真正有处置能力的机构会留下来。他说：“这很像美国在上世纪70—80年代的情况。随着不良资产增加，不良资产处置行业也开始净化：从开始的拿包就能净大钱到真正有处置能力才能生存。一批知名的不良资产处置机构如KKR、黑石则应运而生。中国的分化会更快，预计3—5年会完成行业分化。”

中国概念基金一季度平均收益率达8.82%

□本报记者 吴娟娟

美国对冲基金研究机构eVestment公司日前披露的最新报告指出，2017年一季度全球对冲基行业平均收益2.63%，年化收益率达10.52%，跑赢过去12个月全球对冲基金行业平均收益8.48%，2016年全球对冲基金年度平均收益5.61%的水平。与此同时，一季度中国概念基金表现亮眼，当期平均收益率为8.82%，在主要新兴市场/地区排名第二，而腾讯、建行成为全球机构投资者最青睐的品种。

股票策略表现佳

分析人士指出，自2015年以来，全球对冲基金行业年度收益持续跑输标普500，但一季度回暖趋势令市场振奋。众策略中，股票多空表现最佳，一季度录得收益率3.7%。

招商基金：精选个股 静待拐点

□本报记者 姜沁诗

近日，招商基金2017年第二季度资产配置高峰论坛在成都举行，招商基金投资管理一部总监王景表示，从目前来看，由于周期性行业先期回落，后周期行业也会受到影响，A股或在当前位置进行一段时间的休整，暂时未看到向上的拐点出现。

短期股市有盘整需要

王景表示，当前，经济上行指标多于下行指标，国内经济的回暖或能维持到二季度末或三季度初。“我们的经济没有近忧，但远虑不可轻视。”她说，当前经济仍然处在“L”型底部，往上的动能在慢慢积聚，但向上的拐点还未出现。

王景认为，A股风险收益比最好的阶段可能正在过去，虽不会出现方向性的逆转，但继续向上大幅攀升的难度明显加大。一季度在地产后周期、基建后周期的带动下，白酒、家电、品牌消费品等行业和部分价值龙头股票，都取得了比较大的超额收益。往后看，由于周期性行业先期回落，后周期行业也会受到影响。王景表示，市场在当前位置有盘整的需要，继续往上走的概率不大。

PE青睐生物医药

□本报实习记者 刘宗根

2017年一季度以来，PE对生物医药行业的投资热情渐涨，今年一季度，生物技术与医疗健康行业PE投资案例数79起，名列行业分布第三。知名PE——国投创新近期领投了3家生物医药企业，且投资全为亿元级别。达晨创投投资总监李江峰认为，医疗改革步伐加快、程度加深、政策明朗化加快了生物医药领域投资的决策，其他行业估值泡沫的出现在一定程度上促进了资金向生物医药领域的流动。

PE重仓生物医药企业

清科研究中心4月20日发布的“2017年第一季度中国PE市场报告”显示，一季度共发生792起私募股权投资案例，同比下降11.6%，其中披露金额的711起投资事件共使企业获得融资约1764.10亿元，同比上涨29.2%。其中，生物技术与医疗健康行业投资案例数79起，名列行业分布第三，投资金额

除非有特别大的主题概念进行刺激，比如雄安。

招商基金全球量化投资部基金经理罗毅则表示，通过统计A股持仓的投资者和当月参与交易投资者占所有开户投资者的占比，以及资金的活跃度可以得知，目前A股市场难有大的趋势性行情。而基于这些投资者的参与行为和资金流向，罗毅表示，前期的上涨只能被定义为反弹，并非反转。

王景认为，目前看来，周期性行业略显疲态，且股价弹性和风险收益比正在下降，PPI难言更高。除了房地产后周期消费外，其他消费疲弱，大消费板块上涨乏力。基建在PPP的拉动下，或仍可持续。从具体A股投资策略来看，成长股和改革相关的股票已经逐渐进入可以投资的区域。现阶段需要研究真正的成长股，关注企业盈利的持续性，精选个股。现在比较看好的是新能源车、汽车电子、半导体、苹果产业链、4.5G、自主可控。

港股方面，招商基金国际业务部总监白海峰表示，首先，再通胀佐证经济边际好转，利好权益类资产，而港股通总额度取消，使得港股通成为内地资金进行海外配置的合法合规渠道；其次，恒指估值相对较低，恒指的平均市净率对A股具备显著折

价，利好A+H价差交易；另外，港股股息率与安全边际较高，同时又具有A股稀缺的投资标的。整体而言，白海峰比较看好港股的投资机会。

债市逐步恢复投资活力

若是用一句话来概括未来债市的投资策略，招商基金固定收益部副总监邓栋表示，可用“票息为王，枕戈待旦”来总结。他认为，不能过分悲观地看待当前的债券市场。虽然还有多个不利因素暂未释放，但当前的债券收益率已经到了相对可接受的范围之内。

目前来看，债券的票息已经可以提供相对稳定的绝对收益，同时，邓栋表示，债券真正的超额收益来自于久期和资本利得。一季度的经济可能是今年的高点，下半年经济可能重新出现下滑迹象，倒逼货币政策改变，或许能看到债券会有一波相对不错的机会。

从长远来看，美联储进入缓慢的加息周期，全球的低利率环境逐渐正常化，无风险收益率中枢随之抬升，这意味着未来2—3年甚至更远的时间，债券市场可能很难再出现大牛市行情。但邓栋认为，这并非坏事，如果

利率永远维持在低位，固定收益的投资意义就不大了，因为很难带来令投资者满意的绝对收益。当前，市场正从低利率环境走向正常化，债券市场的活力又重新恢复了。

邓栋认为，未来的债券收益率上有顶、下有底。今年通胀水平低于预期，已经不是影响市场的重要因素，基准利率或者存贷利率上调存在一定的障碍，很难出现真正意义上的加息，债券收益率或出现向上寻顶，高位钝化的情况。全年来看，经济可能呈现出前高后低的态势，最大的影响因素是房地产链条，在各地出台房地产限制措施后，今年的房地产销售或表现较差，地产投资也会出现下滑，而一旦经济出现疲软迹象，稳增长的政策可能又会出台。从货币政策来看，一方面要去杠杆、防风险，另一方面又有美国加息的压力，预计仍然是中性偏紧，整体短端收益率的锚逐渐抬升，收益率向下的空间就会形成一个很坚实的底部。

从投资策略来看，邓栋建议以短期防御为主，现在收益率曲线非常平坦，短端有较好的绝对收益的机会。同时，在有安全边际的条件下博弈交易性机会。中长期来看，则可以相对积极地进行布局，择时加杠杆，拉长周期，以获取相对超额收益。

IPO退出获利丰厚

佳、元禾控股等一系列机构。2016年进行医药投资的机构数量226家，是2010年参与医药投资机构数量的2倍多。

IPO退出回报丰厚

根据清科集团旗下私募通统计显示，2010—2016年期间，中国医药企业共发生129笔IPO退出，其中2016年退出案例最多，达50笔。在此期间，中国医药企业IPO平均账面回报倍数是6.23倍。由于2010年创业板开闸，大量医药企业登陆创业板，该年投资回报倍数也最高，达到20.60倍。

据清科数据显示（不完全统计），2017年第一季度，九鼎投资的PE企业中有六家企业成功上市，其中包括两家医药企业，1月11日，荣泰健康登陆上交所，账面回报倍数（20个交易日）高达18.77倍，位列九鼎投资一季度六家上市公司平均账面回报倍数之首，平均投资年限为5.37年；3月15日，诚意药业成功上市，账面回报倍数为13.26倍，平均投资年限为4.21年，在六家企业中平均投资年

限最短。

“生物医药领域的投资，由于存在报批门槛和相对较长的开发时间，大多数项目短期回报应该没有其他行业那样快，很多新药研发项目的投资都是要十年为计。但从长期来看，医疗健康项目的投资尽管周期较长，但回报很高，算下来年化收益在行业对比中占优势。”李江峰表示。

分析人士指出，对PE机构而言，处于扩张期和成熟期的医药企业更受青睐。创业邦数据显示，2016年11月至今，国投创新投资项目集中分布在医疗健康领域，泛B轮占比75%，D轮至pre-IPO占比25%，同样投资主要集中在生物医药领域的礼来亚洲基金，泛A轮占比66.67%，泛B轮占比22.22%，泛C轮占比11.11%。

对此，李江峰认为，PE基金本身的定位就是投资偏后期的项目，尤其是pre-IPO项目，中间存在一定的二三级市场的套利机会；同时，较成熟的项目也存在内生发展和外延式并购带来的企业价值提升的机会。

广发沪港深新起点 今年表现优异

自去年年底深港通开通以来，内地资金对于港股的需求不断增加。据Wind统计，今年以来截至4月19日，通过港股通通道流入港股的内地资金合计823亿元，不仅远高于同期反向流入沪深两市的资金494.41亿元，且相较去年同期流入港股的资金增长了170%。港股通基金、险资等被认为未来助推港股走强的重要力量。在此背景下，港股的配置价值无疑更为业界所肯定。Wind数据显示，今年以来截至4月18日，沪港深基金中涨幅排名第4和第17位。

此外，广发基金旗下专注于港股投资的广发全球精选人民币年内收益率也达到11.24%，名列第一，自2012年来累计收益率为132.92%，在ODII股票基金中名列第一，超过第2名32个百分点。（常仙鹤）

万家基金：**央企混改将成雄安概念主线**

“真”主线，环保是雄安主题的中长期看点。

万家基金指出，海外市场方面，虽然美国非农就业人数明显低于预期，但对比美国其他数据如之前公布的就业以及每周首申人数来看，并不足以得出美国就业状态转差的判断。而从美元、美股的价格走势来看，投资者并未过分解读低于预期的3月非农就业数据。对此，万家基金表示，虽然短期来看影响市场波动的因素来自资金状态和市场情绪，经济企稳的进一步验证仍然是决定A股运行的主要矛盾。（李良）

融通基金：关注债市交易性机会

国家统计局日前公布的数据显示，一季度GDP同比增长6.9%。此外，工业增加值、固定资产投资、商品房销售面积、社会消费品零售总额等各项指标均超预期，市场对于“滞胀”的担忧降低。融通基金固定收益部田昕明、李冠顺等研究员表示，随着2017年供给侧改革压缩了行业产量，这两者共同造成了该行业工业增加值增速放缓；采矿业利润和收入的同比增速还在负增长，这说明剔除价格上涨的因素，采矿业产出下滑得更为厉害，这让市场看到了供给侧改革的巨大影响。”他说。

田昕明称，工业增加值增速与PPI和固定资产投资增加两项指标密切相关。但是从2015年二季度以来就出现了反常，在PPI和固定资产投资两项指标风云变幻之际，工业增加值增速却长达18个月岿然不动。他说：“虽然工业增加值看起来岿然不动，但是重构后发现，2016年大消费类、工业中间品结伴上行；工业中间品、采矿业均掉头向下，出现了结构性的分化。”具体来看，大消费类的行业增速从2016年年初的6.46%超过工业增速6.7%。但需要注意的是，大消费类工业品增速主要贡献来自于汽车行业。扣除汽车行业的增速，大消费类工业品增速整体稳定。

具体到投资，田昕明认为，从构成工业增加值的四大类来看，如果扣除汽车行业，大消费类工业产品增加值没有上行的动力，工业产品增加值的趋势取决于终端需求。就目前来看，终端需求比较稳定，同时上游原材料的价格上涨趋缓，工业产品的增加值有望在中期维持稳定；

具体到投资，田昕明认为，从构成工业增加值的四大类来看，如果扣除汽车行业，大消费类工业产品增加值没有上行的动力，工业产品增加值的趋势取决于终端需求。就目前来看，终端需求比较稳定，同时上游原材料的价格上涨趋缓，工业产品的增加值有望在中期维持稳定；

具体到投资，田昕明认为，从构成工业增加值的四大类来看，如果扣除汽车行业，大消费类工业产品增加值没有上行的动力，工业产品增加值的趋势取决于终端需求。就目前来看，终端需求比较稳定，同时上游原材料的价格上涨趋缓，工业产品的增加值有望在中期维持稳定；

基于上述分析判断，张李陵在博时稳定价值的实际运作中，有效把握住了二、三季度金融扩张的时点，拉长了久期，同时在去年10月份预判到了央行政策变化的可能性，降低了久期，从而得以捍卫收益的果实，获得了持续稳健的超额收益。据Wind数据显示，2016年全年，博时稳定价值A/B在分别录得2.31%和1.98%的收益率，远超一级债基的同期平均回报率0.82%，均在166只同类基金中位列前1/3。（姜沁诗）