

# 银行委外需求与规模“双降”

□本报记者 姜沁诗

上周五,有媒体报道称监管层针对短期理财基金或将出台监管措施。经中国证券报记者求证,上周五的会议仅处于探讨层面。而据多家券商分析,短期理财基金与委外业务去化进程密不可分。记者了解到,随着委外业务的不断规范,当前银行委外理财的规模和需求都较去年出现下降。待资管新规的最终落地,未来针对委外业务去化的焦点或从控制委外资金来源转向规范终端投向。

## 委外去化焦点或转移

上周五,有媒体报道称监管层计划针对短期理财基金和货币市场基金出台监管措施,召集了几家基金公司对两类产品进行讨论。对此,有知情人士透露,上周五的会议仅是进行探讨。针对这两类产品如何监管,会有哪些措施,其实并未做最终的敲定。

业内人士分析,不管具体措施如何,短期理财基金与委外业务去化都密不可分。中信证券认为,从资管新规征求意见稿和《商业银行流动性风险管理办法(修订征求意见稿)》相关细则可以发现,在进行委外业务去化的进程中,此前的方式多局限于对委外资金来源的控制,如允许单层嵌套,不允许多层嵌套,以及在流动性匹配率的计算上对包含资管投资的其他投资科目设定较高的折算系数,以控制商业银行的委外业务发展。而未来的焦点或从源头围堵转向终端投向规范。

恒大经济研究院院长任泽平则表示,部分理财资金存在着滚动发行、集合运作、分离定价、期限错配等资金池特征。一旦底层资产出现问题或监管政策收紧,理财委外资金面临着被赎回的风险,从而对金融市场流动性产生冲击。

据中信证券统计,根据2017年中报的测算,当前存续的短期理财基金中机构投资者持有比例高达83.3%,理财基金具有明显的定制特性,委外特征显著。

## 需求和规模“双降”

对比2017年基金三季报和四季报的规模数据可发现,去年四季度存在较大金额的委外资金在退出公募基金的趋势。据Wind数据统计,有超过60只债基四季度规模出现了10亿元以上的缩水,其中有11只债基四季度规模减少了50亿元以上。

记者了解到,经过去年各项新规对委外

业务的规范后,银行委外需求下降的趋势或将持续。有基金公司人士透露,从银行委外资金投资公募基金需求来看,目前持有该公司旗下纯债基以及短期理财基金的银行委外资金整体规模的确出现下降。而保险机构的委外资金当前仍是以投资权益类基金为主,目前来看,需求变化并不大。

另外,据华创债券统计,当前机构委外需求并不乐观。56%的银行认为一季度委外业务规模与上季度相比将进一步减少,38%的机构选择规模基本持平,仅有6%的机构看好一季度委外市场,并有新增规模的打算。从机构类型看,股份制银行和农村中小金融机构的委外收缩压力最大,均超过六成,大型商业银行和城市商业银行的委外规模相对稳定。

## 短债基金或受益

2017年11月,央行联合三会、外汇管理局发布了资管新规的征求意见稿。在征求意见

稿中,针对参与委外投资的机构部分提到,“金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品,从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的,该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的金融机构,并切实履行主动管理职责,不得进行转委托,不得再投资其他资产管理产品(公募基金投资基金除外)”。此外,委托机构应当对受托机构开展尽职调查,实行名单制管理,明确规定受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制。委托机构不得因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。

多位业内人士指出,征求意见稿并没有“一棍子打死”委外业务,只是对一些委外业务中容易存在风险的部分进行了规范。

华创证券分析,就负债端而言,或将造成资金回表压力,并出现部分资金直接流入

非银机构,也可能有利于传统的主动管理机构,例如公募基金和券商代销产品。另外,还有机构表示会出现其他的代替品,例如结构性存款等。就资产端而言,非标投资限制将带来一部分资金流入主动管理市场,但规模并不如机构预期的乐观,接近50%的银行认为非标会直接回归贷款,对委外市场并无增量贡献。

中信证券分析,待资管新规落地之后,银行机构庞大的短期理财需求将面临没有产品对接的局面。因此,可观的理财需求将可能会流入其他债券产品,如短债基金。据分析,虽然短期理财基金与短债基金都属于债券型基金,但短期理财型基金的剩余期限较短,控制在150天以内;而短债基金以嘉实超短债为例,其在招募说明书中规定基金久期保持大于0.5年,小于1年。当然,短债基金久期相对更长,预期收益率更高,但同时也意味着投资者需要承担更高的利率变动风险。

# 债基收益回暖 基金公司积极布局

□本报记者 万宇

2017年权益类基金和债券型基金的收益可谓冰火两重天,去年权益类基金普遍赚钱,债券型基金收益却不尽如人意。但进入2018年以来,A股市场出现较大的调整,权益类基金收益波动较大,债券型基金却出现回暖趋势。根据Wind统计,截至3月1日,今年以来九成债券型基金录得正收益,短债和可转债是基金公司目前在债券市场上布局的重点。

## 九成债基获正收益

Wind数据显示,截至3月1日,在1829只可统计的债券型基金中,有1659只基金今年以来录得正收益,占比超过90%。其中,收益最高的两只债券型基金鹏华普泰和博时聚源纯债今年以来的收益分别为14.87%和11.07%。

富荣基金固定收益部总监王刚建认为,债券市场近期有所反弹主要有三方面原因:一是政策面平稳,为债券市场情绪恢复提供了基础;二是资金面改善,短端收益率首先快速下行,持续之后进而带动

长端信心增强,并在2月份逐步向下;而节前央行“维护流动性合理稳定”的表述,体现了对资金面的缓和态度,改善了市场的流动性预期;三是基本面数据配合,1月份以来PMI数据有走弱趋势,虽然信贷数据保持快速增长,但社融增速下降,而M2增速回升,体现出来了资金缺口压力改善,利好债市。

但盈利财富基金分析师陈善枫指出,货币政策基调仍为“稳健中性”,而且国内经济韧性依旧,央行对于2018年全球经济的展望比较乐观,系统性风险出现的概率较低,货币政策在短时间内很难出现大调整,因此,对于今年债市来说,很难出现像以往的大牛市。王刚建也指出,2018年债券市场需要特别关注信用风险,其严重程度可能超过以往年度。

## 布局短债及可转债

短债和可转债是基金公司重点关注的两类,而这两类基金今年也普遍取得正收益。Wind数据显示,截至3月1日,15只短期纯债基金今年全部取得正收益。去年,金鹰基金等公司推出了中短债基金,这种曾经

大热的品种时隔多年重出江湖。另悉,多家基金公司均有布局中短债基金的计划。

王刚建表示,受资金面紧平衡和经济增速下行预期的影响,目前收益率曲线仍然较平,短端收益率绝对水平相对较高;同时,投资者仍然对长端品种具有避险情绪,资金集中于短端博弈,是难得的短久期品种投资时机。

与此同时,今年可转债市场的升温也带动了可转债基金收益的上升,截至3月1日,今年以来中证转债指数上涨5.28%,而23只名字中带有“可转债”的基金仅有两只没能取得正收益。

事实上,基金公司早已开始布局可转债。海通证券研报显示,2017年四季度末转债基金资产净值为67亿元,与2017年三季度的61.2亿元相比略有增加,转债基金配置可转债46.25亿元,较三季度末增加0.8亿元,转债持仓占基金净值的比重为77%,连续两个季度增加。

王刚建认为,可转债基金走热与权益市场本身的赚钱效应密不可分。随着可转债市场扩容,可转债未来具有巨大的投资价值。

# 部分白马股业绩不及预期

## 机构警惕“戴维斯双杀”

□本报记者 黄淑慧

相较于绩差股的闪崩,“白马失蹄”引发的市场影响也不小。以老板电器、洋河股份为代表,近期一些白马股业绩不达预期,成为市场高度关注的现象。机构人士指出,由于此前市场对于白马股的表现寄予厚望,一旦有不及预期的情形发生,可能引发“戴维斯双杀”,需要保持警惕。

## 频爆业绩“预期差”

2月26日晚间,老板电器发布2017年业绩快报,2017年四季度业绩增速出现大幅下滑,导致公司2017年度营收和盈利仅分别增长20.78%和20.18%,大幅低于市场一致预期的30%以上的增速,而公司2012—2016年营收和盈利分别稳定在25%和140%以上。此次业绩不

及预期成为公司股价受挫的触发因素。

另外如洋河股份、索菲亚等一批昔日受到机构追捧的白马股,近期公布的业绩数据均出现了不同程度的负向“预期差”。比如,洋河股份虽然业绩增长13.2%,但低于此前市场预期15%以上的业绩增速。

截至3月6日,老板电器股价已较2月26日收盘价下跌22.59%;洋河股份的股价也较2月27日业绩快报发布日的收盘价下跌了9.60%。从市场交易数据看,老板电器遭遇了机构的大量卖出。

## 股价波动或加大

多位机构人士指出,随着近一两年的上涨,市场对于白马股的基本面预期不断升温,目前正值财报季,如果白马股阵营中再度出现业绩地雷,很可能会进一步影响市场情绪。不过,从

目前的机构观点来看,白马股的业绩不及预期仍是个别现象,后市白马股阵营会出现分化。

世诚投资基金经理表示,近期龙头白马股的阶段性落后还在于个别股票的业绩不达预期,并进而引发市场对相关风格的所谓“信任危机”。“我们自下而上的研究显示相关个股仅为个案,不具有代表性及普遍意义。当然,市场对机构重仓股的预期已经‘接近完美’,这意味着在接下来的年报季及一季报时间窗口,任何基本面的瑕疵都可能引发相关个股及板块较之以往更大幅度的波动。”他说。

北京和聚投资也表示,2月份银行、食品饮料、家电等白马股向下调整幅度显著。截至2月末,银行、食品饮料、家电三大板块的估值水平分别为7.8倍、36.2倍、20.8倍,均已处于近5年来历史估值水平高位。从过去1年多时间的高度一致看好到当前的抱团松动,这类价值白马股在

安全性溢价、流动性溢价消失后,市场对其业绩能否支撑当前相对高位的估值已经出现分歧。

中信证券策略分析师认为,目前受损的仅是白马股的交易逻辑,但龙头业绩的投资逻辑未变。可选消费里面的白马业绩动荡只是个股风险,影响的是短期市场情绪,在业绩公布高峰期因为“个案”而回避白马股完全没有必要。白马股受影响的是交易逻辑,而投资龙头股的逻辑只有一点,即业绩,只要基本面能够维持“强者恒强”甚至“强者更强”的局面,那么看好龙头的逻辑就不会受影响。“我们统计了中信三级行业下,龙头与次龙头在2013年和2017年第三季度的市值、营收和盈利比值,发现龙头与次龙头在上述三个指标的长期差距都在拉大的行业多达41个,也就是说‘恒者恒强’的逻辑普遍存在于各个行业当中,这个并没有发生变化。”

# 养老目标基金指引出台 公募FOF有望成热宠

□本报实习记者 林荣华

上周五,证监会正式发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》(下称“指引”),明确养老目标基金应当采用基金中基金形式,公募FOF再次引发关注。业内人士认为,养老目标基金有助于减少基金份额持有人的波动,利于市场平稳。未来随着公募FOF产品更加多元,公募FOF有望受到更多投资者的追捧。

## 有助于平稳市场

某公募基金策略分析师表示,养老目标基金采用FOF形式有着多重意义。一方面,公募FOF通过将不同风格的基金组合投资,能够减少基金份额持有人的波动,使公募基金的负债端更加稳定,有助于市场平稳;另一方面,由于不同风格基金的策略往往互相制约,公募FOF的净值波动相对较低,未来有望成为公募基金的主流产品之一,推动更多资金进行长期投资。

根据《指引》,养老目标基金在具体投资策略上可采取目标日期策略、目标风险策略以及中国证监会认可的其他策略。具体而言,采用目标日期策略的基金,应当随着所设定目标

日期的临近,逐步降低权益类资产的配置比例,增加非权益类资产的配置比例;采用目标风险策略的基金,应当根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例,或使用广泛认可的方法界定组合风险,并采取有效措施控制基金组合风险。平安证券对此表示,目标日期共同基金和目标风险共同基金目前在美国非常常见,2016年两者的规模分别达到8870亿美元和3720亿美元,是美国近十年来最受欢迎的个人养老产品。

相比去年11月发布的征求意见稿,正式版本在子基金要求、基金管理人及基金经理、基金费用等方面做了修改。渤海证券认为,适度放宽对于所投资子基金运作年限、基金规模、业绩表现三方面的要求,扩大了子基金的选择范围,便于基金经理筛选出符合基金投资目标和投资策略的标的,新增“子基金运作合规、风格清晰、中长期收益良好,业绩波动性较低”的要求,突出了养老目标基金追求控制组合波动风险、追求长期稳健增值的投资目标。

## 公募FOF将更多元

除了去年9月审批通过的首批6只公募FOF,目前仍有一大波公募FOF蓄势待发。据

华宝证券统计,截至2018年2月26日,申请待批的公募FOF达到95只,涉及53家基金公司,其中华夏、汇添富等11家基金公司申请的FOF均在3只以上。这些待申报的公募FOF类型更加丰富,未来有望出现更多特殊风险收益特征的FOF品种,如货币类FOF、生命周期类FOF等。

公募FOF产品的持续多元化势必带来业绩表现的差异,这在首批6只公募FOF中已经有所体现。据金牛理财网数据,截至3月2日收盘,华夏聚惠FOF、南方全天候策略FOF、泰达宏利全能混合FOF、建信福泽安泰混合FOF自成立以来均实现了正收益,其中建信福泽安泰FOF以0.7%的收益率暂时领跑。

FOF产品的净值波动水平除了与产品目标和所投资的子基金管理能力相关,母基金管理人的组合管理水平显得更加重要。“提前精准预判‘黑天鹅’几乎不可能,但对于基金经理人而言,做好事前风控和在市场剧烈调整中的风险应对事关重大。”歌斐资产公开市场私募FOF董事总经理宁冬莉表示,“当我们观测的一些市场指标出现过热状态时,策略稳健的FOF产品能够感知并迅速决策,降低风险头寸,以保持进可攻、退可守的状态;当市场出现剧烈调整时,好的母基金管理人能够相对充分

理解市场调整的级别,充分利用不同策略不同基金的弱相关性,做好应对”。

## 或成基民投资利器

“公募FOF和养老目标基金的推出有望为基金投资者带来更多福利”,某公募基金研究员表示,“从2001年开放式基金问世到2017年6月,偏股型基金平均年化收益率为16.18%,超出同期上证综指平均涨幅8.5个百分点,但部分基民未能坚持长期投资,常常因为追涨杀跌,错失红利。公募FOF的出现有望改善这一情况,对普通投资者而言,公募FOF提供了在更低波动水平下实现收益的可能。”

“FOF对净值回撤的控制是建立在分散风险的基础上,但优秀的母基金管理人在分散风险的同时还需要创造收益,这就考验管理人对市场的前瞻判断和对子基金的深入理解。”宁冬莉说。

“就收益率而言,FOF在特别好的市场中,由于分散投资无法排名前列;但在震荡市或熊市中,FOF的再平衡优势便能发挥出来。”宁冬莉认为,“同合格投资者接受私募FOF一样,公募FOF要赢得普通投资者的认可也需要经历一个过程。”她表示。

## 数据揭示主力做多密码

## “深强沪弱”料将延续

□本报记者 王辉

春节以来,A股在中小创、成长股等板块持续震荡走强的背景下,整体呈现出去年以来较为少见的“深强沪弱”格局。而来自沪股通、深股通北上资金及融资融券的最新统计数据显示,近阶段市场风格或正在悄然改变。对此,多家绩优私募分析认为,相关板块的强势以及市场风格新出现的分化,预计将有较强的持续性。

## 两类资金风格鲜明

财汇大数据终端的最新统计数据显示,截至3月6日收盘时,2月以来北上资金持续净流入深圳市场,持续净流出上海市场的状况,在本周仍在延续。截至3月6日,本周以来沪股通北上资金合计净流出6.39亿元,而深股通则净流入2.42亿元。此外,3月份沪股通北向合计净流出10.65亿元,而同期深股通北向则净流入资金8.27亿元。而在此之前,在刚刚过去的2月份,沪股通北向净流出资金规模则达到98.64亿元,深股通北向则累计净流入72.35亿元。

与此同时,狗年以来的两融数据则进一步显示,在两市融资余额大幅上升的个股中,融资余额上升幅度排名前10位的个股中,有飞马国际、老板电器等5只深市个股;融资余额上升幅度排名前20名的个股中,深市个股也达到8只,且均为中小板和创业板个股。

## “深强沪弱”获私募认可

对于近期北上资金、两融资金等两类资金所显露的市场信息,多家绩优私募整体认为,中小市值个股的阶段性强势,未来仍将有望延续较长一段时间。

上海富钜投资(宽桥金融)首席投资官唐虬向中国证券报记者表示,春节过后,A股市场成交量从节前的极度缩量修复到正常水平,节前的资金紧张情况减弱,市场也未出现新的利空,资金流向创业板深股通标的是场外资金的选择,说明市场投资风格或正在悄然发生变化。总体来看,上证指数的成交量并未修复到节前水平,此时创业板的放量走强,必然导致蓝筹板块承压。而这种市场风格能否持续,一方面取决于即将披露的成长股业绩会否证伪,另一方面则取决于全球股市是否出现大幅转强。在这两个条件没有发生显著变化的情况下,中小创等中小市值个股的活跃预计将有望不断延续。

此外,上海联创永泉投资总监张媚钗也分析认为,考虑到白马蓝筹总体跟宏观经济相关性较高,且该板块前期累计涨幅也较大,股价自然也容易出现调整。近期中小创整体走强,其中的信息化相关公司、医药、影视传媒等都有较好的表现,这些行业跟宏观经济相关度较低,并且经过了较长时间的下跌,部分股票估值已经处于泡沫挤出合理,同时行业景气度向上,对于一些能持续成长的中小创龙头公司,特别是符合科技创新和消费升级的这些政策支持方向的优质公司,整体股价的强势表现,预计将有一定的持续性。

## 1万美元如何变成2.4亿美元?

□兴全基金 田雨松

近期,巴菲特所管理的伯克希尔·哈撒韦公司发布了2017年度致投资者的一封信。根据信中披露的数据,伯克希尔每股净资产已经从巴菲特接管伊始的19万美元增长至21.175万美元,年复合增长率19.1%,而其股票市值的平均年化收益率为20.9%。换句话说,假设在1964年花1万美金买入伯克希尔的股票并持有到现在,总资产将达到惊人的2.4亿美元!

也许你会想,这样的收益率,怎么就能达到2.4亿呢?1万美元每年赚2千,53年后也就多赚了10.6万美元,加上期初的1万,最后应该是11.6万,离2.4亿还差了十万八千里。

确实差了十万八千里,因为上述算法大错特错,因为其完全忽略了“复利”的存在。连巴菲特本人都曾说过他自己的财富“来自生活在美国,一些运气以及复利”,而他本人这五十多年来为了让复利发挥作用,也坚持不拆股,并且除了在上世纪六十年代派息过一次后,就坚持不派利息直到现在,让投资产生的价值重新投入伯克希尔的运作中,而现在的超高股价便是大家耳熟能详的“复利效应”的直接体现。

1万的本金,假设每年增长20.9%,到了第二年的时候,本金已经变成了1.21万,第三年的本金就已经变成了1.46万。只需十年,本金就已经达到了6.67万了。二十年后,变44.5万;三十年后,变297万;四十年后则达到1982万;五十年的时候就已经触及1.32亿元。

在基金投资操作中,复利也有其重要的实践意义,特别是对于分红较多的基金,如果选择现金分红,则每期收益无法进行红利再投资,导致长期下来收益率享受不到复利的效力。这里以兴全可转债基金为例,假定从基金成立日2004年5月11日起开始定投至2018年3月1日(期间分红54次),在投入总金额相同的情况下,若选择现金分红方式,总定投收益率可达99.08%;而若选择红利再投资的方式,则总定投收益率可升至184.09%。这正是复利的神奇力量,每次分得的收益叠加到本金之中,并继续获得更多收益。

复利在投资实践中是一个极其重要的概念,随着期数的不断增长,计算出的结果常常远超我们的想象,因此更需要正确认识复利,并意识到反向复利的危害性。例如以复利计算的借贷:比如借款10万元,期限3年,日利率0.1%,看起来每天利息就只有100元。如果按照单利计算,则3年的利息总和为10\*0.001\*365天\*3年=10.95万元;而如果以复利计算的话,到期后利息总和约为19.88万元,只用三年利息就几乎是本金的两倍。

巴菲特说,“复利有点像从山上滚雪球,最开始时雪球很小,但是当往下滚的时间足够长,而且雪球粘得足够紧,最后雪球会很大很大”。

成立9年来收益 223.73%  
同期同类排名 1/351  
兴全社会责任  
富国基金 3639年1530国基金1518  
基金代码:340007  
基金规模:3639年1530国基金1518