

# 债牛逻辑面临考验 多只债基遭遇大额赎回

□本报记者 姜沁诗

许多固收基金经理将债市投资比喻为捡“面包渣”，在今年上半年的一波债牛中，“面包渣”几乎是遍地都有，很多债基也因此取得了非常理想的回报。但从目前市场环境来看，多位基金经理及机构均认为债牛逻辑受到挑战，不少机构投资者选择赎回资金。不过，也有机构人士认为，虽然近期债市出现震荡，但长期来看，债市仍具投资价值，可优化组合配置，调整久期。

## 债基收益较佳

上半年，债券市场纯债品种的收益率先上后下，1月份受到金融严监管的持续影响，各品种债券收益率普遍上行；2月至4月资金面较预期宽松但信用事件频发，利率债和高等级信用债的收益率下行，中低等级信用债区间震荡；5月至6月资金面进一步宽松，部分经济数据边际走弱，信用事件未出现明显缓和，利率债、高等级信用债与中低等级信用债分化加剧。信用利差走阔，期限利差基本维持，长久期利率债表现最优。另外，转债涨跌互现，转债的溢价率整体上升，部分转债由于受到行业或业绩的利好影响表现优异。

工银瑞信瑞丰定开基金经理李娜分析，市场内部不同板块分化明显，利率债、中高等级信用债明显上涨，中低等级信用债则滞涨甚至有所下跌，上半年债券资产内部子板块表现的分化程度在过去数年中是不多见的。

在这一行情下，择时择券较为重要，但遍地仍都有“面包渣”可捡。这也让大多数的债基都在今年收获不错的业绩。据Wind统计，截至8月27日，1936只债券型基金今年以来的平均回报为2.50%，其中有8只基金回报超过10%，诺安双利以23.92%的回报居首位。

从操作来看，每个基金经理都通过不同的操



视觉中国图片

作取得了较为理想的回报。诺安双利基金经理裴禹翔表示，上半年主要增配长久期利率债，信用方面维持中高等级中短久期为主的结构；另一方面，积极开展波段操作，以增加组合的收益弹性。而获得了6.3%回报的国投瑞银优化增强基金经理李怡文则增加了对长久期债券的配置。

## 债牛逻辑松动

记者发现，不少债基业绩居前，有大额赎回所导致的情况。在本身基金业绩就不错的情况下，多只基金遭遇了大额赎回而导致短期内业绩突然冲高，且多发生在5月至6月。有业内人士透露，赎回的发生主要存在三方面原因。其一是大多数债基到5月至6月时都有不错的正收益，不少机构资金选择落袋为安；其二则是资管新规细则于今年5月正式发布，不少机构受到对未来业务布局的考虑，选择先撤回资金。

## 指数低位盘局难破

# 私募抱团蓝筹“以守待攻”

□本报记者 王辉

8月以来，A股市场在沪综指2650点至2800点的低位区间内持续横盘震荡。中小创等小市值个股板块由于今年以来持续表现欠佳，整体仍然未能展现出较突出的结构性机会。在此背景下，来自多家私募机构的最新投资布局显示，短期难判定市场何时见底，目前不少私募机构正集中抱团蓝筹板块，等待以守待攻。与此同时，本周末A股纳入MSCI权重因子的二次提升成为当前私募的关注焦点。

## 蓝筹逞强

来自A股市场近一周多来的最新运行市况显示，自8月20日A股市场主要股指探底回升以来，沪深两市整体风格再次向权重蓝筹方向倾斜。

财汇大数据终端的统计数据显示，截至28日

收盘时，自上证综指8月20日探底2653点以来，上证50、中证100、沪深300等三大蓝筹板块指数分别累计反弹6.08%、5.79%和5.95%，同期上证综指上涨4.71%，中证500、中证1000等两大中小市值指数涨幅分别为5.00%和4.81%。整体来看，近阶段权重蓝筹板块的整体运行表现仍要明显好于中小市值个股。

此外，从8月20日至今一周多时间内两市整体领涨的强势板块来看，保险、地产、白酒等去年至今年初表现强势的白马蓝筹板块，也明显成为带动本轮市场震荡上扬的主要动力。相对而言，前期跌幅较深的小市值个股板块中，尽管也有少数个股出现幅度较大的超跌反弹，但整体对于市场做多气气的带动作用较弱。仅以创业板指数成份股为例，虽然上周以来创业板指数整体反弹幅度并没有显著落后于其他主要权重股，但绝大多数成份股的股价表现仍较平淡，未能展现出较为突出的领涨特征。

## 私募抱团

从目前私募业内对于A股市场的整体研判来看，A股市场经过今年以来连续数月的低迷表现之后，整体正在接近底部区域。不过，对于短中期市场何时能够判定底部成立，目前业内看法相对谨慎。在此背景下，权重蓝筹板块正在成为许多私募基金的抱团方向。

上海某规模60亿元左右的中型私募负责人表示，当前大量小市值个股流动性寡淡的格局仍未扭转，部分个股因长期停牌、消息面等因素而出现风险性事件的概率也依然较高，目前该私募机构仍在继续修正前一段时期在个股风格上均衡配置的投资思路。此外，该私募投资人还表示，近期A股市场整体成交量能较8月上旬之前显著萎缩，而中小板、创业板等成长风格板块的成交量反而较前期没有大幅下降。在此背景下，从市场博弈的角度来看，低估值蓝筹板块将有更

好的博弈价值。

与此同时，在8月31日（本周五）A股纳入MSCI因子将从2.5%提高至5%，外资将再次集中完成建仓的背景下，目前私募正在着力捕捉这一事件的驱动性影响。巨泽投资董事长马澄表示，从近期陆股通北上的资金流动情况来看，8月下旬以来，境外资金正在积极抄底买入A股，主要买入对象是位于低估值的蓝筹股板块。反观境内投资者，大量散户投资者仍由于不时出现的短期调整而受到干扰。在此背景下，该私募机构正在通过分仓轻仓的手法，对权重蓝筹等优质个股持续进行布局。

此外，少数派投资创始人周良则进一步分析，A股纳入MSCI权重的再次提升，将从长期资金来源增加的角度，继续使得A股投资者结构产生边际变化。综合市场供求结构、筹码稀缺性、交易对手行为、个股估值和市场情绪等因素，目前该机构将继续集中围绕低估值蓝筹进行布局。

# 合煦智远基金陈嘉平：把握经济结构转型契机

□本报记者 王蕊

“现在是黎明前，不能说就是最佳买入时机，但的确是一个较好的买点，至少看到了问题解决的契机。”合煦智远基金股票投资总监陈嘉平说。在陈嘉平看来，当前是极为临近转折的时间点，2018年或为中国经济发展的重要转折点，预计将迎来3到5年内A股市场较好的布局时机。

## 变化中的机会

从中国台湾的全球基金到A股基金，奔私之后再度回归公募，来自中国台湾的陈嘉平具有17年的海内外投资经验，这在公募基金行业里实不多见。他说，“A股市场现在经历的故事在海外市场都经历过，等于是把看过的故事再看一遍，因此心态上会更加成熟。”

8月27日，他回归公募后担纲的首只产品合

煦智远选混合开始发行。这只基金以A股市场投资为主，股票资产比例为35%至80%，同时可以投资港股通标的，比例不超过股票资产的50%。“港股中有些标的是A股稀缺的。”陈嘉平喜欢挖掘各种变革中蕴藏的机会。

“我喜欢有故事，新兴、成长的行业中故事最多，因为这些行业变化最大。”陈嘉平喜欢追踪行业的演变，乐于寻觅并观察正在发生或者未来定会发生的变化趋势，“看着事情发生，越来越按照那个路子走，这是投资的快乐——所有的事情都是按照你的剧本在上演。”

陈嘉平习惯于分阶段决策，长期看未来三至五年将发生结构性变化的行业，中期根据各子行业的产业趋势调整权重，短期看买点。具体来说，就是从配置角度寻找产业趋势下的受益者；从选股角度寻找有机会成为国际性大公司的企业，或有机会成为国内产业龙头的企业。通过分析经济结构、把握经济的结构性变化，挑

选受益于经济变化的产业以及产业中具有发展潜力的公司，再结合估值选择买入时点。

对于卖点的判断，陈嘉平表示，主动卖点最大的逻辑来自于风险收益比偏离预期区间，尤其值得注意的是，当发现自己的研究能力难以支撑对标的的掌控度时，也要果断选择卖出。

## 布局好时机

在陈嘉平看来，金融去杠杆对经济体系是短空长多。中国金融去杠杆的方向无疑是正确的，但也要重视在此过程中的实施力度和政策协调性。上半年国内主动去杠杆叠加外围风险，带来了市场预期悲观，目前政策开始出现边际放缓。

“未来A股市场将迎来三到五年内较好的布局时机。”陈嘉平分析，国内金融环境以降杠杆为主基调，杠杆出清后，中国将迎来长期经济健康增长的趋势，类似美国次贷危机后稳定的长期增

# 经济学中的投资时机

□兴全基金 黄可鸿

“康波”是什么呢？它是指俄国康德拉季耶夫的经济周期理论，他确信经济以极低频率震荡，一个完整的经济周期超过了50年。此外，还有库兹涅茨周期（约20年）、朱格拉周期（约10年）、基钦周期（2-4年）等，这些早期理论描述了房地产、投资、存货等不同因下的经济波动。当时的经济学认为，经济稳定是一种常态，萧条只是暂时的。但美国上世纪30年代的大萧条让人重新审视了市场有效性，经济学家终于意识到，持续性的非自愿失业确实存在。

投资关乎时机，除了做对的事，更需要对的时机、对的人。这让人想到一个故事：2010年1月27日的美国旧金山，苹果公司在发布会上发布了第一代iPad，点燃了消费者的购买欲，iPad也被称作“开启了平板电脑时代”。但事实是早在

1996年，一款叫“Palm”的掌上电脑就已问世，曾短暂地红极一时。后来由于研发落后、公司治理等问题以失败告终。人们记住了乔布斯、苹果公司、iPad，但只在乔布斯的传记里才会想起杰夫·霍金斯的Palm。能力和实力不同的人或公司，对同一个机遇也有不同的把握。

甚至，“经济周期”这个词也有它的时机。在1862年“朱格拉周期”提出之前，没有人意识到，即使没有外界的触发因素，周期现象也会发生。朱格拉率先提出了经济内在的不稳定性，他写道：“萧条的唯一原因就是繁荣”。到了20世纪80年代，“经济周期”又遭受普遍质疑：一方面，经济指标之间变得越来越矛盾，规律性也越来越模糊；另一方面，早期的理论已被新理论取代，研究主题也从“周期”更多地转向“波动”及经济增长。

长过程，股市也将受惠。预计外围因素影响的将是个别行业或企业，当前市场的大幅下跌存在优质公司错杀的情况，也正是布局的好时机。

“历史上，全球各次金融危机最终均顺利过渡，也都成为了最佳的买点。”陈嘉平说，解决问题的关键在于国家信用注入解决坏账，以及央行资金注入避免流动性危机。预计在贷款相关重置或者借新还旧的重要时间点，即今年四季度及明年一季度，这一问题有望迎来解决。“现在银行大额存款、同业存款或者协议存款利率都很低，代表银行有钱，一旦坏账从账上剥离，银行有贷方意愿，把钱注入到实业上，经济就会起来。”

在转机时间点尚不明朗的当下，陈嘉平也透露将进行一定的仓位控制。他表示，由于下跌风险仍然存在，即便看好部分股票的质地和估值，也不会贸然加仓。会优先选择在空头时具有保护性的行业，比如受经济体系影响较少的消费股。

那么，如何从周期看待投资呢？作者用了半本书详细讨论此问题。举例来说，当经济受到冲击，某些行业部门处于相对稳定的状态：在多数国家，约85%的消费属于服务与非耐用品，例如医药、杂货零售、食品饮料、理发、保洁等等。其中，政府等公共部门的消费甚至带有轻微的反周期性，即在衰退期间的社会支出是上升的，而繁荣时期的税收则会增加。

投资并不简单。追涨杀跌式的跟风，或把美林时钟玩成电风扇，都不如在机遇到来前修炼内功，为把握下次时机而蓄力。



## 对冲基金撤出 新兴市场速度放缓

□本报记者 吴娟娟

对冲基金研究机构eVestment最新数据显示，7月全球对冲基金实现资金净流入58.5亿美元；过去三个月全球对冲基金整体呈现净流出，净流出24.8亿美元；2018年前7个月，全球对冲基金总共实现资金净流入116.3亿美元。上述数据显示，7月投资者情绪回暖。

投向地区方面，7月新兴市场依然呈现净赎回，不过净赎回趋势放缓。新兴市场基金7月净赎回5.6亿美元；而过去三个月净赎回20.4亿美元。eVestment指出，新兴市场业绩表现好的基金依然强势吸金，表明投资者并非对新兴市场整体悲观。

策略方面，市场中性、股票多空为7月最吸金的策略。股票多空策略过去三个月净赎回11.3亿元，而7月则净申购31.6亿美元。eVestment分析，7月股票多空策略中，资金主要流向该类型中的量化基金，以及医疗、健康等行业基金。

## 南方基金荣获 社保多项A档考评

□本报记者 张焕灼

近日，全国社保基金理事会向各境内委托投资管理公布了2017年度境内委托投资年度考评结果，其中南方基金基本单项考核被评定为A档良好。

同时，在社保投资组合综合考评中，南方基金管理的社保101组合和301组合被评定为A档良好，在社保所有投资组合中，仅有19个组合的考核结果为A档良好。此外，南方基金社保投资经理张原、李璇、夏晨曦三人荣获“3年贡献社保表率”，获此殊荣的投资经理仅8人，南方基金独占三席。

据了解，南方基金至今已囊括社保基金、企业年金和基本养老保险基金三大重量级管理资格，成为拥有养老金投资管理业务全牌照的基金公司。近期南方基金旗下南方养老目标日期2035三年持有期混合型养老金基金首批获批，显示出南方基金全力备战公募基金个人养老金投资新领域的决心。

## 泰达宏利基金： A股有望阶段性反弹

□本报记者 叶斯琦

近期，A股小幅反弹。据中国证券报记者统计，8月20日以来，上证综指在7个交易日累计反弹4.08%，本周一更是大涨1.89%，周二震荡之后小幅下跌0.11%。

泰达宏利首席策略分析师庄腾飞认为，市场在周一出现放量反弹，一方面是因为上周五央行推出“逆周期因子”稳定汇率市场，人民币汇率重回区间波动，稳定了国内外投资者的信心。另一方面，市场经过前期的充分调整，整体估值已经接近历史底部，金融市场利率处于过去8年的低位，市场具备短期反弹的基础。与此同时，有消息称保险公司、社保基金等大型机构投资者也在逐步增加权益配置，此举也提振了整个市场的信心。

对于未来市场，庄腾飞认为，在多方面因素的扰动下，市场受情绪影响较大，在波动性的市场环境下，投资者应注意投资组合的稳定性和回撤保护。长期来看，市场估值已经走入历史较低区域，股市整体的长期风险溢价趋于合理，市场有望进入阶段性反弹。庄腾飞建议继续中长期持有受益经济后周期的行业中业绩确定性高、现金流优秀的优质细分龙头公司。

## 光大保德信周华： 震荡市关注短债类基金

□本报记者 李良

光大保德信基金固收副总监周华在接受记者采访时表示，债市下跌一方面源于市场对宽信用和积极财政“互拍”的预期，另一方面也有前期获利盘了结打压的原因。在震荡市或熊市中，相比于权益和二级债券基金，中短债、超短债基金产品回撤较小，表现会更有竞争力。

周华目前管理的光大保德信晟利债券基金就是一只中短债产品，基金于今年8月1日成立，目前还处于建仓期。在谈到未来该基金的运作思路时，周华表示，会更关注客户的需求。如果客户购买超短债和中短债基金的需求是把它作为银行理财替代的选择，那么就会按照绝对收益的目标去做。他进一步表示，中短债基金应该坚持低久期、高资质、回避权益的理念，以“积小胜为大胜”的思路稳健投资。作为市价估值而非摊余成本法估值的基金，其净值难以避免会随着债券价格的波动而变化。因此，基金经理需要做好业绩波动和增长的平衡管理。