

## 东方基金彭成军：信用扩张速度成债牛延续关键

□本报记者 李惠敏

有着11年证券从业经验的彭成军从外币债券起步,到衍生品、外汇,几乎做遍银行金融市场所有业务,再到东方基金固定收益负责人,他表示,“投资最重要的两点是控制风险以及辨别自身能力圈,在此基础上,做好能力范围内的事即能获得不错的收益。”对于债市未来的投资机会,他认为,在当前环境下,债牛仍将持续一段时间,但未来需重点关注信用扩张的速度。

### 聚焦风控和“大概率事件”

银河证券数据显示,东方基金旗下产品东方永兴18个月定开A类2018年全年的净值涨幅14.09%,同类排名1/102,其业绩比较基准2018年的全年涨幅为2.28%;东方添益2018年全年的净值涨幅为8.65%;同类排名18/304,其业绩比较基准2018年的全年涨幅为4.74%。海通证券数据显示,东方基金2018年固定收益类基金绝对收益为7.38%,在106家基金公司中排名16。

取得这样的业绩,离不开背后团队的支持。作为东方基金固定收益投资团队的负责人,彭成军一直秉承着“控制风险”和“认识自身能力圈”的投资理念。

彭成军表示,投资的首要问题是控制风险,判断风险能否辨别。若能辨别,需进一步权衡风险与收益比。“风险与收益就像硬币的两面,承担高风险可能收获高收益也可能面临高损失。债券投资亦是如此,在判断清信评覆盖能力以及市场风险方向的基础上,辨别风险和收益的关系。”不仅如此,认识自身能力圈亦十分重要。他强调,“针对无法分辨的信用风险需谨慎对待。即使在2018年违约集中爆发时,若做好能力范围内的事,在控制好风险的情况下,也可能获得不错的收益。”

何为能力圈?彭成军解释,能力圈内的事是指确定性大的事件,即由当前环境推导概率较大的某个结果。“在当前经济背景下,通过构建货币政策、产业政策、融资渠道等系统分析框架,以此判断市场中有价值的债券或能产生高额收益的板块。”也是基于该投资理念,彭成军形成了由宏观环境、金融市场中变量组成的自上而下和分行业、券种的自下而上两者结合的投资逻辑。

### 债牛延续需关注信用扩张速度

行胜于言。“在固定收益投资团队内部,这种‘控制风险’、‘能力圈内’的投资理念,被贯彻在研究、投资、交易、信评等方方面面。”彭成军进一步表示,债券市场作为场外市场,信息不对称性较大,尤其需要建立团队和沟通机制保障整体信息链的获取。

值得注意的是,彭成军十分注重固收团队建设。在团队建设方面,彭成军负责的固定收益投资团队共有4名基金经理,6名研究员,3名交易员,形成了既有从业年限较长具有丰富经验,也有朝气蓬勃的“老中青”团队。

面对当前的市场环境,彭成军表示,“信用扩张的意愿及速度尚未形成,货币宽松将继续存在,资产供给小于资产需求。因此,2019年一季度至三季度,债券市场大趋势不变。”基于上述分析,对于今年债券市场机会,在彭成军看来,债牛仍将持续一段时间,2019年投资策略也将延续2018年整体风格,不过需要不断审视市场政策变化。具体看,一方面,2019年信用下沉将更谨慎;另一方面,收益率向上或债市下跌的波动相比2018年的单边牛市更大,其中存在部分市场风险。在该过程中,博取贝塔收益,以此获得高于市场平均的收益。

不过,他也认为,2019年债市“爆雷”事件可能蔓延。“在经济增速不断提升的基础上,无论是审慎或非审慎的项目,其债务均被稀释,还钱并不难。而随着经济增速换挡,非审慎项目一定会暴露。”他说。

## 行业龙头意外折戟 发行失败从“鲜见”变“常见”

# 新基金“挖墙脚”潜规则遭质疑

□本报记者 李良

2019年方才过去一月有余,新基金发行失败的消息接二连三。这一次,不仅数量刷新同期的纪录,未能成立的新基金有5只之多,而且,其覆盖面更广,大型、中型和小型基金公司均有案例。

中小基金公司新基金难发早有先例,“败发”渐被视为常态。但此次,某大型基金公司旗下新基金历经数月发行仍未能成立,却令业内颇为吃惊——粮草充足、兵多将广的行业龙头意外折戟,是否意味着新基金发行市场的传统套路坠入绝境?

上海某中型基金公司市场部负责人在与记者交流时表示,在牌照红利逐渐褪色的背景下,公募基金行业历经几轮扩张,白热化的市场竞争在助推行业大幅度扩张的同时,也在悄然透支未来发展的潜力。多年来,公募基金业注重营销和扩张,但却忽视了基民的“体验感”,基金数量的急剧膨胀反而给行业带来不小的负面冲击,这对公募基金的未来格局会有极其深刻的影响。

### “马太效应”加剧

WIND数据显示,截至2月17日,公募基金行业的基金产品数量高达5231只,其中股票型基金有885只,混合型基金有2324只,债券型基金有1467只,货币基金有383只,另类投资基金有27只,QDII基金有145只。

庞大的基金产品数量已让基民目不暇接,但仍有数以百计的新基金产品正在发行,或等待批文,让公募基金业时时刻刻陷入到新基金发行的残酷竞争中。竞争的惨烈和成本的水涨船高,正不断加固着公募基金行业“强者恒强”的既有格局,将大批小型基金公司推进了生存险境。

以今年以来发行失利的5只新基金为例,其中有2只产品属于不折不扣的小型基金公司旗下:先锋安盈纯债、格林伯盛混合——其对应的基金公司管理规模都在50亿元以下。而申万菱信安泰聚利纯债基金、创金合信汇利纯债三年定开债,虽然所属公司资产管理规模在百亿元以上,但竞争压力依然不容小觑。

WIND数据显示,截至2018年12月31日,纳入统计的132家公募基金公司中,资产管理规模在1000亿元以上的仅有32家,在3000亿元以上的更是少至13家。但就是这13家公司,合计资产管理规模却高达7.2万亿元,占全行业总资产管理规模的55%。与此同时,资产管理规模在100亿元以下的基金公司数量则达到42只,合计资产管理规模为1091亿元,不及13家行业龙头的“零头”,占全行业总资产管理规模仅为0.8%。

业内人士认为,尽管资产管理行业的前景广阔,但公募基金的高度市场化运作,已经逐渐形成一定的“寡头”效应。在牌照准入门槛降低的背景下,行业的准入门槛其实在不断抬高,新入行的小基金公司在巨大的成本压力下,首先要解决的就是“活下来”的问题。“但从现实情况来看,活下来实在太难了!”业内人士说。

### 新基金“挖墙脚”风行

新基金发行市场的残酷竞争,让越来越多基金公司意识到,在行业格局逐步固化的情况下,高度依赖新基金发行的传统路径已无法“杀出一条血路”。但是,传统力量的过于强大,却又挟裹他们不得不负重前行。

一家资产规模不过两三百亿元的基金公司销售总监在谈及新基金发行困难时,颇为苦恼地表示,虽然明知新基金发行有可能会亏损,甚至无法成立,但还是必须要持续不断地发行新基金,这已经成为行业难以打破的“潜规则”。对于产品线布局已经完成的基金公司而言,发行同质化产品的目的,很多时候并不为了获取增量规模,而是维持既有的资产管理规模。

“和渠道打交道多了就会知道,新基金发行时,背负任务的客户经理会劝说客户赎回持有的基金,转而申购新基金,以完成自己的业绩。这样就会形成一个怪圈,如果我不发行新基金,其他公司却发行了,那么在激励政策的刺激下,我们公司旗下产品就有可能被建议赎回,转而申购其他公司的新基金。也就是说,如果不加入到新基金发行的这场游戏里,你就有可能眼睁睁地看着公司的规模不断缩水。”该销售总监抱

# 经济数据提振信心 公募趋于乐观

□本报记者 张焕韵

节后首周,A股红火行情延续,主流指数尽数上扬。外资不断流入,创业板指领涨或反映此前商誉风险逐步出清。而周五经济数据出炉,社融超预期也使得公募对权益市场笃定乐观。对于后市,估值修复与成长反弹或存投资机会。

### 经济数据提振信心

2月15日,央行公布的数据显示,1月份社会融资规模增量为4.64万亿元,比上年同期多1.56万亿元;1月份人民币贷款增加3.23万亿元,同比多增3284亿元,创下单月增量新高。1月末,广义货币(M2)余额186.59万亿元,同比增长8.4%,增速比上年末高0.3个百分点,比上年同期低0.2个百分点。

对于相关数据出炉对权益市场的影响,不少公募态度乐观。宝盈基金分析,2月15日央行网站公布了1月金融数据,其中信贷总量、社融增速等多个数据超出预期,将缓解投资者对中长期经济下行的担忧,并可能直接利好此前融资能力弱的成长型企业。对于后市,宝盈基金依旧认为暂时不必悲观,虽然部分公司年报数据偏弱,可能会被动抬升估值水平,但在长期价值显著的区间内,仍然值得适当看好市场未来空间。

汇丰晋信首席宏观及策略师闵良超表示,信贷总量基本符合预期。信贷总量扩张,但是结构上以新增票据为主,而社融总量大幅超预期。结构上,表外融资结束了连续几个月收缩,

企业债券净发行也创出新高。社融余额增速企稳,经济下行压力缓解。2019年一季度,市场有可能看到信用周期的底部区域,但是很难看到信用周期的大幅扩张,这意味着社融企稳。虽然经济大幅复苏,企业盈利大幅改善尚无法预见,但是经济下行的压力有所缓解,有助于市场情绪和风险偏好的修复。

前海联合基金则表示,社融数据的改善有利于市场对于基本面底预期的更加明确。节后资金面趋于宽松,流动性的相对宽裕、债券收益率处于低位,有利于提升权益类资产的相对吸引力。

### 后市相对乐观

对于后市,融通基金权益投资总监邹曦此前指出,等到3—4月份,如果中微观经济数据表现出来的经济状况逐步实现此前预测,市场底部有效性或将得到确认,市场可能温和震荡上行,进入“慢牛”状态。

主要指数中,创业板指以单周7.07%的涨幅排名第一。对于创业板快速反弹,汇丰晋信科技先锋基金经理陈平分析,原因在于“一方面是受整个市场上涨的带动,另一方面也是因为之前的商誉减值风险已经被市场充分预期和反应。”他认为,1月份创业板下跌1.8%,而沪深300指数上涨了6.3%,这是由于投资者对于创业板商誉减值风险已经有了充分的预期,因此选择了谨慎。但到1月底创业板的股价经过调整,已经充分反映了相关利空。于是随着商誉减值风险暂缓,创业板在2月份开始了反弹。陈平判断,从2015年前后并购案的业绩承

怨说,“渠道为王的时代,这种竞争里最大的受益者是渠道,基金公司是有苦说不出。”

有趣的是,这种负重前行的新基金发行游戏,催生了公募基金行业另一个现象——清盘潮:大批量的新基金和中小规模的老基金,在新基金数量不断膨胀的背景下沉为“迷你基金”,资产管理规模在2亿元以下甚至跌破5000万元的红线,成为基金公司沉重的经营包袱,不得不采取清盘的方式来解决。左手加大新基金发行力度,右手加大清盘基金力度,成为近年来公募基金行业一道独特的风景线。

### 业绩为王

再精妙的游戏,也有玩不下去的一天。大型基金公司新基金发行失败的案例出现,在震惊诸多业内人士的同时,也给他们敲响了警钟:内耗不能带来发展,变革才能注入力量。

在资深基金分析师老张的眼里,公募基金行业近年来过度注重营销技巧和渠道争夺,漠视了基金持有人“理财体验”的重要性,这为行业的未来发展埋下了重大隐患。老张认为,公募基金行业的崛起,固然有牌照红利的因素,但更多应归功于发展初期展现出的强大专业理财能力,让初醒的居民理财蜂拥而至。随着行业的不断扩张,良莠不齐、鱼龙混杂开始出现,基金持有人的“体验感”越来越差,而外部竞争者频频涌出,公募基金业的发展危机已经不容小觑。

在一些资深基金经理看来,公募基金行业的核心是投资研究能力,必须对投研人员建立“硬约束”,用业绩的优势强化投资者对公募基金的信心,这样才能在财富管理行业中巩固公募基金的地位。一位从业超过八年的基金经理私下向记者表示,公募基金业早涝保收的制度,已经成为从业人员“惰性”的土壤,让部分基金经理淡化了对持有人的责任感,各种歪风也随之滋生,这显然不利于行业的健康发展。

“不要沉迷于新基金发行的游戏。弄了一大堆基金出来,一个基金经理管个四五个风格完全不同的基金,能管好么?还是踏踏实实管好现有的基金。我相信,如果既有的基金业绩能做好,就不怕别人挖墙脚。如果做不好,也怪不得别人挖墙脚。”该基金经理说。

诺期测算,2017—2018年可能是计提商誉减值的高峰,2019年开始商誉减值风险将有显著下降。再加上2018年业绩基数较低,因此2019年整个创业板有望获得一定业绩增长。

前海联合基金指出,尽管市场随着短期乐观预期的兑现、财报数据压力、经济加速赶底过程中可能仍有所反复,但在板块和个股选择上注意规避业绩风险的前提下,整体市场可为空间扩大。

### 挖掘结构性机会

板块布局方面,前海开源基金表示,现在A股已经进入右侧建仓时机,建议投资者抓住机遇,从“消费、科技、券商”等三个方向来进行布局。

前海联合基金表示,配置思路上关注:一是流动性改善下的低估值蓝筹、消费政策边际回暖下板块估值修复等;二是新型基建加速、科创板快速推进给先进制造业和科技创新板块带来的机会,如5G、工业互联网、人工智能、物联网、硬件创新等;三是逆周期政策加强预期提升受益的,如军工、新能源等。

长城基金认为,从短线和中线的角度看,建议投资者可以关注TMT和军工股等中小创股票,继续从三条线挖掘相关个股:从“稳基建+稳增长”角度关注银行地产建筑等;从“自主创新+安全可控”的角度继续关注5G、大数据、云计算等;从价值投资的角度关注食品饮料、医药医疗和家电。另外,从基本面有可能持续改善的前景出发,建议同时关注券商和电力与公用事业以及航空股。