

# 阴霾散去 城投债“梅开二度” 债基追逐高票息诱惑

□本报记者 李良

债市强势反弹，海龙短融如期兑付，令笼罩着市场的城投债阴霾逐渐散去。中国证券报记者近日采访多位债券基金经理发现，随着众多高等级信用债投资空间的收窄，以及城投债信用危机的逐步解除，债券基金投资城投债的兴趣明显浓厚。而与此同时，借债市反弹东风，城投债的发行也日渐密集起来，其相较于公司债更高的利率引发了众多机构的追逐。供需两旺的局面，预示着城投债新的春天或即将来临。

## 城投债变宝

去年城投债风波恍然如昨，而今基金经理们便酥去伤痛，再度蜂拥而来。在信用债投资空间颇有“涨不动”的时候，城投债便成为诸多债券基金经理的制胜“法宝”。

天治基金表示，从债券市场各品种来看，目前利率债基本呈现盘整格局，而低评级信用债收益继续下行，尤其是AA-短融及城投债市场供需两旺。天治基金



基金品种	产品数量(只)	今年以来收益率
长期标准债基	8	1.52%
中短期标准债基	2	2.16%
普通债基(一级)	84	2.88%
普通债基(二级)	100	2.43%
可转换债基	12	2.17%
指数型债基	4	0.15%

CFP图片 制表:李良 数据来源:银河证券

认为，由于城投债系统违约风险并不大，而市场一直担心的流动性风险在资金面宽松的支撑下逐步解除，从利差角度分析，城投债收益大幅下行指日可待。因此，短

期内将继续看好低评级短融和城投债，一则持高票息，二则等待收益下行，赚取资本得利。

而上海某基金公司固定收益总监也表示，二季度自己将会配

置更多的城投债，因为在债市风险逐渐增加的当下，城投债的投资风险相对已经有过较大幅度上涨的高等级信用债更低，且其流动性相较于信用债更好。不过他也强调，考虑到上一轮的风波，自己对城投债的选择也会更加严格，既要考虑发债主体的经济地位，即仅关注省级或省会城市以及发达城市的城投债，同时也要求发债主体有较好的现金流来源，以避免短期偿债风险的发生。

## 高票息诱惑

中国证券报记者在采访中发现，基金经理再度热衷投资城投债的主要原因，在于其具有更高的票面利息优势。在他们看来，目前的债市已经积累了较高的投资风险，拥有高票息的债券品种，将有助于在市场调整时稳定自己的收益。

某基金经理告诉记者，从新发的债券来看，城投债的利率往往比信用债高出一两个点，因此吸引了许多机构参与。他预计，随着城投债需求的逐步释放，其利率优势在不久后也将逐渐消

失，这种预期促使债基热衷于“抢配”城投债。“当偿付风险降低时，城投债优质的一面便体现出来，尤其是在许多企业经营状况持续不佳的背景下，这一面就更显可贵。”该基金经理说。

除了城投债外，高票息的信用债也同样受到了基金的追捧。富国新天择担任基金经理赵恒毅认为，相对于2011年，目前货币政策已经有较大放松，流动性得到了一定的缓解，这增加了债券发行人融资的便利性，有利于降低信用风险。而在宏观经济层面，尽管目前经济增速处于触底过程，但未来往上走的概率依然较大。在这种情况下，通过信用债获得相对较为稳定的票息，也是比较好的选择。

赵恒毅进一步表示，未来自己在信用债投资操作上，将以获取票息收益为主，达到时间换空间的效果。同时结合回购交易，力争获取更高的超额收益，或者通过回购的不断滚动来套取信用债收益率和资金成本的利差，进一步增厚基金收益。

## ■ 阳光私募盼政策阳光系列之二

# 星石杨玲：期待确定的游戏规则

□本报实习记者 曹乘瑜

整体投资连续三个月跑输指数，再加上某些明星私募管理人的纠纷闹剧，阳光私募界最近有些混乱。

在星石投资管理有限公司总裁杨玲看来，阳光私募的成长空间还在，高回报机制作为私募创新的动力未竭，制度改进与细分市场都为阳光私募的发展提供了机会。但一切解題的思路，都在于《基金法》对私募的规范。

“我们期待《基金法》赋予私募确定的游戏规则。”杨玲说，只有通过《基金法》的修订，将私募从“编外”变成“正规军”，才能增强阳光私募的公信力，从而在法律清晰的游戏规则下，迎来阳光私募的创新和发展。至于私募行业的发展路径，杨玲认为未来私募行业将走向市场化竞争，从而使私募市场细化。

## 渴望变成“正规军”

《基金法》对阳光私募来说，最大的意义就在于给私募提供一个合法地位，让客户和私募都知道这是一项长期事业，而不是阶段性的发财机会。杨玲表示，私募将被首次纳入监管范围如同孩子有了监护人。

法律认可的第二意义，则在为私募提供行为准则。有了既定的“游戏规则”，对于追求绝对

回报的私募来说，才可以全力以赴地去找市场上不断出现的各类投资机会，给客户带来风险又低又稳定的回报。

由于目前的“游戏规则”并不明晰，私募普遍缺乏“安全感”，其运营也不稳定。譬如信托账户的开设，最早允许每个私募产品的参与投资者为200人，但是后来又变成了50人。

没有稳定而明确的规则，导致私募在投资过程中出现短期化倾向。“基金经理纠结于到底是完全以投资作为最高主导因素，还是要兼顾其他，因此不能全身心地放在寻找性价比高的投资机会上。”杨玲说，“其实，私募还是需要长期的规划才能成功。短期化的急功近利，反而增加了市场的波动。”

一旦有了法律的地位，阳光私募才能享受到制度红利。针对现阶段资本市场一系列新举措，杨玲表示，由于私募还没有被纳入法律范围，现有法律框架下进行的创新与私募只是间接关系。”

## 话语权受制信托

为了控制风险，目前规定阳光私募产品必须通过信托账户进行募资和发行，这让阳光私募变得死板。而且，在与信托的合作上，阳光私募话语权旁落。

很多运行规则是以信托公司为主体的，私募没有议价能力。”杨

玲说，“每一家信托公司规定又不同，私募产品在很大程度上受到限制。现在的信托合同基本上是格式合同，由信托公司确定合同条款，我们只能选择接受或者不接受。”

在她看来，摆脱信托是阳光私募发展的必经途径。私募产品的发行，并不完全需要通过信托，“借道信托”和“自我发行”完全可以“并行发展”。

“私募+券商+托管行的模式完成可以发行产品。至于一只私募基金公司注册是在工商还是在证监会，则由监管层做出规定。”杨玲表示。

当前，有阳光私募为降低因信托带来的运营成本而采取有限合伙制，但是这种形式又带来很大的税收成本，这些成本最终还是转移到投资人身上。尽管有的地方政府为了吸引阳光私募在当地“落户”，承诺头三年免税，但在私募看来，这种承诺充满了道德风险。假如地方政府税收紧张而反悔怎么办？”杨玲说，“几年的营业税和所得税等等加起来是很大一笔，对基金收益的侵蚀也很大。最可怕的是还要从基金资产里把已被客户赎回的那部分收益的应缴税费垫出去，这个潜在风险太大了。”

## 海通证券娄静：

# 风格评价助投资者有效择“基”

□本报记者 曹淑彦

今年以来市场呈现震荡格局，风格轮动显著。对于投资者而言，如何在复杂的市场环境下选择适合自己风格的基金成为一个难题。近期，海通证券基金研究中心首度公布了基金风格评价结果。海通证券首席基金分析师娄静表示，海通创新设计的基金风格评价更关注注基金收益获得的过程，从成长、价值、涨跌、股债相对强弱等多个维度刻画基金特征，能够为不同类型投资者在当前风格轮动、市场整体趋势不明的情况下提供良好的投资选择工具。

《中国证券报》：海通证券创新推出基金风格评价，是否有助于投资者挑选未来业绩优秀的基金？

娄静：很多投资者在挑选基金时习惯于简单地看其历史业绩，却往往发现过去表现好的基金未来不一定表现好。基金业绩不稳定的“病因”很多，但基金风格不能适应当前市场风格是基金业绩不理想的主因。基金经理通常都是某一领域的专才而非全才，面对不断转换的市场风格，业绩出现波动很正常。例如同样是五星级基金，一只可能在牛市中涨

幅明显，一只可能在熊市中抗跌显著，如果市场未来上涨明显，则前者的业绩会更好，反之亦然。

传统基金评价的缺陷是过多地分析了基金从期初到期末的整合收益与风险，较少关注基金获得该收益的过程。而基金风格分析弥补了这样的缺陷，它更关注基金收益获得过程，通过深入分析基金在过去两年各类市场的表现，来揭示业绩背后的故事。如果能够较好地分析基金的风格特点，对投资者挑选未来可能表现优秀的基金有很大帮助。

《中国证券报》：目前基金业普遍存在基金的操作风格受基金经理个人因素或经理变更等影响发生漂移，投资者是否可以通过定期观察风格评价的变化来发现基金风格的漂移？

娄静：海通风格箱通过深入分析基金在过去两年各类市场的表现来挖掘基金的风格。从评价结果来看，能够看到部分基金风格的漂移，但整体的稳定性还是比较好，风格漂移并不普遍。当然，风格的稳定并不代表业绩的稳定，事实上正是一些基金风格的稳定才导致了业绩的不稳定。例如，一个始终坚持成长风格的基金，在价值股表现好的市场中

业绩表现就会落后。

《中国证券报》：市场上投资者分为多种类型，投资者应如何利用风格箱来选择适合自己的基金？市场本身风格也不断变化，尤其在震荡市中，投资者又应如何利用风格箱进行波段操作？

娄静：基金风格评价适合各种类型的投资者，不同投资者使用方法会有差异。有经验的投资者可以根据自己对市场预测选择合适的基金。例如，如果判断市场上涨的概率较大，就可以根据风格评价选择一些擅长上涨市场风格的基金；如果判断成长股走强的概率较大，就可以根据风格评价选择一些擅长投资成长股风格的基金。而缺乏市场判断能力的投资者，一方面，可以通过风格分析选择那些在各个市场都能处于中等以上业绩的灵活风格基金，使自己投资的基金在不同市场中表现相对平稳；另一方面，可以通过风格分析，选择那些适合自己风险偏好的基金。

对于擅长波段操作的投资者，风格箱是帮助他一展所长的良好工具。投资者只需根据自己对市场的判断，寻找在该类市场上表现最强的基金即可。

《中国证券报》：长期投资者可

能更关注基金收益的稳定性，基金风格评价如何衡量收益的稳定性？

娄静：收益的稳定性是衡量一只基金在过去两年里季度收益排名的稳定性。例如，两只基金在过去两年中的业绩一样，但一只季度排名非常不稳定，波动幅度很大；另一只排名变化不大，始终处于中上水平。事实上，收益稳定性也从侧面反映出基金经理的操作风格是激进还是稳健。一般来说，投资集中度特别高，或者仓位偏离基金整体平均水平较大的基金，季度排名的稳定性偏差。

《中国证券报》：海通证券基金研究中心的风格评价与其他基金评价机构相比有何特色？

娄静：首先，海通的风格评价维度很多，对股票与债券基金各有四个风格箱，如股票基金是涨跌风格箱、成长价值风格箱、风险收益风格箱和收益稳定性风格箱；债券基金有股债风格箱、长期信用风格箱、风险收益风格箱和收益稳定性风格箱。其次，海通风格箱多数是通过分析基金过去两年在各类市场的表现来划分风格，而有些机构则是根据基金投资组合来划分风格，这样只能表现基金某一方面的特征。

## ■ 基金市况

# 分级基金A份额稳健上涨

17日，市场缩量下跌，上证指数下跌0.94%，场内交易型基金表现稳健，富国汇利分级A、大成景丰分级A均小幅上涨，收盘价亦创历史新高。

昨日，上证基金指数收于3807.38点，下跌0.95%；深证基金指数收于4515.98点，下跌0.57%。两市传统封闭式基金中除基金兴

华上涨0.12%外，其余均下跌。

创新型基金中逾半数下跌，杠杆股基跌幅普遍居前。相反，分级基金A份额和杠杆债基普遍上涨，其中鹏华丰泽分级B上涨1.65%，涨幅最大。富国汇利分级A、大成景丰分级A分别收于1.029元、1.027元，收盘价均创历史新高。LOF场内交易方面仅一成收涨。ETF方面逾九成收跌。(李菁菁)

## 信达澳银稳定增利分级债基上柜

信达澳银基金旗下首只分级基金——信达澳银稳定增利分级债基4月16日起在全国范围上柜募集。该基金主要投资于固定收益类资产，不投资于二级市场，但可以参与新股申购，基金合同生效3年期届满将转为LOF基金。其中，增利A约定收益(年化)为一年定存利率的1.3倍，每满6个月开放并折算一次，1000元起认购，不收取认购、申购及赎回费；增利B在保证增利A约定收益的前提下享受杠杆效应，3年内封闭运作并上市交易。

信达澳银稳定增利分级债基拟任基金经理孔学峰表示，未来债券结构性牛市的风格有望延续。首先，广谱资金利率的下行，有助于改善悲观企业的流动性，从而降低市场的信用溢价。而且由于目前信用债绝对收益率较高，信用债市场仍然有较大空间。同时，山东海龙短融券最终成功兑付，也对信用债市场产生积极的正面影响。此外，未来货币政策持续放松的概率较大，资金面压力将逐步减小。(郑洞宇)

## 金鹰核心资源今起发售

金鹰核心资源型股票基金今日开始认购，该基金不低于80%的股票资产将投资于A股具有核心资源优势的上市公司，重点配置有色金属、煤炭、房地产、食品饮料及医药生物等行业，涵盖周期性与非周期行业。

金鹰核心资源拟任基金经理冯文光表示，该基金以追求资本可持续增值为目的，通过投资于个股或者预期将注入稀缺资源的个股，在充分控制风险的前提下，致力中

国经济快速发展的成果与稀缺资源的价值增值，进而实现基金资产的长期可持续稳健增长。

冯文光表示，具有核心资源的上市公司往往拥有稀缺资源、较高行业壁垒、品牌价值等核心竞争力，从而能够保持业绩长期持续增长。过去十年，核心资源类行业指数涨幅大幅超越上证综指同期涨幅，从长期来看，具有核心资源优势的公司将领跑市场。(常仙鹤)

## 鹏华丰收债基业绩稳健

鹏华丰收债基基金经理阳先伟表示，未来一段时期高等级信用品种可望基本稳定，部分中短期信用品种具有较好的持有到期价值。未来在权益投资方面，将继续遵循价值投资理念，以较为谨慎的态度进行股票和转债的二级市场投资，同时相机减持解禁新股，谨慎、有选择地参与新股申购。

银河数据显示，截至4月13日，鹏华丰收债基过去一年收益达4.68%，在71只同类基金中排

名第一；过去两年收益为6.67%，在同类基金中排名第三；过去三年收益为19.01%，在同类基金中排名第五。自2008年5月成立以来，鹏华丰收债基历经熊市考验，不仅每年实现正收益，并且保持每年持续分红。Wind数据统计，截至今年3月底，自成立以来分别在2008年、2009年、2010年及2012年1月向持有人派发红利，每10份基金份额累计分红2.54元。(黄莹颖)

## 信诚基金吴雅楠：

# 沪深300指基有两大发展方向

产品酝酿开发长达5年、市场期待已久的两只沪深300ETF即将募集成立。对此，产品特点相似且发行时同样备受市场青睐的信诚沪深300指数分级基金基金经理吴雅楠表示，沪深300ETF的推出打破了沪深两个市场的隔离，有助于完善我国股指期货和融资融券市场，对我国跨市场结算体系的升级改造具有促进作用，对于构建我国的“蓝筹市场”具有重要意义。

吴雅楠表示，相对于规模超千亿的传统沪深300指数基金来说，沪深300ETF和沪深300分级这两大创新产品将代表着沪深300指数基金的未来发展方向。比如，两者都具有投资指数、一级套利、净值与成交价之间的一致性和二级市场价差套利等功能，给投资者提供一个更加便利的投资工

具。不过，在吴雅楠看来，沪深300ETF是一个有效的配置工具，而沪深300分级基金则不仅具有配置功能，还给投资者提供了一个低门槛的套利工具，即提供杠杆和低门槛的套利以及指数增强的多元化投资工具。

以信诚沪深300分级基金为例，其杠杆份额信诚300B初始杠杆率为2倍，给普通投资者提供了一个更为便捷和低门槛杠杆的投资工具。事实上，就套利而言，沪深300ETF的套利门槛较高，开一次套利至少需要300万元，如果用多个ETF叠加作为现货，开一次套利约需2200万元的资金，因此更适合机构投资者；而沪深300分级基金套利门槛较低，最低只需要几千元即可，可以满足中小额投资者的套利需要。(李良)

## 纳尔逊少将与彼得·林奇

□兴业全球基金 田雨松

在法国大革命历史上，曾有一次著名的海战，即尼罗河口战役。在这次战役中，纳尔逊少将带领英国舰队摧毁了法国舰队，并将拿破仑的军队困于埃及。之所以能够取得这场战役的胜利，很大程度上与纳尔逊少将的果敢有关，他在发现敌军舰队停靠的海湾有机可乘之时果断出击，在对敌方军舰之前就将船下锚，从而痛击法军。

看到战机然后迅速做出决策，就如同敏锐地注意到市场上的变化然后及时做出调整一样，很多投资大师也这么做，彼得·林奇就是其中的一位。一旦他发现市场机会，便会毫不犹豫地采取行动，而不会踌躇再三，这种“流动性”的操作也是彼得·林奇成功投资的精髓所在。与此同时，彼得·林奇还会少量持有以后可能会有兴趣或可能有机会公司的股票，因为这样的操作会提醒他继续对其保持适当关注。当然，这并不意味着看到所谓的“机会”就草率做出决定。无论是纳尔逊少将

还是彼得·林奇，他们能够凭借这种方式取得成功，更归因于在战场和市场当中摸爬滚打多年积累下来的敏感和自己独有的经验。

约翰·特雷恩在他的书中将彼得·林奇描绘为一位参加帆船比赛的选手，根据风向、航道和水流的细微变化不断调整航线，在市场当中不断进行微调，投资组合也始终处在不停歇的变动之中。这种根据市场时机果断出手的调整，隐含的是对中长期市场的一种预期。这种预期会有两种结果：一是如你所愿；二是没有实现。一旦预期没有实现，彼得·林奇的做法是马上将这笔投资处理掉。很简单，当初这笔投资所基于的购买预期没有实现，那么也就不再有继续持有的理由了。正如彼得·林奇所说：“你没有持有‘流动性’的操作也是彼得·林奇成功投资的精髓所在。与此同时，彼得·林奇还会少量持有以后可能会有兴趣或可能有机会公司的股票，因为这样的操作会提醒他继续对其保持适当关注。当然，这并不意味着看到所谓的‘机会’就草率做出决定。无论是纳尔逊少将