



■金牛评委特约专栏

被动投资需警惕系统性风险

□招商证券 宗乐

大多数投资者都知道，按照投资方式来划分，主动投资和被动投资是两种最基本的投资策略。主动投资是指投资者希望通过积极主动的择时策略和(或)选股策略来战胜市场，获取更高收益；而被动投资则以跟踪某一特定指数为投资目标，一般选取目标指数成分股为投资对象，获取与指数相近的投资收益，而不主动寻求超越市场的表现。

在先锋(Vanguard)集团的大力宣传下，被动投资理念逐渐深入人心，投资大师巴菲特曾经多次公开呼吁投资者关注指数基金，就连近期被美国总统奥巴马正式提名的下任美联储主席候选人詹尼特·耶伦(Janet Yellen)也将相当高比例的个人资产投资于股票指数基金。

全球来看，大量的国际资本在过去几年持续流入环球股票ETF，带来股票型ETF规模的成倍增长，显著超过了同一领域的主动型基金的规模增速。国内来看，随着近年来形式多样的ETF产品在沪深两市陆续上市，越来越多的国内投资者开始关注这种交易成本极为低廉的被动投资产品，并逐渐体会到了ETF操作透明、换手率低、费用低廉等优点。甚至有人预测，ETF将会发展成为证券投资基金的主流品种。

■操盘攻略

行业配置侧重防御

□天相投顾 张春雷

受宏观经济增速逐步企稳向好、改革红利释放预期等因素影响，2013年以来，A股市场结构性行情得到充分演绎。截至10月17日，创业板指数、中小板指数和深证综指，分别上涨85.33%、23.15%和21.04%，但上证指数则小幅下跌3.55%。其中，创业板无疑迎来了一波牛市。

展望11月及12月，考虑到CPI快速回升、央行频繁滚动逆回购操作，预计流动性仍将整体中性偏紧；从PMI等先行指标来看，经济增速也有望再度趋缓；而且，随着三中全会的结束及改革措施的公布，此轮行情的重要推动力量或将减弱。因此，我们认为11月及12月，权益类基金投资应渐趋防御，重点关注选股能力强的基金。

大类资产配置

大类资产配置方面，建议如下：积极型投资者可配置15%的主动股票型基金、40%的混合型基金、5%的指数型基金、10%的QDII基金、30%的债券型基金；稳健型投资者可配置10%的主动股票型基金、35%的混合型基金、5%的指数型基金、5%的QDII基金、35%的债券型基金、10%的货币市场基金；保守型投资者可配置5%的主动股票型和混合型基金、30%的债券型基金、65%的货币市场基金。

然而凡事都有两面，除了前面提到的诸多优点之外，ETF也有其特有的局限和风险，基金投资者应加以防范。

尽管长期来看，被动投资可以充分发挥费用低的优势，并获得超过主动投资的收益回报，但由于被动投资不考虑未来市场的潜在风险，只是简单机械的跟踪指数，因此仍有可能面临较高的系统性风险。

以美国市场为例，我们假设某位投资者在上世纪最后一天——1999年12月31日，买入了SPDRs Standard & Poor's Depository Receipts，在美上市的跟踪标普500指数的ETF，随后一直不做任何交易。三年之后，他的ETF资产则仅余初始投资的60%，这是由于标普500指数三年间的累计跌幅高达40%。如果他继续持有，则需等到2007年的夏天才能回本，这意味着在长达7年半的时间里，他的收益率接近为零。

而更令他意想不到的是，新一轮市场调整接踵而至：从2007年10月到2009年3月，大约一年半的时间内，标普500指数的累计跌幅超过了50%。这一次，他还需再等4年才能再次回本。

可见，ETF所面临的系统性风险在历史上曾经多次出现，令被动投资者的资产大幅波动，而在相当长的时间内投资者都处于亏损状态，前面例子中的投资者就经历了十余年

的痛苦煎熬。

当然，我们可以将时间区间拉得更长一些，比如20年或者30年，不难发现，不论投资者在何时买入SPDRs，都会获得正的投资收益。其中的道理不难理解：时间越长，市场短期波动带来的负面影响越小，长期收益为正的概率越大，被动投资的成本优势则会得到更充分的发挥。

综上，笔者认为，如果基金投资者投资规划时间有限，或者对中、短期的投资收益有一定要求，则不应忽视ETF所蕴含的系统性风险，以免承受不必要的投资亏损和机会成本。

众所周知，大多数股票指数在编制时，或多或少的考虑了股票市值的作用，有些指数则直接以股票市值为权重编制而成，这将导致ETF把更多的资产配置于那些被高估的股票中，而对估值偏低的股票则配置较低，从而加大了投资风险。无形中，ETF投资者成为了追涨杀跌的趋势投资者。

与之相反，主动型基金的基金经理则有可能通过对某些个股进行“低买高卖”，获取超额收益，或者在发现某些板块被过度炒作时，通过低配或不配该板块的股票来规避风险。

在2000年美国科技股泡沫崩溃时，标普500指数中科技板块的占比高达21%，在2007年金融危机爆发时，标普500指数中金融板块的占比则高达22%。如果市场指数

对某些板块配置过高，则很可能预示其未来崩溃的潜在风险正在提升，此时被动跟踪该指数的投资策略无异于自讨苦吃。历史经验多次证明，市场指数的健康程度也是被动投资者应重点考虑的因素之一。

不可否认，风险蕴藏着机会。在某个板块上涨初期，由于市场情绪等因素的作用，被动投资的ETF往往受益于趋势推动而加速上升。但是，在该板块的个股经历过一个非理性的加速上升阶段之后，回调迹象开始显露之时，及时退出才是明智之举，如果此时仍旧一味坚持被动投资，则可能会蒙受板块回调所引发的巨大亏损。

对于市场敏感度较高的投资者来说，可以充分利用被动投资的这种特性，在某个板块启动初期，买入专注跟踪该板块的行业ETF，并在接近顶峰时卖出，通过短线交易获取丰厚的投资收益。对于普通的基金投资者来说，择时实在是一件相当困难的工作。

总的来说，每一种投资策略都有其特定的适用性，来针对不同的市场环境，主动投资和被动投资也各有优劣，不能简单判断二者之高下。基金投资者需结合自身的投资规划、收益预期、市场经验以及跟踪指数的健康程度等多个因素，选择适合自己的投资策略和基金品种，盲目从众和主观武断都是投资大忌。

■全景扫描

一周ETF

A股ETF连续三周净赎回

上周市场震荡走低，上证指数周跌幅达1.54%。ETF基金近九成下跌。场内申赎方面，HS300ETF和广发500ETF由于联接基金的转入，规模均成倍大增。除此之外，A股ETF整体连续第三周出现净赎回，上周总计净赎回12.618亿份。

上交所方面，上证50ETF上周净赎回1.81亿份，成交26.68亿元；上证180ETF上周净赎回2.27亿份，成交8.57亿元；华泰柏瑞沪深300ETF上周净赎回2.21亿份，成交32.99亿元。HS300ETF和广发500ETF规模分别增长32.59亿份和9.79亿份。深交所方面，深证100ETF上周净赎回2.53亿份，总份额降至226.47亿份，周成交额为14.24亿元。(李菁菁)

ETF融资余额再创新高

交易所数据显示，截至10月17日，两市ETF总融资余额再创历史新高，达198.37亿元，两市ETF总融券余量为3.29亿份。截至10月18日，华泰柏瑞沪深300ETF融资余额占其上市可流通市值比例已达74.07%，后市的价格下跌、规模缩水、融资余额增长都会使其突破75%的比例上限，突破上限后融资买入将被暂停。

上交所方面，ETF总体周融资买入额为10.59亿元，周融券卖出量为7.50亿份，融资余额为182.43亿元，融券余量为1.64亿份。其中，上证50ETF融资余额为59.02亿元，融券余量为3112万份。深交所方面ETF总体周融资买入额为9339万元，融券卖出量为1.81亿份，融资余额为15.94亿元，融券余量为1.65亿份。(李菁菁)

一周开基

QDII基金净值涨幅领跑

上周上证指数报收2193.78点，周跌幅为1.54%。银河证券统计，351只标准股票型基金净值平均下跌1.79%，138只标准指数型基金净值平均下跌1.59%，43只偏股型基金(股票上限95%)平均下跌1.74%，72只灵活配置型基金(股票上限80%)净值平均下跌1.80%，37只股票型分级子基金(进取份额)净值平均下跌3.44%。债券基金上周受市场影响表现不佳，66只普通债券型基金(一级A类)上周净值下跌0.19%，86只普通债券型基金(二级A类)上周净值下跌0.33%。受短期利率上行影响，货币基金与短期理财收益依旧表现稳健。

351只标准股票型基金上周超九成下跌。其中，国泰估值优势股票(LOF)表现最优，上涨1.29%。138只标准指数型股票基金仅两只上涨。其中，华夏上证主要消费ETF发起式表现最优，上涨1.32%。QDII基金本周受外围市场影响表现良好，除大中华股基下跌0.11%外其余全部上涨。债基方面，66只普通债券型基金(一级A类)中汇添富信用债券(A类)表现最优，上涨0.41%。(银河证券)

一周封基

折价率小幅收窄

截至2013年10月11日，纳入统计的20只封闭式普通股票型基金表现良好。周净值平均下跌1.11%，平均价格下跌0.40%，平均折价率为10.10%，折价率小幅收窄，近两个月持续震荡。从净值表现来看，嘉实泰和封闭表现最优，周净值上涨0.23%。随着封闭运作期结束，选择合适基金把握封转开机会亦不失为一种良好的投资渠道。

纳入统计的29只封闭式普通债券型基金(一级)上周表现不佳，周净值平均下跌0.09%。其中，汇添富季季红定期开放债券表现最好，周净值上涨0.29%。价格方面，封闭式一级债基平均价格上涨0.04%，平均折价率1.00%，折价率较上周微幅收窄。纳入统计的27只封闭式债券型分级子基金(进取份额)上周表现不佳，周净值平均下跌0.34%。(银河证券)

偏股型基金：注重选股能力

注重基金选股能力

债券型基金：逐步提高“债性”

统计局数据显示，三季度GDP增长7.8%，较二季度明显回升0.3个百分点，但根据天相宏观组预测，四季度增速可能再度放缓。另外，在CPI快速回升但整体可控，央行连续采用逆回购的背景下，预计11月、12月流动性仍将维持中性偏紧格局。而从债券收益率水平来看，债券市场经历6月份以来连续五个月调整后，目前债券到期收益率已普遍处于相对较高水平，配置价值显现。以银行间市场企业债为例，截至10月12日，AAA级企业债1年期收益率已升至5.05%，高于年初0.59个百分点，AA级企业债1年期收益率则升至5.86%，高于年初0.81个百分点。因此，在经济增速有望适度放缓，收益率普遍处于历史高位的情况下，债市的交易机会有望来临，但受限于相对偏紧的资金面，收益率回落幅度或相对有限。

综合来看，我们认为在适度降低权益类基金配置比重的同时，应更加重视基金的选股能力及其行业配置。关注历史业绩优异、选股能力突出，行业配置偏防御的基金。具体来说，对于基金的行业配置，一方面可关注受益于经济结构转型、业绩增长相对明确的消费服务类行业；另一方面，关注具有估值优势的地产、建筑、银行等行业，而对于IT、传媒行业虽长期看好，但或面临阶段调整。

对于债券基金，我们认为10月

积极型投资者配置比例



稳健型投资者配置比例



保守型投资者配置比例

