



## 银华系分级再现上折 银华中证转债分级基金即将折算

银华基金8日公告，旗下银华中证转债债增强分级基金净值达到基金合同规定的不定期份额折算阈值1.500元以上，触发不定期份额折算条款，将进行向上份额折算，折算基准日为1月8日。这是继银华沪深300后，2015年又一只“上折”的分级基金。刚刚完成折算的银华沪深300两类子份额也于8日10点30分后开始恢复交易，“上折潮”或将成为继“套利潮”之后，分级基金的又一大市场关注热点。

银华中证转债分级是以中证可转换债券指数作为标的指数的指数增强型基金。同时，作为债券分级产品，银华中证转债分级子份额转债A与转债B比例为7:3，初始杠杆为3.33倍，高于股票型分级产品。而其投资标的可转债本身兼具股性与债性，高杠杆叠加蓝筹特征使得该基金“股性”在年底蓝筹行情中得到充分表现。Wind数据显示，2014年全年，银华中证转债分级母基金复权净值增长率为57.61%，银华转债B净值累计涨幅高达210.94%。

分级基金的上折一直被看作是牛市行情开启的风向标。上折将提升B类份额的杠杆水平，例如已完成折算的银华300B的净值杠杆由原先的1.5倍左右恢复至2倍的初始杠杆水平，是目前所有跟踪沪深300指数的分级基金中最高水平。对于银华转债B来说，完成折算后，转债B将恢复3.33倍的初始杠杆水平，吸引力也将再度上升。

根据过往经验，上折后B类份额杠杆恢复，如果基准指数不出现大幅波动，二级市场可能将出现连续涨停，这也为不同风险收益偏好的投资者提供了多个投资机会：对于高风险偏好投资者来说，可通过二级市场买入B类份额，赚取短期收益，也可选择通过申购母基金后进行分拆的方式获得B类份额；对于低风险偏好投资者来说，套利投资者申购的母基金及B类份额折算出的母基金最快可在1月9日后开始在场内分拆卖出，A类份额面临集中抛压，场外A类投资者会迎来短线投资机会。此外，B类份额的疯狂在使得整体溢价快速升高时，也会带来套利申购的良机，套利爱好者可重点关注。（张昊）

## 国寿安保基金： A股盈利增速有望回升

国寿安保基金认为，2015年经济将向新常态过渡，增速放缓，但在改革预期和宽松政策推动下，经济波动区间收窄，总体流动性继续维持相对宽松的状态。同时，在宽松的政策环境以及需求的边际改善下，A股盈利增速以及ROE有望出现回升。

具体而言，2015年上半年经济将在下行与政策托底稳增长之间纠结寻底；下半年财政政策将开始发挥主导作用，打破通缩循环，经济增速趋缓。届时，PPI同比有望转正，但CPI仍处于低位；2015年后，随着物价回升，经济恢复内生动力，开始走出U型底部。在各项宽松政策和改革措施之下，经济出清加快，实际利率下降，民间投资入场，经济内生动力得以恢复。

在大类资产配置方面，基于对经济增长、通胀、流动性以及改革预期的判断，结合美林投资时钟，国寿安保基金认为2015年中国宏观形势处于U形衰退期寻底，并逐步向复苏期过渡的阶段，投资者应主要配置权益类资产，其次是固定收益类资产，商品资产、现金类资产表现相对偏弱。（曹秉瑜）

## 天弘淘宝店新年上线

最具互联网基因的天弘基金新年又出大招，天弘基金淘宝店将于2015年初正式上线，首期主打权益类产品，余额宝团队打造的又力作——“容易宝”指数系列也将在淘宝店发售。

据了解，天弘基金淘宝官方店首页主题为“天弘基金淘宝店，好的不止余额宝”。天弘基金“爆款店”首推“三大神器”，分别是“挖掘神器”天弘永定、养老神器”天弘安康养老、“炒股神器”容易宝，神秘的“容易宝”指数系列也将在淘宝店上线后择机发售。

天弘基金表示，淘宝店是一个非常重要的平台，目前开淘宝店是一个新的契机。2013年天弘基金为广大客户提供了余额宝，今年为大家推出“容易宝”来把握市场机会。据悉，天弘基金淘宝店上线后，将举办系列活动，回报淘系平台用户，例如收藏店铺送集分宝，体验送集分宝等。（曹秉瑜）

## 华商着力提升服务品质

基金业协会发布的最新数据显示，2014年基金公司总体资产规模为4.51万亿元，相比2013年末增加了1.5万亿元，规模增长近五成。与规模同步提升的还有基金公司客户服务的意识和质量，特别是在竞争日益白热化的当下，提升客户服务体验、及时跟进客户需求、提高客户服务满意度，已成为基金公司留住客户、提升品牌形象的重要举措之一。

近年来，随着规模与业绩的稳步提升，华商基金在客户服务方面也足了工夫，仅2014年，华商基金就开展了大大小小数十场不同规模的线上线下客户活动。华商基金相关负责人表示，客户是基金公司的生命线，客户意见中的很多信息直接有助于基金公司产品设计与营销策划方案。从这个角度来说，客户满意度调查有利于增进基金公司与客户之间的良性互动，从而提升基金公司的服务内容和品质。（曹秉瑜）



### 单边市导致策略失灵

# 股指“任性”重创量化基金

□本报记者 李良

近年来顺风顺水的对冲量化基金，在去年四季度以来的股指飙升中栽了个大跟斗。

来自WIND的数据显示，截至今年1月6日，最近3个月时间里，纳入统计的227只量化型私募产品中，多达120只产品出现亏损，亏损幅度最高的达到21.18%，而同期沪深300指数飙升了40%以上。

更糟糕的是，由于大盘股上涨势头不减，量化私募基金产品的亏损面有可能继续扩大：按照最近一个月的数据计算，截至1月6日，亏损的产品数量增至133只，亏损最严重的量化私募产品在最近短短一个月时间损失了18.23%。

### 都是“贪婪”惹的祸

少数“大象”引领股指单边飙升，是众多对冲量化产品近期大幅亏损的重要原因。

某私募人士向记者表示，最近几个月里业绩遭遇大幅回撤的量化对冲基金，多是采用市场中性策略。这种对冲策略的模式主要依靠同时做多股票和做空股指期货的方式来获取股票组合的超额收益，股票的选择通过量化模型或精选个股，而做空股指期货则意在剔除系统性风险。在过去几年的震荡市中，这种产品几乎不承担市场波动所带来的风险，业绩回撤幅度小，收益也稳定，被视为对冲量化基金产品的最优选择。

“或许是好日子时间太长了，大家都忽视了风险控制。为了追求更高的收益率，很多市场中性策略的量化对冲基金，其股票选择与股指期货成份股之间的偏离度越来越大。很多产品在重仓中小盘股的同时，放空股指期货，这已经不是在对冲风险，而是想获取中小盘股上涨与沪深300指数下跌的双重收益。”该私募人士感叹，“谁能想到市场风格的转变如此迅

速而且激烈，以前可以获取双重收益的所谓中性策略，现在变成了叠加亏损的绞肉机，不仅要承受中小盘股的快速调整，还要承担放空股指期货导致的巨额亏损。”

### “跑马圈地”或受阻

在去年四季度以前，执行中性策略的对冲量化基金可谓顺风顺水：相对稳定的收益率吸引了大量低风险偏好的资金进入，一些大中型私募基金公司更是将其作为重点发展对象。但在短短几个月的业绩大幅回撤后，这

## 量化投资折戟蓝筹行情

□本报记者 张昊

刚刚过去的2014年被称为A股“宽客”年，量化投资在前三季度的市场中大放异彩。但随着市场风格四季度以来的剧烈切换，多只排名领先的量化投资基金并没有继续保持优势，“宽客”们在经历了一段辉煌后便遭遇一场危机。随着市场趋势日渐清晰，“宽客”们也在寻找新的应对策略。

### “宽客”折戟蓝筹牛市

仅仅在两个多月前，量化投资基金还是基金行业一颗耀眼的明星。直到2014年10月初，年初以来的基金收益排行榜上，量化基金曾经在前5席中占据2席，国外市场占据主流的量化投资大有迅速普及之势，某只排名靠前的公募基金规模一年之间增加了10倍。在很多基金持有人看来，带“量化”二字的都是好基金，虽然他们中间很多人并不明白什么是量化投资。

“量化投资是一种科学态度，我们不能保证每一次投资都能挣到钱，每次买卖股票都在

些私募基金不得不重新思考对冲量化基金的发展策略。

上海一家中型私募基金的相关人士就向记者表示，在去年，该私募基金公司招聘了不少量化投资人才，重点布局各种类型的对冲量化产品。“这也是顺应市场发展的潮流。毕竟，从过去的历史业绩来看，这种相对稳定的产品更容易吸引客户，令资产管理规模快速增长。更重要的是，这种产品的核心在于策略制定，规模扩张并不会摊薄业绩。”该人士说，“但最近几个月，大家元气

## 量化投资折戟蓝筹行情

300只以上，但是至少保证150只以上的股票挣钱，保证胜率是50.1%。量化投资的基本原则则是靠大数据、大概率来赚钱。”深圳一家公募量化投资经理表示。

量化基金在2014年前三个季度崭露头角，和当时的市场环境有很大关系。2014年前三季度，小市值股票是行情的主导。有市场人士表示，2014年是A股历史上市值与股价涨幅相关性最大的一年之一。因此，很多量化模型都提高了小盘因子的权重，在当时的行情下，这样可以轻松地获得超额收益。

但市场风云变幻。当蓝筹行情到来之后，小市值股票出现“踩踏”，被动投资的量化模型一时难以适应市场风格的迅猛切换。上述深圳公募基金经理还表示，由于量化投资领域的模型出现了趋同的趋势，一旦市场风险爆发，就会出现连锁反应，导致业绩剧烈波动。

### “宽客”急寻应对招数

那些建构量化投资模型的金融工程师被称为“宽客”。在业绩出现下滑之后，“宽客”

大伤，客户咨询、赎回的电话都快打爆了。要知道，对冲量化产品要累积业绩是很不容易的，一下子回撤这么多，还不知道什么时候能够补回来。”

不过，某私募投资经理认为，随着时间的推移，在市场调整之时，匆忙调整模型会影响模型的稳定性。“应该让模型自己去学习市场的变化，把握好既有的节奏。”

另一些“宽客”们则认为在市场风格切换时，要及时调整模式，才能跟上市场的节奏。景顺长城基金量化及ETF投资部投资总监黎海威表示，当市场的风格出现明显转换，主动调整因子的权重是必要的。在当下的市场中，对于去年曾经取得成功的量化模型而言，成长与价值之间应该更加平衡。黎海威认为，仅仅靠模型自主学习，会存在一定的滞后性。并且，动态模型的设置难度很大，技术含量很高。

事实上，量化基金并没有全军覆没，在公募基金近一年的收益排行中，依然有量化基金挤进前十。黎海威认为，量化投资的优势在于取得稳定的收益，降低主动投资的风险。“量化投资在国内开始深入人心了，未来依然有很大的发展空间。”

# 各路资本强力关注新三板

## VC/PE将入局厮杀

做市商交易模式于去年8月顺利推进，竞价交易模式预计将在今年择机推向市场。

新三板市场的快速发展，得益于挂牌程序更便捷、成本更低廉。据了解，新三板挂牌审核周期较短，平均支付的中介费用仅150万元左右，且地方政府一般会提供财政补贴，总体费用不及创业板挂牌的十分之一。

扩容迅猛的新三板市场受到各方资金越来越多的关注。对于VC/PE来说，在IPO受限的情况下，通过新三板实现部分被投资项目股权转让，不失为一条绝佳的退出途径。

“很多新三板概念企业早已是VC/PE机构的盘中菜，只不过当时未曾套上新三板的帽子而已。”宋绍奎在投中研究院最新发布的研报中表示。近几年来，围绕新三板主题，有一批新兴创投机构迎风而起，在新三板市场上极为活跃，如早期涉入的东方汇富，近期踊跃参与的天星资本、风博投资等。上述机构主要围绕新三板主

题开展投资行为，或在企业挂牌之前进入，或在挂牌之后参与，对新三板标签企业的升值空间寄予厚望。一些老牌的VC/PE机构，如启迪创投、深创投、九鼎投资、达晨创投等参与的挂牌企业数量居前，其中存量项目占据不少比例。与此同时，部分机构开始发行新三板主题基金，在存量投资基础上，加大对新三板市场的布局。

### 战况激烈

新三板挂牌企业数量将在很长一段时间保持较高增速。综合企业诉求、监管精力等多方面因素，投中研究院预测，2015年底总挂牌数量有望达到或突破3000家，2016年总量预计达到5000家左右。

面对滚雪球式的增长步伐，新三板分层机制将于今年投入运行，一方面针对不同企业诉求开展最佳引导和管理模式，另一方面以“优胜劣汰”的自然法则刺激挂牌企业实现更快发

# 信托资金加速逃离房地产

比下降14%。其中，房地产集合资金信托的发行、成立规模的下滑程度尤为瞩目。在2014年四季度，共发行485.8亿元的房地产集合资金信托计划，而在2013年同期，这一数据为1253.4亿元。这意味着，四季度该类信托产品的发行规模同比下降61.2%。

同期，房地产集合资金信托的成立规模为355.6亿元，与2013年四季度的1010.2亿元相比，下降64.8%。

此前，中国信托业协会专家理事周小明表示，随着今年二季度开始暴露的房地产行业风险，预计资金信托投向房地产领域或将更为谨慎。

### 信托业务收入料现断崖式下跌

实际上，前述数据已经印证了周小明的判

断。中国证券报记者了解到，目前信托资金流向房地产领域已经受到监管部门、信托公司以及市场等多重因素的制约。

一位不愿具名的信托公司高管对记者透露，目前监管部门对其公司开展房地产集合资金信托业务采取了“严防死守”的态度，要求单体超过5亿以上的项目不予受理，商业地产项目不予受理，一二线城市以外的项目要求谨慎。该人士说：“尽管目前监管部门对信托公司采取一司一策的监管方式，但总体而言，对各家房地产信托业务的监管应该是大同小异的。”

另外，信托公司出于风险考虑，亦收紧了房地产集合资金信托业务。一位房地产信托经理对记者透露，2014年其公司的几个房地产集合项目暴露风险后，目前公司已暂停了新的房地

产集合信托项目，要求只能做单一通道类地产业务。

此外，多位业内人士向中国证券报记者表示，随着房地产集合信托收益降低，尤其是A股市场赚钱效应显现，一些房地产信托资金开始流向A股市场，更加剧了这一类产品的发行困难。

实际上，作为信托公司业务收入重要来源之一的房地产信托，其发行、成立规模大幅下降将对信托公司2015年的信托业务收入产生较大影响，而这已经引起一些信托公司的重视。某信托公司高管对中国证券报记者透露，近期其公司对2015年的信托业务进行了测算，发现业务收入将下滑四分之一，出现断崖式下跌，而这可能是不少信托公司要面对的局面。

## 转债市场亟待松绑

转债的“池塘”面临枯竭，众多投资机构的转债产品将面临无标的可投的窘境。

转债由于其独特和优良的特性，广受机构及专业投资者青睐，同时也是发行人非常喜欢的融资工具。既然有供求双方的一致需求，可转债市场照理应该有很好的发展空间，但为何在国内长期面临供给不足的局面呢？究其原因，最大的障碍来自过时的法规限制。

2006年出台的《上市公司证券发行管理办法》规定，发行可转债需要满足最近三年加权平均净资产收益率不低于6%、可转债融资后公司的累积债券余额不超过净资产的40%的条件，并对净资产不足15亿元的公司发行可转债有提

供担保的要求。这些条款是参考当时公开增发门槛而设置的。但时过境迁，随着定向增发办法的出现，由于其门槛低、限制少、操作灵活，很快就成为主流再融资工具，而公开增发几乎绝迹。目前对定向增发股票早已没有盈利要求，而可转债的风险远小于股票，对发行可转债的ROE要求已没必要，也不符合市场化趋势。至于发行可转债的担保要求在目前企业债券大发展，同时监管层希望打破刚性兑付的背景下更是有修改的必要。

从海外实务看，海外中小企业发行转债非常普遍，而且小公司的股票因为风险高同时市场流动性差，发行可转债要比直接发行股票容

□兴业全球基金 杨云

尽管广受欢迎，但受制于容量，转债市场一直是个小众市场。2010年以来，由于中行、工行、石化、平安、民生等几个百亿大盘转债的陆续发行，转债市场规模开始大幅增长。随着转债市场扩容，市场上以转债作为主要投资对象的产品也日益丰富，经统计，目前市场上以转债作为主要投资对象的公募基金就有15只，此外还有不少专户产品以转债为主要投资标的，保险机构和其他公募基金等也是转债市场的常客。然而，近期随着股市的回暖，这些“失象级”转债陆续被强制赎回，转债市场再次面临大幅萎缩。由于