

熊市更宜投ETF基金

□本报实习记者 杨博 北京报道

2008年DWS商品证券A类基金的投资回报率-45.9%，投资者不仅损失了资产，还要支付税金，因为该基金去年将三分之二的资产净值作为资本收益进行了分配。遗憾的是，这不是唯一出现这种情况的共同基金：晨星公司称，去年有30多只年回报率超过-21%基金将其30%以上的资产净值作为资本收益进行分配。

受此影响，越来越多的投资者对费率低、流动性好、透明性高的交易所交易基金(ETF)的偏好日益升温，去年九月开始，金融危机逐步加深，税费优势也为ETF锦上添花。

三大优势

ETF现在比比以前更受追捧的主要原因在于，它让财务顾问拥有了更好地控制客户投资组合的能力。其一是透明性高。任意一天里ETF的投资组合都能清晰地展现出来，这满足了顾问们进行实时投资管理、减少财产损失的需要。相比之下，共同基金则要求在一年内4次公布其股份持有情况，就这一点，ETF具有更显著的优势。

其二是流动性好。由于股市和债市仍持续较高的波动性，ETF固有的流动性变得比任何时候都更有价值。

第三是ETF免商收取费用的较低，也让它在当前绝大多数回报都缩水的环境下更显出优势。

去年10月和11月股票市场的巨幅波动，增加了很多投资顾问对ETF的依赖度。道富环球投资管理公司高级董事安东尼·罗彻特说：“在回报减少，市场变幻莫测之际，从费用的角度出发决定如何支付，或许是你还能掌控的少数几件事之一。”

持有一个ETF的年平均费用大概是投资组合总值的0.25%，相比之下，共同基金的费用则通常在1%-2%之间。而一旦销售费用、佣金和交易费用这些不要求基金经理公布的费用增加，投资者在共同基金上的回报就要比预期少很多。

ETF费用更低的原因在于，它主要是通过跟踪指数进行被动式的管理，而大部分共同基金往往是主动管理。

ETF跑赢标普500

道富环球投资公司策略与研究部门主管汤姆·安德逊日前指出，截至2008年末，美国ETF管理的资产总额减少740亿美元至5340亿美元，缩水12%，相比之下，同一年标准普尔500指数则下降了37%。

巴克莱全球投资公司iShare研发主管诺尔·阿查德说，去年，投资者从传统美国共同基金中撤出超过1700亿美元的资金，并将1760亿美元投入ETF。

正如2008年个人股票投资均遭失败一样，重点投资股票的ETF也遭遇了有史以来的最大跌幅。而固定收益、基于商品、非杠杆化的ETF则在资产方面取得了最大增幅。

去年大多数共同基金差强人意的业绩促使投资者将ETF从其投资组合的边缘转移到资产配置战略的核心，诺尔·阿查德说：“比起把钱扔进不那么明确的投资工具里，具备成本收益的投资工具所提供的基准回报，对达成个人财务目标的贡献会更大。”

休斯顿钱图顾问公司(Money Map Advisors)在2005年转向全ETF策略，以对资产配置进行更精确的目标定位，避免因投资种类不定而造成目标扭曲。相对与共同基金，拉谷萨倾向于通过ETF来实现更精确的商品配置。目前市场已出现单一商品ETF及多种商品组合ETF，拉谷萨更乐于持有PowerShares数据库商品指数追踪基金(DBC)，在过去十年里，这只基金跟踪的德意志银行流动性商品指数年回报率比道琼斯AIG商品指数和高盛商品策略都高出至少10%，而后者恰恰是典型的基于商品的共同基金跟踪指数。

一些风险

尽管如此，潜在陷阱依然存在。今年ETF投资者需要警惕的一件事，就是随着更多ETF担保人关闭商铺，其交易费用可能会因此提高。总部设在纽约的SPA ETF主管丹尼尔·弗雷德曼表示，由于固定收益和基于商品的基金已经吸引大量现金，投资者大多开展交易而不是一味保有，当前股票基金赚钱变得非常困难，预计到2009年底，ETF数量将减少25%，这意味着竞争将会减少。

晨星公司的数据显示，2008年共有57只基金清盘，弗雷德曼预计今年会有更多基金重组和摘牌。

规模较小的ETF能否生存下来将取决于市场上的基金担保人对其支持的意愿有多大，诺尔·阿查德表示，一些企业对其为使ETF回归市场所需做出的承诺估计不足。除了需要加强对投资者的教育，担保人还需继续监控其产品在二级市场的交易情况，随时准备处理因收益变化等引发的问题，并为处理这些问题提供工具。

□本报记者 李豫川 北京报道

经历了2008年业绩惨淡的洗礼，许多对冲基金公司都面临着投资者撤资、管理费收入锐减的双重打击，不得不谋求新的发展机遇，它们放下身段，不再将目光停留在机构和高净值人士，开始争取那些不够对冲基金门槛的中小投资者，甚至推出自己的共同基金，AQR资本管理公司(AQR Capital Management)就是其中之一。2009年1月16日，AQR资本管理公司发行了10年来的第一共同基金——AQR多元套利基金(Diversified Arbitrage Fund)。

熊市也要正收益

AQR资本管理公司是美国的一家大型对冲基金公司，总部位于康涅狄格州格林威治市，成立于1998年，戴维·卡比勒等三位创始人都是原高盛集团的交易员。截至2008年12月31日，该公司管理的总资产约190亿美元，其主要客户为养老金、捐赠基金等机构投资者。分析人士指出，在巨大的生存压力下，对冲基金公司推出共同基金就成了最新的“自救”之举。AQR多元套利基金也是AQR资本管理公司寻求扩大客户队伍的众多努力之一。

截至2月底，这只新基金的净值微幅上涨了0.15%，但与同期标准普尔500指数大跌12.5%的业绩相比，AQR多元套利基金可谓是颇有斩获了。

戴维·卡比勒说，他们打算将以前仅限于对冲基金客户的投资策略推广到普通投资者，吸引个人投资者有助于促使他们这样的对冲基金公司更好地平衡其投资组合。但他们并不期望类似AQR多元套利基金成为公司的旗舰产品，或者成为普通投资者

金融海啸未危及香港基金业营运

□本报记者 贺辉红 深圳报道

金融海啸给全球金融市场带来严重伤害，以致投资信心陷入低迷，不过，香港证监会副行政总裁张灼华日前表示，香港地区的证监会认可基金仍运营顺利，一些数据还展示出香港基金业抵御金融风暴的能力。

部分数据表现乐观

张灼华在出席一公开场合时表示，香港2279只认可基金中，仅有3只暂停交易和赎回。这3只基金是因投资新兴市场证券导致流动资金出现问题。她说：“尽管市场动荡不安，投资大幅下降，赎回急剧上升，但基金投资者还是临危不乱。这表明投资者不仅对香港的基金业有信心，也对香港金融监管体系抱有信心。”

金融海啸发生以来，全球各主要股指大幅回落，其中尤以新兴市场损失为右，恒生指数从高点下挫了48%左右。香港投资基金公会数据显示，香港基金总零售净额(扣除赎回额后)由2008年初的1.1763亿美元下降到年底的负5.7320亿美元，降幅587.3%。

张灼华称，香港基金业的状况并不太悲观，并且展示出抵御金融风暴的能力。香港获发牌从事资产管理业务的公司从2007年底到2008年底增长不少于17%，期内有100多家管理公司首次获得了资产管理业务的牌照，17家已持牌的公司于2008年获准增加资

美国基金业遭遇信任危机

□本报记者 陈刚 纽约报道

如果你的共同基金一年亏损了40%，你还会继续信任你的基金经理吗，你还会继续保留在基金里的投资吗？这个问题困扰着很多的美国投资者。去年，美国共同基金的平均亏损幅度达到了39%，其跌幅不逊于标准普尔500指数的跌幅。即使一些基金告诉投资者，他们的亏损率为30%，好于标普500指数的标准，投资者仍然无法释怀。赎回压力增加、不信任情绪蔓延成为美国基金业2009年面临的重大问题。

一些久负盛名基金公司，例如富达投资、先锋集团、美洲基金等去年并没有给投资者带来满意的回报。金融股的投资几乎是所有大型基金公司的伤心地。打开花旗集团或者是美国国际集团股东的名录，截至去年12月31日，富达、先锋等名字排在主要股东之列。鉴于金融股今年的表现，投资者很难对这些基金2009年的回



对冲基金开始转向关注个人投资者，推出共同基金了。

本报资料图

者的重仓产品。他日前对媒体表示：“对冲基金无疑是属于另类投资的范畴，但如果你把‘对冲’的标签撤掉，我觉得它也可以为投资者提供一种多元化的选择。”

多数积极管理型共同基金一般力图通过选股来战胜市场标准(如标准普尔500指数等)，它们也往往被称为“相对回报基金”，而AQR多元套利基金采取一种“绝对回报”策略，它的业绩最终不是以战胜市场为目标，而是要取得正

收益。

戴维·卡比勒说：“采取相对回报策略的基金在市场上行时一般会水涨船高，但我们的绝对回报策略即便在熊市中也要取得优秀的业绩。”

奉行并购套利策略

戴维·卡比勒称，AQR多元套利基金目前采用的是并购套利策略，即在买入一只可能成为收购目标的股票，同时卖空可能出手收购前者的公

司股票，它可以通过在合并双方企业股价差异而获利。同时，该基金还在可转换债券上做套利交易，即在买入一只可转换债券的同时，卖空该公司的普通流通股，这些可转换债券大多具备转换为普通股的选择权，AQR多元套利基金在进行操作时会先计算这种选择权具有多大的折价。

实际上，美国市场早就有这样一些共同基金采用了类似对冲基金的另类投资策略，戴维·卡比勒认为，他们刚刚推出的AQR多元套利基金可能是目前美国市场上唯一一只既采用并购套利、可转债套利，又奉行另类投资策略的共同基金。晨星公司对冲基金分析师纳迪娅·帕巴吉尼斯说，AQR多元套利基金是她迄今所见的第一只采用这种多元套利策略的基金。

尽管另类投资策略在理论上听起来很美妙，但它在实际操作中不一定奏效。这一点在上世纪90年代奉行一时的“市场中性基金”身上得到了某种验证。市场中性基金曾宣布它们可以不受市场的影响取得正向收益，但结果它们多半落后于市场表现。纳迪娅认为，套利策略可能会与市场中性策略一样，让投资者的期望太高，而失望太多。

纳迪娅说：“从理论上讲，套利确实不错，它意味着存在无风险的交易，而实际上市场不存在无成本、无风险的交易。”

戴维·卡比勒称，AQR多元套利基金只有一半的资金投入了证券市场，其净值波动率可能只有标准普尔500指数的30%—50%左右。不过，纳迪娅提醒投资者，套利策略的风险可能要比大家想象的大很多。如果一宗并购交易最终泡汤，那么这样的并购套利策略就可能遭遇失败。事实上，

■观察

美国女性在共同基金业取得职业进步

□Morningstar晨星(中国) 梁汉钗

20世纪90年代中，有几位女性基金经理曾经名扬一时，她们分别是杰纳斯基金公司的海伦·海耶丝、富达投资公司的贝丝·特伦纳、华平投资公司的贝丝·迪托和Cabelli的伊丽莎·巴拉威尔。其中伊丽莎·巴拉威尔后来自立门户，创立了自己的资产管理公司。

时至今日，上述的4位基金经理中的前3位都已经退休，唯独伊丽莎·巴拉威尔还在担任哨兵资本成长基金经理，但她现在的媒体曝光率已经不比上世纪90年代了。

为了解女性在基金业所取得的成就，我们截取了从1998年到2008年美国资产规模最大的200只共同基金的数据，我们惊讶地发现：女性在基金管理行业所取得的职业进步超出了我们的想象。

女性基金经理比例上升

1998年，美国资产规模最大的200只共同基金共有28位女基金经理和324位男基金经理，这意味着1998年美国资产规模最大的200只共同基金中女基金经理的比重为8%左右。2008年，女性基金经理在资产规模最大的200只共同基金中的比例增长了50%，从1998年的8%增长到2008年的12%，分别为44位女基金经理和329只男基金经理。2008年最大的200只基金所雇佣的基金经理数量要比1998年多21位，原因很可能包括：单只基金资产规模的扩大客观上要求更多的投资管理人员；近年来流行的多基金经理制和团队管理策略为很多基金公司所采用。从简单平均数看，1998年资产规模最大的200只基金平均每只配备1.76位基金经理，2008年增加到1.86位基金经理管理一只基金，平均每只基金配备的基金经理也没有超过2位，单基金经理制这种传统的管理模式在现在的美国最大的200只共同基金中仍然有着重要地位。

我们为基金管理业出现越来越多的女性基金经理感到高兴，下面将介绍几位女性基金经理中的佼佼者，来了解她们的投资智慧和管理才华。女基金经理往往被认为相对具有耐心投资、对风险敏感等方面的优势，而在我们介绍的下面4只有女基金经理所管理的基金中，都有着低换手率的特点。(需要说明一下的是，以下提及的基金都采用多基金经理制，介绍的也都是基金经理和其他基金经理一起合作来管理这些基金。)

2008年美国市场上有多起最终流产了的并购交易。

预期收益6%—7%

AQR多元套利基金的最低投资额为5000美元，申购费为1.75%，赎回则不收费。戴维·卡比勒指出，该基金发行时，AQR资本管理公司以自有资金700万美元买入，其最大的资产管理规模将被限制在15亿美元。他说，在目前震荡不已的市场上，AQR多元套利基金的投资者可以期望获得6%—7%的正收益。

戴维·卡比勒称，AQR多元套利基金绝不是一只对冲基金，它的杠杆比例很低，这与普通的对冲基金比起来，它的风险可能更低，当然收益也相对小一些。

一些基金经理喜欢以另类投资策略(包括并购套利)为主的基金，Legend金融顾问公司CEO卢·斯坦纳索维奇就是其中之一。他认为，与普通的共同基金相比，采用另类投资策略的基金有望避免回报率大起大落的局面。他说：“可以认为奉行另类策略的基金为‘乌龟’，普通共同基金为‘兔子’，我们知道谁可能在竞赛中获胜，而且我们不愿意看到业绩的频繁波动。”

理柏公司资深分析师杰夫·托勒霍加认为，类似AQR多元套利基金不应该成为个人投资者投资组合中最重要的成分，因为把这样的基金纳入投资组合的目的应当是出于多元投资、减轻风险。他说：“基金经理大多理解套利策略，但在执行上问题多多。AQR多元套利基金是由一家对冲基金公司发行的共同基金，他们应该有套利交易的成功经验，特别是AQR资本管理公司一向擅长定量投资。”

莎拉·科特兰

堤道国际价值基金

截至2008年三季度末，该基金95%以上的资产配置在非美国股票资产，受国际股票市场大幅动荡的影响，该基金今年截至2月28日损失了大约22%。在区域资产配置上，该基金完全投资于成熟市场，其中配置在英国的股票资产比重为18%，欧洲其他成熟市场的为64%，日本市场为10%。

科特兰在海外投资中奉行价值投资的策略并富有成效，在Hotchkis & Wiley资产管理公司工作了11年后，2001年科特兰和其他创始人一起创立了堤道基金公司。

玛丽·斯坦尼克

Baird集合债券基金

该基金自2004年起每年的回报率均战胜同类美国中期债券基金平均水平。截至2月28日，今年以来由于债市仍持续波动该基金损失了大约1.52%，不敌同类基金。截至2008年末，该基金持有债券的平均信用评级为AA级，其中配置在3A级的债券比重为64.8%，其次为3B级债券评级比重为15%，债券的平均久期为3.71年。

斯坦尼克负责领导这个债券基金的基金经理团队，而在这之前，斯坦尼克在Firstar工作了21年并成为公司的CEO。

苏珊·贝恩

WHG大盘价值基金

该基金成立于2006年6月，资产规模相对较小。基金在2007、2008年和今年以来业绩都较大幅度的超越同类基金和基准指数，这也吸引着资金的进一步流入，资产规模从2007年末的2800万美元增长到2月末的近6800亿美元，这一成绩在哀鸿遍野的股票市场和投资人开始选择赎回基金的背景下相当不容易。贝恩挖掘的大牛股包括Westwood游戏软件公司，难能可贵的是，即使在上世纪90年代后期网络股鸡犬升天的时候，贝恩也没有追逐潮流而是坚持价值投资理念。

黛安娜·斯安博格

道奇&考克斯国际股票

该基金在今年面临着挑战，截至2月28日，该基金今年以来的净值损失大约为21%，排在同类基金的67%，但基金的长期业绩表现良好，最近5年年化回报率排在同类基金的前27%。斯安博格自2001年该基金设立起就作为基金经理联合管理该基金，而且为道奇&考克斯服务了超过20年。