

月度资金净流入规模“逆转”

传统共同基金强势“反击”ETF

□本报记者 高健

自进入“后危机时代”以来，全球基金业内传统共同基金被交易所交易基金（ETF）赶超的趋势就一直存在并被持续强化。然而，对ETF的快速崛起措手不及的传统共同基金行业在今年初开始稳住阵脚：今年2月和3月，全球共同基金行业的资金净流入规模增速出现反弹；而ETF行业的相应增速则有所放缓。

观察人士指出，由传统共同基金与ETF主导的这场抢占全球共同基金行业未来主导权的战役，正在进入“盘中”的鏖战阶段；业内普遍预见的ETF取代传统共同基金的结局，至少在短时间内不会兑现。

逆转态势或成就“分水岭”

根据晨星公司 Morn-

ingstar)发布的数据，传统共同基金与ETF之间资金净流入规模增速“此消彼长”的结果是，ETF在去年12月领先的460亿美元优势已被快速削减至今年3月底的50亿美元。更重要的是，传统共同基金今年2、3月在资金净流入规模上压倒ETF，这还是去年4月以来的第一次。

对于这一“逆转”态势，美国媒体指出，在当前充满不确定性的全球金融市况下，许多投资者更倾向于将资金交予采取灵活投资策略的基金经理人，而非一味盯住某些特定领域的产品作为投资对象。

总部在纽约的基金研究机构策略视野公司（Strategic Insight）高级分析师洛伦·福克斯表示，在投资方面共同基金要更具灵活性；而把资金投入ETF则更像被锁进了一个密闭的

箱子：它虽然会让你免受市场波动的侵扰且为你节省一些投资费用，但在当前市况下，投资者显然不会计较那些投资费用的多与少，因为投资ETF某种程度上意味着一部分资金的损失。

事实上，传统共同基金在今年初显现出的“反击”势头，完全有可能成为其与ETF之间长期竞争趋势的一道分水岭。根据理柏提供的数据，此前从2010年初开始，凭借更低的费用和类似于股票的交易方式，ETF截至2011年底的两年时间内共吸引了高达1420亿美元的净流入资金；而同期的传统共同基金却净流失了高达860亿美元的资金。换言之，二者的“吸金”规模之差达到了2280亿美元之巨。

市况变化促成“此消彼长”

在今年初的此番“逆

转”之前，全球金融业人士普遍预计ETF终将超越传统的共同基金——根据投资公司机构（Investment Company Institute）发布的数据，仅在截至今年3月的12个月中，全球ETF资金规模就增长了15%，一举超过万亿美元大关。

美国焦点股份公司（FocusShares）首席执行官（CEO）埃里克·利克强调，ETF的相对优势主要在于相对低廉的费用和交易过程的透明度，这在“后危机时代”的全球金融市场中，无疑对投资者有着巨大的吸引力；但这也表明，在金融危机给投资者造成的心影响逐渐消散之后，投资者对低费用和投资安全性的需求有所下降之时，ETF将会丧失部分优势。

与此同时，美国缅因州波特兰市市政投资顾问柯

克·克里斯霍尔姆指出，个体产品资金规模过小也是ETF与生俱来的一大弱点。举例来讲，在标普500 SP-DR的ETF系列指数中，有42%的产品个体资金规模不足2500万美元；这意味着，如果你想将投资于其中的资金转移至其他领域，可能不会很快找到有购进意愿的对手方。

美国媒体指出，无论是对低费用的需求弱化还是灵活配置投资资金意愿的强化，都是全球经济复苏总体转暖背景下金融市场环境持续改善的必然结果。而美国加利福尼亚州金融顾问机构克里克塞德伙伴公司（Creekside Partners）首席投资官（CIO）里克·阿什伯恩则认为，ETF快速超越传统共同基金的情况料难出现，二者的“对峙”将会成为未来一段时间内的基金业常态。

他山之石

深度价值策略

简单却不平凡的投资

□晨星（中国）研究中心 张洁

提起价值投资，很多人一定不陌生，大名鼎鼎的股神巴菲特正是价值投资坚定的拥护者。但是何为深度价值投资，很多人可能要因此打上问号。

深度价值投资即一种比较极端的价值投资策略。犹如其名字所昭示的一样，该策略采用自下而上的方式，从基本面出发寻找严重被低估的股票，旨在为投资者提供卓越的长期回报。但这里的“价值”并非简单的“划算”，而是指公司被暂时低估的内在价值充分释放后为投资者带来的巨大升值潜力。因此采用该策略的投资多集中于不为普通投资者感兴趣的一些新兴企业。

虽然国内市场采取深度价值投资策略的基金乏善可陈，但在海外市场，该类基金却占有席之地。根据晨星公司的机构分类标准，美国共同基金市场上现有分属于大盘、中盘和小盘深度价值类基金各有172、48和42只。通常管理该类基金的公司多为投资者耳熟能详的基金公司，例如American Beacon, JP Morgan and PIMCO等。其中也不乏有公司推出专注深度价值投资的系列产品，如富兰克林坦伯顿（Franklin Templeton）公司的互惠系列（Mutual Series）基金。

采用深度价值投资策略基金的优势是显而易见的，即能够为长期投资者提供非常具有竞争力的回报。一只出色的该类基金可以通过有效的控制波动率，在不同的经济周期转换中均能保持稳定的收益，即使在整体经济形势低迷的情况下也能创造相对不错的回报。

虽然高回报的前景十分诱人，但是该策略无论从选股过程或是风险控制上都对分析员和基金经理的投资能力均提出了严峻的考验。投资者必须意识到深度价值中“深度”不仅只针对回报率，而更是指类似冰山一样的风险。

深度投资的选股过程异常复杂，分析师首要的考验就是“自下而上”精选个股。分析师一般通过对企业进行深入的资产和现金流分析来验证股票的真实价值。该策略旨在寻找具有如下特征的公司：稳定的盈利能力、充分的净现金流；可持续的经营模式和具备市场相对竞争优势；良好的企业治理。定量而言，该策略倾向于投资市净值（P/B）低于1，市盈率（P/E）小于7的公司，但这不是一个绝对的标准。最重要的是，分析师更关注寻找这些股票是否具备充分释放内在价值的触发点，这个触发点可能来源于公司运营或是资产结构也或者是市场本身。因此分析师需要从公司的运营者的角度去思考和了解一个公司，甚至有时主动给企业提供相关建议。PIMCO公司的Pathfinder Strategy系列正是这样积极的协助企业寻找和释放触发点的。

风险尤其是下行风险的控制对于采取深度价值策略的投资而言也是至关重要的。研究团队需关注的风险既包括选股风险，如公司是否过度使用杠杆或缺乏公司治理等；同时也包含常见的组合构建风险，如行业风险、整体市场风险和汇率风险等。此外部分深度价值投资还会结合合并套利（Merger Arbitrage）或者问题债务（Distressed Debt）等策略，使产品风险更加错综复杂和难以辨认。

由于深度价值投资型基金因其总体不俗的长期业绩，在海外资产配置中扮演不可忽视的角色；但投资者需充分意识到其高回报的背后需要基金公司强大的投研团队、卓越的分析能力和资金管理能力的支持。因此，投资者在考虑配置该类型基金时需持谨慎态度，选取具备出色分析研究和风险管理的基本公司。

动态

超配美股占比四月份升至27%

美银美林17日发布的月度基金经理调查显示，4月份更多基金经理倾向于增持美国股票。当月超配美国股票的投资者净占比从3月份的14%上升至27%，有意继续超配美国股票的投资者净占比从3月份的2%上升至18%。

由于对全球经济增长前景的乐观情绪降温，投资者自3月份以来大幅增加现金持仓。4月份净占比24%的全球投资者选择超配现金，较1个月前6%的净占比大幅上升，投资者资产组合中现金部分的占比从3月份的4.2%上升至4.7%。与此同时，选择超配股票的受访基金经理净占比从3月份的33%下降至26%。更多投资者增持医药股等抗周期性较强的板块，同时削减原材料等周期性板块的持仓。

美银美林全球研究部门首席环球股票策略师迈克尔·哈奈特认为，在第一季度情绪转向积极并增加风险敞口后，投资者自4月份开始转向更中立的立场，预计第二季度投资者将维持谨慎态度。（杨博）

对冲基金

实现六年来最好首季表现

对冲基金研究公司（HFR）日前公布的数据显示，今年第一季度覆盖2000只对冲基金的HFRI基金加权综合指数上涨4.94%，为2006年以来同期最好表现。该指数在1月和2月分别上涨2.78%和2.12%，在3月份小幅下跌0.01%。

对冲基金创出2006年以来的最好开局表现，但仍落后于股市整体表现。这主要因为基金管理人的仓位配置比较保守。”对冲基金顾问公司亨利斯集团主管查尔斯·格兰达特表示。据统计，今年第一季度标准普尔500指数上升12%。

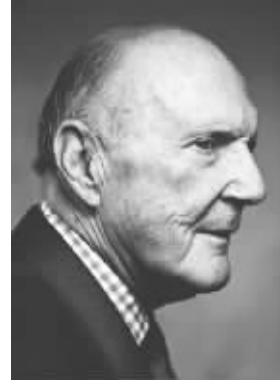
分析人士称，在经历令人失望的2011年后，许多基金经理不愿押注欧洲能够完全解决债务问题，或美国经济将强劲回升，因此其基金配置较为保守。

HFR数据同时显示，第一季度押注科技和医疗保健股上涨的对冲基金实现6.75%的增长，但押注该类股下跌的对冲基金则下跌了10.25%。（杨博）

明星经理

朱利安·罗伯逊：

退役大佬甘当投资引路人



□本报记者 杨博

在华尔街，朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）的名字堪与乔治·索罗斯比肩。他在上世纪八十年代初创立的老虎环球基金是华尔街最早的对冲基金之一，在高峰期管理的资产规模高达220亿美元，曾是全球规模最大的对冲基金。在成立的近20年中，这只基金为投资人带来了85倍的高回报率，其不少投资案例都成为华尔街的经典。

纵横全球金融市场

罗伯逊出生于北卡莱罗纳州，在北卡罗来纳大学获得商业管理学位。1957年，25岁的罗伯逊加盟基德尔·皮博迪公司，并在此后的二十年里成为这家公司最出色的股票经纪人之一。

1980年，罗伯逊离开老东家，用800万美元初始资金创立了自己的投资公司——老虎管理集团。这也是华尔街最早的对冲基金之一。到1998年，这只基金管理的资产规模已经高达220亿美元，其间平均年回报率高达32%。

老虎基金的出众表现离不开罗伯逊的运筹帷幄。他曾准确预测到柏林墙倒塌后德国股市将进入牛市，同时在泡沫破灭前做空日本股市。1992年后他预见到全球债券市场的灾难，并于1993年率领老虎基金伙同索罗斯的量子基金共同狙击英镑，大获成功。

但自1998年开始，老虎基金在投资中频频出现失误，开始走下坡路。1998年，老虎基金大量卖空日元，但日元却意外大幅急升；1999年，罗伯逊重仓美国航空集团和废料管理公司的股票，可是两个商业巨头的股价却持续下跌，老虎基金再次遭遇重创。特别是由于罗伯逊对当时科技股的投资热潮一直感到不安，尽量规避在科技板块的投入，令不少投资人不满。在1998年至2000年期间，老虎基金出现大规模资金流出，最终迫使罗伯逊结束了旗下多只主要基金的业务。

即便如此，老虎基金在成立至清盘的20年里仍然实现了85倍的高增长，相当于同期标准普尔500指数回报率的三倍，也是摩根士丹利资本国际环球指数涨幅的5.5倍。

价格无法创造价值

纵横全球金融市场的老虎管理基金以选股精准著称，但掌门人罗伯逊的投资策略并不独到。作为一名价值投资者，罗伯逊主要根据上市公司取得盈利的能力推算其合理价位，再逢低进场买进、趁高抛售。

我对风险与回报有着不错的直觉。这正是成功投

资的基本要素。”罗伯逊在回忆自己的投资生涯时曾表示，最开始时自己是个专门寻找低价股票的“小气鬼”，但逐步认识到寻找更有增长前景的股票才是更好的选择，“如果一家公司拥有很高的确定性增长，市盈率就不会成为你‘冒险’的阻碍。”

罗伯逊认为，自己并非改变了投资风格，而是更多地意识到并非价格创造价值。“如果你能够以25倍的市盈率购买一只股票，但你有信心这家公司在很长一段时间内能保持20%以上的增长，这样的公司相比于只有7倍市盈率但未来增速可能只有3%-5%的公司更有价值。投资者应该综合公司市盈率和增长前景来判断能否赚钱。”

事实上，在结束旗下基金运营后，罗伯逊依然在不断传播着自己的投资理念。2000年以来，他一直在帮助自己的旧部创立并培育精选对冲基金，这些经罗伯逊指导的对冲基金被业界称为“小虎基金群”（Tiger Cubs）。目前此类基金已经有40多只。

杜拉基资本管理公司创始人、曾在1996年至2000年期间担任老虎基金商品部门基金经理的保罗·杜拉基表示，罗伯逊教会自己三件事，首先就是不断地深入发掘自己的想法，因为你很快就会发现，在所有的想法中只有20%是有用的；第二点就是建立全球的信息网络，在这方面“罗伯逊简直就称得上一个超级名片夹”；第三点是注重公司管理层，即使拥有不错的资产，但管理层不够优秀，也会慢慢侵蚀公司的价值。

责编：李菁菁 美编：王春燕