

■ 热点直击

原君投资梁钧：底部区域安心选股

□ 本报记者 陈光

今年以来，市场出现两波超过200点的上涨行情，不少嗅觉敏锐的阳光私募基金经理抓住了机会，产品净值出现明显上涨。债券基金经理出身的梁钧认为，从大类资产配置角度看，股票市场已处在底部区域，未来2至3年，股市表现将远超固定收益市场以及房地产市场，而当前正是安心选股的好时机。

A股未来空间大

截至2012年5月25日，梁钧操刀的原君1期自年初以来的净值增长率为16.16%，在2327只阳光私募产品中排名88。3月以来，产品表现较为优异，产品净值增长率为17.34%，排名8/2327，而同期上证综指涨幅仅为2.86%，股票型基金近一季度平均复合净值增长率仅为0.4765%。原君1期5月份表现尤为抢眼，单月净值增长率为8.6%，在全部阳光私募产品中排名10/2327，而同期上证综指下跌4.83%。原君1期产品跑赢指数13.43个百分点，而5月所有基金产品的平均复合净值增长率只有2.12%。

2010年以来，A股整体进入盘整期，趋势性行情一直没有出现。进入2012年以后，股指一直在上下300



梁钧 2009年创立原君投资管理公司，担任总经理及投资总监。梁钧在公募基金行业从事投资管理期间，由于在固定收益及股票投资领域均取得了突出成绩，成为为数不多的两次获得金牛基金经理称号的明星基金经理。

点的空间中窄幅震荡。对此，梁钧认为，从大类资产配置的角度看，目前股指正处于底部位置，投资者应安心选股，在未来3年左右的时间里，股票市场的收益将远远大于固定收益市场和房地产市场。

“股票市场牛市正在路上，但还没到，”梁钧从社会无风险收益角度分析后认为，固定收益市场和股票市场就是两台对手戏，“你方唱罢我登台”，而现在就是股票市场最弱的时候，未来必然走入上升

通道。

梁钧认为，由于实体经济发展前景不明朗，CPI数据的低点没有出现，宏观经济尚未进入降息周期，导致固定收益市场仍然处于牛市。固定收益市场走牛说明当前整个社会的无风险收益水平相对较高，因而股票市场的吸引力不足，肯定处于熊市当中。“当固定收益市场的收益率水平开始下降，同时社会的利率水平也开始下降，社会的无风险收益水平下降，股票的牛市就来到了。”

梁钧说，当固定收益市场步入下降通道时，长期资本才会真正从固定收益市场流入资本市场，加之近期源源不断的制度改革红利，股票市场将步步走向牛市。

规避长周期板块

当前，悲观的投资者主要担心经济增长，而乐观的投资者则对政策放松充满预期。梁钧虽然乐观，但不看好未来政策；虽然也担心经济增长，却并不悲观。

“虽然A股被称作政策市，但历史经验表明，没有哪一次的大牛市是完全靠政策推动起来的。”梁钧认为，政策仅仅是市场中的一个变量，必须跟

经济基本面、流动性、制度建设等多方面因素结合起来才能发挥力量。而对于因为政策趋向宽松而信心大增的投资者，梁钧认为，越是大家期待的，越可能让人失望。

梁钧认为，近期无论是货币政策还是财政政策都有不少动作，但政策的边际效用在递减。“比如存准率连续下调，但信贷数据并没有明显好转，行业刺激政策也出台了，但二级市场的反应越来越弱，其实就说明，光靠政策堆不出牛市。”梁钧说，从国际情况看，我国在金融危机中受到的伤害并不深，所以决策层动用强力政策刺激经济的可能性也不高。

不过这并不意味着市场没戏，而经济状况固然不好，但社会无风险利率下降的趋势仍会推动股市上行。梁钧认为，差别只在选股当中。

“由于经济增长方面的担忧，我建议投资者规避长周期品种。”梁钧认为，社会需求恢复可能是个较长阶段，很多受宏观经济影响很大的长周期品种未来并不看好，但相反，一些战略新兴产业则由于前期调整之后估值下降很快，同时又代表未来经济发展方向，应该有较好的机会。

■ 风向标

阳光私募变换打法 围绕政策快进快出

□ 壹私募网研究中心 李镰超

经济基本面与政策预期之间的跷跷板效应是影响近期A股市场的最主要因素。市场的复杂程度前所未有的，阳光私募基金既有的投资思路和投资手法已经无法适应新的形势。其实不仅私募界，在整个投资界也都茫然无措的情形下，跟着改革转思路，围着政策做投资，这种看似“投机”的做法成为最现实的战术和最无奈的选择。

转变投资思路

不同的阳光私募有不同的投资策略。风险厌恶型的私募基金严控仓位，激进型私募基金重仓出击，平衡型的私募基金攻守兼备，风格一旦成型，无论市场牛熊转换，很难改变，但是在今年却发生了悄然的变化。

对于绝大多数阳光私募经理来说，今年的投资思路相当纠结。买蓝筹股，就必须承受未来估值升高的不良预期，而且在市场流动性没有实质性改变的情形下，不仅短期很难获得绝对收益，还得承受经济增速下滑的拖累；买成长股，不得不抵御来自公司的道德风险和与主流政策相悖的导向风险，真是进退两难。

当政策成为主导市场的最重要因素时，各家私募只能将目光聚焦于政策改革上，对思路进行调整。这一点从各家私募近期的表态中已然显露端倪。

朱雀投资李华轮表示，目前中国经济处在一个增长中枢下行的阶段，今年的主线是改革，股市会随着经济改革的开展惠及不同行业而产生一些结构性机会，各种风险偏好的资金最终会回到改革和创新的主线上。

金中和投资执行总监曾军认为，从历史上来看，无论是治理通胀，还是应对经济下滑，政策都有相对滞后、不断加码的倾向。如果政策没有在第一时间做出反应，那么在第二时间肯定会加码。两年前通胀抬头也是这样一个过程，由于第一时间没有及时出台紧缩政策，第二时间出台的政策力度过大。因而，最好的思路就是与政策应对的力度与节奏合拍。

围绕政策快进快出

政策市体现在投资上的一个显著特征就是“一拥而上，一哄而散”，大盘骤冷骤热。整个市场只有政策预期，而缺乏投资逻辑和耐心。这在今年的股市中体现得淋漓尽致。对于大多数私募基金而言，围绕政策做投资，应该是最好的赚取收益的手法。

“A股今年以来的投资主线应该要发生了变化了。”深圳翼虎投资总经理余定恒认为政策博弈的高点已过，近两周来，自己已经逐渐把周期股的仓位降下来，选择成长股，将投资主线转向了大消费和新兴行业。

广东乾阳投资管理有限公司董事长何辉认为，当前阶段政策仍是决定A股市场走势的关键，受益于政策环境的好转，早周期品种的配置价值可能在未来继续显现，但自己在配置上的重点倾向于低估值的蓝筹，看重蓝筹股防御价值。

对于在2月份匆忙放弃中小盘股票而积极配置大盘蓝筹股的私募基金来说，跟着政策所做的战术投资，大多五味杂陈，对于蓝筹股的态度也迥异。前期仓位配置较重的私募基金，在大蓝筹股开始调整之时断然止损出局，而初始配置较轻的私募基金则在上周做了小幅补仓。

“银行股集体面临破净，是好事也是坏事。所幸仓位不高，小补点就是了，长期放着，反正也不是主仓，更不指望能给净值带来什么变化。”上海一位阳光私募投资总监无奈地表示。

责编：殷鹏 美编：马晓军
来稿请寄：yin74@263.net

■ 产品分析

投资债券私募注重“择时+选人”

□ 好买基金研究中心 朱世杰

伴随着近两年股票市场的低迷，私募基金在股票之外的市场上不断创新。今年以来，私募队伍中出现了更多专做债券的私募基金，不仅将绝对收益理念贯彻到底，同时也丰富了产品线。那么这些债券私募基金是否具有投资价值？

为了研究债券私募基金的业绩表现，好买基金研究中心统计了市场上主要投资于债券的非结构化私募基金。其中，佑瑞持自2011年年底以来发行的债券系列基金占同类的绝对多数，数量远超过其他私募基金公司。

多数业绩稳步上升

在所统计的21只基金中，最早成立的是国联荣惠2号（2009年成立），其他基金均成立于2011年和2012年。这21只基金成立以来全部取得正收益，最高的为民晟管理的民晟盘马，在成立不到一年时间里已经取得近20%的收益。从阶段情况看，有7只基金成立于今年之前，今年以来6只取得正收益，仅有乐瑞资产管理的稳健2号出

现亏损。

长期来看，由于主要投资于债券这样的低风险品种，债券私募基金的净值大都保持稳健上升。即便遇到短期债券市场波动，债券私募基金净值下跌也非常有限。这种风险收益特征决定了债券私募基金在私募中的位置，在股市低迷时，债券私募基金会好于多数主投于股票的私募；而在股市上扬时，债券私募基金则会落后。总体来看，债券型私募基金更加适合追求绝对收益的稳健型投资者。

债券基金也激进

虽然债券本身的价格波动较小，多数债券私募的风险及收益都趋于稳健。但是通过不同的杠杆策略，债券基金也能取得和主投股票的私募一样的高收益。

一般来说，结构化债券私募可以通过优先、劣后的结构安排，杠杆放大劣后部分的收益；而非结构化债券私募则可以在投资债券时，通过重复回购，自身产生一定的杠杆。上述统计的21只非结构化债券私募基金中，民晟盘马、鹏扬1期就是采取杠杆策略

来放大收益的代表，杠杆策略的加入也是民晟盘马能够在今年半年不到的时间内就上涨11.20%的原因。以鹏扬1期为例，鹏扬1期主要投资于高确定性的信用债及其回购，先将资金进行信用债投资，再将所购买的债券进行一定比例的质押，回购重新融入资金，在这一过程中赚取信用债收益与质押回购成本之间的差额；而重新回购融入资金又可再投资信用债，并能再次质押回购融入资金，如此反复操作，便能杠杆放大基金收益。此外，鹏扬1期还会在公募封闭式债基、可转债中寻找一些套利机会。

值得注意的是，任何投资的风险和收益都是对等的，杠杆策略在放大债券私募基金收益的同时也同样放大了风险。当债券收益率下滑、回购成本上升，债券收益、回购成本倒挂时，或者债券市场整体低迷时，债券型私募可能出现亏损，而且亏损幅度会成倍于未采用杠杆策略时的情况。因此，债券投资并不一定稳健保守，这些采用杠杆策略的债券私募适合于有一定风险承受能力的投资者。

择时+选人

投资债券基金，选时很重要。尽管债券市场波动并不像股票市场如此巨大，但债券市场也有周期，踩到好的投资时点是成功的第一步。债券市场的牛熊往往与宏观经济走势息息相关，从历史来看，当经济处于衰退期和复苏期时，是债券投资的较好时期。近几月CPI已经控制在一定低位，而GDP增速等宏观经济指标仍处于探底过程中，当前经济状况更加趋向于衰退晚期的特征。因此，目前时点仍是债券、债券基金较好的投资时点。上述统计的债券型私募在今年大都取得了较好的收益，部分基金年化收益超过10%，也印证了当前经济衰退期中债券的投资价值。而当宏观经济处于过热或者滞胀时期，债券的表现则不尽如人意，相对于大宗商品、现金工具等投资产品表现较差。此时，投资者应规避债券类投资。

除外，选择债券型私募基金需要看基金经理资质。成功的债券投资非常依赖基金经理管理能力，通过对宏观经济周期、市

场流动性等方面的把握，提升对收益率曲线预测的准确率，从而灵活地在不同风险等级债券及不同种类债券之间进行流动配置。投资者在选择债券型私募基金时，应重点关注背景资深的基金经理。上述债券型私募基金中就不乏投资界的大腕明星。曾任景顺长城基金投资总监的李学文在2011年加入佑瑞持。2006年，李学文所管理的景顺内需增长基金一度以182.2%的年收益超越王亚伟，名列股票型基金第一。此外，鹏扬1期的基金经理杨爱斌也来自公募，杨爱斌在公转私之前，担任华夏基金固定收益总监，主管固定收益大类的投资，早年其任职于险资，投资经验丰富。

最后，管理人的过往业绩需要着重考量。由于债券市场波动性相对于股市要小，债券市场可预测性较强，债券基金的业绩持续性要远高于股票基金。过去能够在固定收益类投资上取得良好业绩的管理人往往也能够在未来取得较好业绩。因此，投资者选择以往拥有良好公开债券管理业绩的管理人为宜。