

■ 热点直击

债券私募弱市成为避风港

□好买基金研究中心 许付漪

一直以来，相对A股市场，债券型基金由于种种原因被有意无意地忽视。私募基金的第一站也是股票市场。近两年，当股市持续低迷，股指屡创新低之后，风险较低、收益稳定的债券市场正吸引着越来越多的目光。一些阳光私募试水债券市场，尤其是今年，债券私募如雨后春笋般迅速发展起来。

弱市捧红债券私募

根据好买基金研究中心的统计，截至11月14日，市场上共有24家私募公司成立了55只投资债券的阳光私募产品。发行产品数量最多的为北京的佑瑞特，自从2011年发行第一只债券私募以来，目前已有24只债券私募产品。从投资方向来看，这些产品的主要投资产品为国债、金融债、央行票据、企业(公司)债、短期融资券、中期票据、同业存款、银行承兑汇票、固定收益类信托计划、固定收益类银行理财产品、逆回购等监管机构允许投资的其他金融工具。

从成立时间来看，存续产品之中最早成立的成立于2011年，一共有6个，而今年则更是呈现出爆发之势，根据好买统计，今年以来共成立49只产品。债券私募的发展，一方面，满足了投资者对于低风险产品的偏爱；另一方面，今年债市的小牛市行情，使得不少运作杠杆放

年化收益前二十的债券私募					
产品名称	成立日期	净值日期	累计单位净值	成立以来总回报(%)	年化收益率(%)
洛肯国际1期	2012-6-14	2012-11-9	1.08	7.70	20.07%
稳健16号	2012-5-28	2012-11-9	1.08	8.31	19.31%
乐瑞强债1号	2012-6-14	2012-11-9	1.07	7.20	18.70%
民晟阵马	2011-7-15	2012-11-2	1.25	24.85	18.55%
青骓固定收益1期	2011-11-3	2012-11-2	1.14	13.73	13.73%
汇鑫2号(耀之多闻)	2012-2-15	2012-11-9	1.10	9.71	13.45%
汇鑫6号(银叶2期)	2012-3-19	2012-11-9	1.08	8.43	13.39%
耀之广目	2012-9-10	2012-11-1	1.02	1.54	11.32%
暖流2期	2012-3-27	2012-11-2	1.06	5.83	9.86%
鹏扬1期	2012-2-17	2012-11-9	1.07	6.89	9.57%
强化收益型1号4期	2012-4-16	2012-11-9	1.05	4.61	8.27%
强化收益型1号5期	2012-4-16	2012-11-9	1.05	4.58	8.22%
强化收益型1号2期	2012-4-16	2012-11-9	1.05	4.55	8.16%
暖流3期(中银债富)	2012-8-14	2012-11-2	1.02	1.72	8.09%
强化收益型1号1期	2012-4-16	2012-11-9	1.05	4.51	8.09%
强化收益型1号6期	2012-4-5	2012-11-9	1.04	4.46	7.58%
向量ETF创新1期	2012-6-8	2012-7-8	100.60	0.60	7.55%
民晟阵马	2012-4-6	2012-11-2	1.04	4.16	7.34%
宁聚新湖1期	2012-7-12	2012-11-9	1.02	2.22	6.91%

数据来源：wind资讯、好买基金研究中心，数据截至2012年11月14日

大的债券基金赚得盆满钵满，赚钱效应是吸引资金增加的结果。

运用杠杆放大收益

投资债券，最简单的方式是买入并持有策略，享受债券的票息收益。如果市场上有一轮行情出现，而且上涨带来的收益高于债券到期收益率，那么可以通过在市场上出售债券来提前锁定利润。

为了取得更高收益，管理人通过重复回购来放大

投资的杠杆比例。也就是，如果产品的期限与债券的期限能够得到较好匹配，管理人可通过买入债券，将其抵押再次融入资金后，继续再买入债券，再抵押，通过重复回购时产生的杠杆来放大抵押过程中的息差。只要债券的收益率大于回购的成本，杠杆就能起到很好的放大收益的作用。

今年不少债券市场取得了令人瞩目的收益。比如由原华夏基金固定收益总监杨爱斌所管理的鹏扬系

列产品，表现抢眼，年初成立的鹏扬1期的净值年化收益已达9.57%，而今年6月才成立的洛肯国际1期的年化收益率则达到20.07%，银叶投资的稳健16号、乐瑞投资的乐瑞强债1号等以19.31%和18.70%的年化收益率紧随其后。

除了通过回购制造杠杆，提高基金的净值，一些私募还通过结构化设计，通过设置优先级和劣后级放大收益。优先部分获取固定收益，劣后级受益人则享受

杠杆放大的超额收益。

固定收益信托替代品

这两年，固定收益类信托产品十分走俏，每年8%至10%的固定收益率着实让人难以抗拒。但是这类产品的风险也不断被提及。将资金放在一个融资项目里难以让人放心，市场在期待一种替代品的出现，而债券私募正是这个绝佳的替代品。根据运作方式的不同，债券私募风险收益会有所不同。如管理型债券私募的收益，或与固定收益类信托相当或略低，但其风险则变得更为可控，而结构化设计的债券型私募，若管理良好，一般可以有15%至20%的年化收益率，为投资者博取较高的收益提供了一定的可能。

当然，作为投资者，需要时刻牢记风险与收益总是成正比的。虽然基金管理人可以通过回购、结构化设计等方式，提高债券基金的收益，但与此同时，债券的风险收益特征已经被改变。如果遇到债券收益率下滑，或是回购成本上升等情况时，我们同样需要正视高杠杆背后隐藏的高风险。投资者在投资时，一定要关注产品的投资范围，若投资标的中涵盖中小企业私募债，风险则会大大增加。若是结构化产品的劣后受益人，则不仅仅需要关注杠杆比例，还要关注优先受益人的收益，杠杆比例过大，优先级收益较高，都会加大劣后受益人的风险。

■ 产品擂台

10月战绩：

撑死胆大的 饿死胆小的

□壹私募网研究中心 周之平

进入10月以来，保持股市稳定成为资本市场的关键词，投资者期盼出现一波行情。但鉴于股市过往多次“一致预期”未能兑现的经历，这一次绝大多数阳光私募相当谨慎。

壹私募网研究中心数据显示，截至10月31日，纳入统计的802只非结构化的阳光私募产品月平均收益-0.34%，低于9月0.07%的平均收益。有340只产品实现了正收益，数量上较9月的400只出现小幅下降，但有三只私募收益超过10%，数量超过9月，业绩收益分化明显。

八成私募看淡行情

事实上，壹私募网研究中心在9月末对10月行情的调研中，就已经看出私募对于所谓预期中行情的不屑一顾，看平和看空的私募加起来超过80%，仅有不到20%的私募看多。

阳光私募这样的后市研判决定了操作策略的保守和谨慎，平均仓位一直维持在45%以下，部分私募尽管看好短期反弹，但在操作上慎之又慎，典型的“看多做空”。更有多家私募认为，未来上证综指将会跌破1800点，甚至直指1664点，因而空仓应对。

对此，深圳某大型私募基金投资总监表示，保持股市稳定的资金介入后，注定会看好“两桶油”，导致指数走势失真，难以反映市场整体情况。而当大盘徘徊时，或有局部热点产生，但这些投机性机会转换频繁，做错的概率非常大，与其这样还不如休息。

另一种较为普遍的看法是，在9月底两次被脉冲式行情诱多后，私募经理对10月的无量行情能走多远始终抱有怀疑态度，做多意愿明显不足，对仓位和风控的把握非常严格。

更让私募感到不安的是，尽管10月大盘反弹趋势明显，也曾出现两天1%以上的大涨，但资金量除了个别日子外，大多呈现净流出。

“多则30个亿，少则10几个亿，一周行情资金最多流入1天，其余4天都是流出，这样的行情怎么能走远？这只能说明大资金借机出逃，别无其他理由。”北京某私募基金策略总监长期跟踪资金与指数变化，他对于尴尬的10月行情这样无奈地表示。

正收益私募打一枪就走

一个事物用两种逻辑、两个角度看，就会得出不同的结果。虽然部分阳光私募基金对于10月行情不看好，但他们认为部分热点具备阶段性的操作机会，“可以打一枪就走”。因而积极做多，这使得私募业绩分化加剧，形成“饿死胆小的撑死胆大的”局面。

10月行情中，李雅菲的红山1期以10.96%收益领跑，其后则分别为金贤昌的金河新价值成长1期10.50%的收益和锐集1号的10.06%收益。10月私募的最高收益较上月冠军的10.28%有微幅上升。上述3家私募基金的投资策略趋同，都擅长精选个股。

我们以金河新价值成长1期为例，该基金今年表现相当活跃，属于榜单上的常客，但基金的稳健性欠佳，最大回撤甚至达到21%以上，这样的走势足以表明该私募策略的投机性较强，而风控明显不足。

如果从榜单的前20名看，我们还会发现大名鼎鼎的泽熙投资有两只产品入围，由此可见不论趋势如何，总有一些高人胆大的私募基金会表现抢眼。

其实，市场化的本质就是尊重趋势、尊重市场的选择，虚假的指数游戏，很难改变市场运行的趋势和节奏，反而会让不知情的投资者受伤。

责编：殷鹏 美编：马晓军

■ 产品分析

私募三季度重仓金融医药 增持食品饮料信息服务

□陈洋

金融服务、医药生物、电子、房地产、公用事业成为私募三季度重仓的前五大板块。相对二季度，私募增持食品饮料、商业贸易、信息服务、家用电器、医药生物等板块，重点减持餐饮旅游、黑色金属、化工、房地产、轻工制造板块。

海通证券研究所金融产品研究中心统计了三季度末私募重仓股所属行业情况。相对二季度，私募将食品饮料板块从今年二季度的1.93亿元增持至三季度末的6.97亿元，增幅260.85%；商业贸易板块从4.61亿元增持至10.76亿元，增持幅度133.26%；信息服务板块从6.08亿元增持至8.37亿元，增持幅度37.66%；家用电器板块从5.76亿元增持至6.98亿元，增持幅度21.09%；医药生物板块从32.44亿元增持至38.30亿

元，增持幅度18.07%。私募将餐饮旅游板块从1.11亿元减持至0.66亿元，减持幅度40.11%；黑色金属板块从33.35亿元减持至23.49亿元，减持幅度29.54%；化工板块从20.23亿元减持至14.31亿元，减持幅度29.23%；房地产板块从30.40亿元减持至24.60亿元，减持幅度19.08%；轻工制造板块从8.03亿元减持至6.57亿元，减持幅度18.22%。

三季度私募增持前10位的股票分别来自金融服务、电子、食品饮料、医药生物、商业贸易、机械设备、房地产板块。其中，金融服务板块的长江证券增持市值9.22亿元，辽宁成大增持2.25亿元；电子板块的三安光电增持7.91亿元；食品饮料板块的酒鬼酒增持4.67亿元；医药生物板块的智飞生物增持3.01亿元，南京医药增持1.94亿元；商业贸易板块的永辉超市增持

2.93亿元，华联股份增仓1.52亿元；机械设备板块的豪迈科技增仓1.59亿元；房地产板块的冠城大通增仓1.54亿元。增仓前10位的股票仅有三安光电、南京医药是二季度即持有的，其余8只股票均为三季度私募新进驻。

增仓幅度最大的这10只股票在2012年三季度表现出色，除永辉超市、辽宁成大、冠城大通外股价全部上涨。股价涨幅最大的为智飞生物，上涨16%，三安光电、南京医药、豪迈科技股份上涨均超过10%。增仓最多的长江证券三季度股价上涨2.62%。

武当资产、新价值、博颐投资成为集中持股最为明显的私募。武当资产旗下产品集中持有农林牧渔板块的大华农，电子板块的劲胜股份、宇顺电子。新价值集中持有化工板块凯美特气，机械设备板块的阳光电源，房地产板块的南国置业。博颐投资集中持有医药生物板块的凯利泰、迪安诊断，机械设备板块的吉艾科技。

从三季度这些股票表现来看，多数股价均有不同程度下跌。武当资产和新价值集中持有的股票三季度下跌幅度最大，新价值持有的凯美特气、阳光电源、南国置业跌幅均超过25%，武当资产持有的宇顺电子跌幅达到32.09%。博颐投资持有的凯利泰虽然下跌15.02%，但吉艾科技和迪安诊断均有20%左右的涨幅。

私募基金平均持股时间短，操作频度高。但是也有一些私募会偏好长期持股。海通证券统计了停留在上市公司十大流通股东里超过一年的私募名单。从2011年年报开始至2012年三季报连续出现在十大股东名单中)，看看哪些私募偏好长期持股，哪些股票吸

引私募长期驻扎其中。

证研投资、云程泰、尚雅投资、新价值、武当资产、尚诚投资、睿富投资、淡水泉、博颐投资、鸿道投资、民森投资、金中和、混沌道然均进驻某只股票十大流通股东一年或一年以上。

其中，睿富投资重仓持有天宝股份、郑州煤电、福建南纸、鲁信创投、上海机电、机电B股5只股票长达一年；武当资产重仓持有大华农、宇顺电子、劲胜股份3只股票长达一年；淡水泉长期持有合兴包装、海陆重工、海大集团；证研投资长期持有长春燃气、复旦复华、龙头股份。

从长期持股的效果来看，仅有寥寥数只股票表现出色。淡水泉持有的海大集团过去一年股价上涨30.51%；金中和持有的铁汉生态过去一年上涨20.74%；博颐投资持有的迪安诊断过去一年上涨11.39%。