

国泰基金王航 探路事件驱动投资

●近期 A 股的上涨仅仅只是反弹，现在还不具备大级别趋势性上涨的基础。并且目前反弹幅度较大，可能已经过度反应了政策放松的预期，一旦预期没有兑现，反弹将随时结束而重回震荡的格局。

●2009 年是最“困难”的一年，政策刺激是趋势性机会；2010 年是最“复杂”的一年，转变经济增长方式是结构性机会；2011 年市场是既“困难”又“复杂”的一年，在既没有趋势性机会也没有结构性机会的震荡市中，最好的策略是降低同市场的相关度。

证券时报记者 海秦

次贷危机中的最大赢家约翰·保尔森，凭借并购套利基金在金融危机中大肆做空获利。欧洲股神“安东尼·波顿”掌管的富达特殊境况基金，连续 28 年创造了 20% 的年复合收益率，这些听起来如同投资神话的故事，他们的背后都有一个共同的投资策略：事件驱动。

日前，国泰基金首开先河将海外这一盛行的投资策略引入国内，国泰事件驱动基金已正式发行。该基金拟任基金经理王航认为，本基金投资策略的特点在于，更加关注宏观、中观、微观中发生的事件对上市企业的影响；市场失灵或者说错误定价往往发生在影响企业基本面的重大事件发生后，事件驱动策略试图捕捉事件发生后价格向价值回归的投资机会。

随着市场大环境的变化，相应的投资机会也发生了变化，在这种变化中，事件驱动策略的优势更加明显。

国泰事件驱动策略基金拟任基金经理王航向证券时报记者打比喻道，2009 年是最“困难”的一年，政策刺激是趋势性机会；2010 年是最“复杂”的一年，转变经济增长方式是结构性机会；2011 年市场是既“困难”又“复杂”的一年，在既没有趋势性机会也没有结构性机会的震荡市中，最好的策略是降低同市场的相关度，自下而上选股，为事件投资提供良好的发展机遇。”

事件驱动策略 降低与整个市场相关度

从海外情况来看，事件驱动投资在国外对冲基金中得到了广泛应用，多年以来一直比较成功。同时，近两年事件驱动策略在国外公募基金行业中也逐渐流行。比如富达基金旗下管理着一系列特殊境况基金，包括专门针对印度市场和亚洲市场的特殊境况基金。安东尼·波顿在 2010 年复出后在香港成立的专门针对中国市场的特殊境况基金。

作为国内第一只明确提出采用事件驱动策略的公募基金，与传统公募基金产品有何不同？王航介绍，事件驱动基金没有采用传统“配置”的思路，而是根据影响上市公司的一些事件驱动因素来进行组合构建，降低与整个市场的相关度，某种程度上规避了市场的系统性风险。“一旦公募基金投资股指期货有了操作细则，我们可能会利用股指期货做对冲。”

针对目前国内证券市场做空机制尚不健全的现状，王航坦言，目前确实无法完全复制国际市场中成熟的事件驱动策略，但是，事件驱动策略本身的收益不仅包括系统性风险的回报，还包括事件驱动因素带来的回报，理论上仍然能够获得长期稳定的超越市场表现。而且相比于海外市场，国内市场信息摩擦相对更大，因事件驱动因素导致股票价格和价值之间的偏差更为显性和频繁，因此专业投资机构更易发挥其专业优势，把握事件性投资机会的可能性和获利空间更大。

事实上，从公募基金历史净值表现来看，基金投资同质化特征非常明显，牛市中歌舞升平，熊市中一损俱损。王航表示，这是由于公募基金群体在一个相同的经济环境中，采取了基本雷同的投资策略，无论是自上而下还是自下而上，基本上和宏观经济周期、所投资行业的景气周期相关度非常高。

投资思路另辟蹊径 解决何时买问题

国泰事件驱动策略与价值投资和成长投资在基本面分析上没有区别，只是提供了另外一种投资思路，我们认为价值投资、成长投资主要解决‘买什么’的问题，而事件驱动策略是在经过价值和成长等基本面因素筛选后试图解决‘何时买’的问题。”王航认为，中国证券市场目前还远非有效市场，虽然从长期看价格终将反映价值，但市场经常会失灵（错误定价），而失灵往往发生在企业发生一些重大事件后，市场参与者不能及时、准确解读，甚至做出误判，这对事件驱动策略而言便意味着投资机会。

而事件驱动投资策略和去年大热的主题投资两者的主要区别在于，主题投资仅仅考虑某一时间的某个主题做投资，并不考虑市场的反应，是反应不足还是反应过度，而事件驱动策略投资主要是基于市场对事件的反应，从市场的反应不足或者反应过度中找到投资机会。

市场参与者对事件背后的信息解读往往反应不足或是反应过度。”王航总结，“一个负面事件发生后，投资者

由于恐慌经常不能理性地判断股价下跌的合理区间。而对于好的变化往往又反应不充分，业绩预增当天为何要卖出呢？如果股价还没有完全反映价值，那么还应该继续买入。”

采访中王航表示此次旗帜鲜明地提出以事件驱动为投资方向的基金除了发挥国泰基金在该投资策略领域多年积累的优势外，也是希望给予投资者明确的产品投资风格的预期，这对于目前遇到股票型基金设计瓶颈的行业而言尤为重要。”

A股市场目前 不具备趋势性上涨基础

王航认为，近期 A 股的上涨仅仅只是反弹，现在还不具备大级别趋势性上涨的基础。原因主要有两点：

首先，6 月份居民消费价格指数（CPI）6.4%，尽管目前多数观点认为到了年内最高点，但是否能得到有效控制还需要再观察。另外，房地产市场的调控也还没有达到调控目标，因此期待政策马上放松不现实。

其次，目前反弹幅度已经较大，可能已经过度反应了政策放松的预期。一旦预期没有兑现，反弹将随时结束而重回震荡的格局。长期来看，经济增速趋势性减缓的态势已经比较清晰。今年上市公司盈利尽管不会有大幅下降，但由于成本上升、库存压力等原因增速会适当放缓，对二级市场整体的估值形成制约。中国经济高增长的阶段即将过去，投资拉动的经济增长模式将难以为继。在这样的大背景下，A 股市场将很难出现趋势性的投资机会”。王航认为，结构性的投资机会在去年已经表现得比较充分，今年很难再延续。在这种市场特征下，相对于传统的靠资产配置和板块轮动，采取自下而上的事件驱动策略选股会带来更好的投资效果。

重点关注超跌股 捕捉反弹机会

至于下半年投资布局关注的方向，王航表示，如果说捕捉反弹机会，首先



关注景气先导型企业，例如地产、汽车、水泥。但是如果 6 月底这一波行情看作反弹的话，他们的历史使命可能已经结束了，现在进入到了补涨或者是板块轮动的阶段。在补涨和板块轮动的阶段，重点关注的是超跌股，例如今年以来的 TMT 行业，前期跌幅较大，泥沙俱下之后肯定存在一些被错杀的优质品种。另外，消费品尽管今年表现不温不火，食品饮料和医药行业里增长确定的

品种目前也值得重点关注。从中长期的角度看，王航最看好两个板块，简单归纳为“高中低”，高指的是高端装备制造；中低指的是中低端消费品，包括家纺、中低端的品牌服装，中低端白酒和乳制品行业，从我国的收入分配制度改革的目标看，低收入劳动者的收入会有较大幅度的提高，必然会加大对消费品特别是中低端消费品的需求。

鹏华基金固定收益部总经理初冬：

货币政策紧缩空间有限 债市投资趋向积极

证券时报记者 朱景峰

对于固定收益基金经理来说，首先从宏观层面做判断，做大的资产配置，然后配置债券在合适的水平上，这是我们获得收益的关键。”关于在债市中掘金的秘诀，拥有丰富固定收益研究和管理经验的初冬早已驾轻就熟。

对于下半年债市走向，初冬认为，三季度国内通胀形势将高位运行，央行进一步紧缩政策的空间已经十分有限，在当前债券收益率水平处于历史高位的情况下，债券市场蕴含着比较好的投资机会。她表示，具有较好流动性的金融债、国债以及风险收益率相对较高的中高级信用评级债将是关注重点。

三季度通胀将高位运行

对于上周出炉的上半年宏观经济数据，初冬认为，国内生产总值（GDP）增速出现下降，工业增加值基本上处于近年来比较低的位置，投资数据相对比较高，但是如果考虑到物价因素，整个投资增速处于一个下降态势。另外从投资主体来讲，金融危机时主要是以中央投资来带动，金融危机过后各地都出了很多刺激性的政策，这种地方项目在投资中占据主导。但就目前情况而言，投资增速会受到两方面限制。

一方面是融资能力，过往是因为平台贷款增加以及城投债发行，为投资准备了充足资金。从未来一段时间来看，央行、银监会对政策的收紧以及债券发行也受到高利率制约，所以在资金上会受到一定制约，发改委审批也处于收紧状态。所以从投资方面来看，至少地方政府投资增长不会那么迅猛。受各地限购令还没有取消，甚至二三线城市也要出限购令政策的影响，房地产投资增速跟过去相比也会有下降。另一方面是出口，可能也



会有下降趋势，因为海外经济复苏不是非常顺利，美国经济复苏比预期的要慢，而欧债问题上，每隔一段时间就会爆发一个新的风险点出来，这些可能都说明整个出口对经济的带动也不会像过去那么强。

回顾过去十年中国经济的发展，出口和房地产为整个中国内需提供了非常强大的动力，这两大因素是推动过去十年经济增长的原因。但是接下来这两个推动因素会下降。因为海外经济并不乐观，美国失业率还在 9% 以上，第二轮量化宽松政策结束后整个经济增长比较缓慢，但是通胀水平已经比预期要高，所以第三轮量化宽

松政策，初冬觉得有相当大的不确定性。因为高通胀的时候，继续施行量化宽松的政策可能会导致大宗商品价格上涨，对整个实体经济的增长其实是有抑制作用。而欧洲只有统一的货币政策，没有统一的财政政策，这个问题至少在今年下半年以及明年都是困扰欧洲经济的一个非常大的问题，因为不断有新的危机点会出现，同时其他国家也在不断出问题。

受这些因素影响，初冬认为，三季度国内居民消费价格指数（CPI）将依然在比较高的水平徘徊，因此央行政策也不会很快放松，但不排除可能会有一些政策上的微调，比如说倾向于多增加

●市场普遍认为高通胀，要加息，都不敢买的时候，其实正是比较好的债券投资时机。从最近的历史看，还没有出现过控制不住通胀的现象，所以在其他条件都比较不好，但是债券收益率水平在历史较高的情况下，债券市场蕴含着比较好的投资机会。虽然无法判断下半年债券市场何时开始进入牛市行情，但可以看到市场的下跌正在或已经接近尾声，要做好迎接牛市的准备。

一些对中小企业的贷款或者在结构上进行调整。

地方债城投债风险可控

在 7 月 7 日加息后，市场普遍降低了继续提高存款准备金率的预期，认为未来资金面紧张的局面将得到缓解，对此，初冬认为，当前的准备金率水平已经给商业银行带来很大压力，6 月 20 日上调后甚至需要央行以逆回购操作来缓解市场流动性，可见继续提准的影响将非常大。虽然还不能确定下半年准备金率操作一定会停止，但即使央行继续使用，其频率也不会像上半年那样大。

我个人认为目前已经处于流动性临界点的状态，存款准备金率上调和加息空间会比较有限，但不排除可能会加息，只是这种空间比较有限，因为实体经济承受能力比较有限。”初冬分析。

初冬认为，如果暂停提高准备金率或者降低使用密度，都是有利于市场资金面缓解的。但影响资金面的不仅是准备金率政策，还有外贸顺差、外汇占款、到期票据等诸多因素，因此判断资

金面情况要进行综合考虑。初步来看，后期资金面应会好于今年 5 月下旬至 6 月的市场情况，但恢复到今年 3 月至 4 月时的宽松水平还是比较难的。

在目前的情况下，加息对债券投资带来怎样的影响？初冬表示，加息是风险也是机会。对于货币市场基金，加息会提高市场短期利率，有利于货币市场基金提高收益率水平。对于债券型基金，加息推升市场收益率后容易导致债券市场价格下跌，可能带来风险，不过加息周期的尾声是一个较好的配置机会。

近期爆出地方债面临信用危机，今年首现地方债流标。市场对地方债的担忧不断上升。初冬对此表示，她管理的债券基金组合没有配置地方债。地方债一级市场发行结束之后，在二级市场出现了大量的溢价成交，说明发行流标是个比较意外的情况，可能很多机构之前认为发行利率会比较低，所以没有去投标。”

初冬认为，地方债属于国家信用，一般不会存在兑付的风险，近期市场关注较多的是城投债的风险。央行最近指出，城投贷款整体风险可控。初冬认为，与大量的城投贷款相比，城投债的规模小很多，但影响面大很多，而且只有符合发改委发行条件的地方才能发行，因此最终违约的可能很小。

债券投资逐步转向进攻

对于下半年债市投资机会，有机构指出，只要货币政策不放松，不调存款准备金率，下半年债市就呈现趋势性牛市。当然政策变动对债券市场的影响比较明显、直接，但决定市场趋势的并不是政策，而是经济运行趋势。政策必然随着经济趋势变动，但并不同步于趋势，甚至在大多数时候是滞后于趋势。因此如果经济正处于下行趋势，那么债券市场稳定向好的基础就存在”，初冬解释。

初冬认为，从债券市场角度来看，

今年上半年债券市场收益率有所上升，金融债、信用债收益率基本上在近几年高位，国债相对稳定一些。市场普遍认为高通胀，然后还要加息，都不敢买的时候，其实正是债券比较好的投资时机。从过往历史看，还没有出现过控制不住通胀的现象。所以在其他条件都比较不好，但是债券收益率水平在历史比较高的位置情况下，债券市场蕴含着比较好的投资机会。”初冬表示，随着政策收紧，经济增速下降，通胀水平有所下降，过去买的债券除了票息收入，还会有价格差的收益，债券基金的收益也会比较高。

无法判断下半年债券市场何时开始进入牛市行情，但可以看到市场的下跌正在或已经接近尾声，那么要做好迎接牛市的准备。”初冬认为整体上看下半年债市的机会大于风险，因此应把握住当前和未来一段时间的较好配置时机。对于券种选择，除了具有较好流动性的金融债和国债，风险收益率相对较高的信用债也是关注重点，但要以中高级信用评级品种为主，控制信用风险。对于债券期限，初冬认为组合久期可以在今年上半年的基础上适当拉长，由前期的防守思想，逐渐向中性和偏乐观转移。

对于如何投资债券基金，初冬也给出了自己的建议。她认为，随着年龄、财富的增长，投资者配置债券比例相应要提高，因为这部分收益相对比较稳定。过往三年累计回报，债券基金回报不比股票基金回报差。债券每年有票息，通过基金经理对久期主动调整或者持仓结构调整，超越存款收益应该没有问题。甚至在市场上交易的债券基金，还存在一定折价，具备投资价值。因此，初冬建议投资者目前可以增加在债券基金上的配置，因为目前整个债券收益率水平在比较高的程度。在目前能投资到非常高息的债券，同时未来整个社会要求收益率还会处于下降趋势的这种状态下，其实是配置债券基金相对较好的时机。”