

■记者观察 | Observation |

债市罕有大跌 基金经理悲情写诗

证券时报记者 木子

城投债，刚满仓。追回莫及，惟有泪千行……有来生，定换岗。” 载站在回购顶峰紧握住城投旋转，愿城投债券恐慌时即变，我真的还想再借五千万。”

近来，涌现于本轮债市狂跌的“债市诗词”成为基金经理苦中作乐的写照，在微博和论坛上疯传，让更多业内人士关注到了这场四五年来的难得一见的债市大跌。

“下跌的波及面太大，先是城投债、信用债，然后是转债，现在是铁道债。现在满地都是收益很高的品种，可就是不敢捡。”上海一债基金经理调侃对记者侃道，钱紧券瘦啊！套用一句，抛盘涌来，配置盘也溜。抹泪走，却见转债，也泪沾衣袖。”

在一些债券业内网站，以“2011年债市诗词”为主题的帖子并不少见。一首创作于7月20日的《虞美人·债市》这样写道：“稀里哗啦何时了，净值剩多少。资金今天又抽风，转债不堪回首杀跌中。短融城投应犹在，只是无人买。问君浪漫何处有，共看长端利率猛抬头。”当日，工行和中行转债盘中最大跌幅分别超过2.3%和1.5%。

时下债券的艰难市无疑是债券基金经理“诗兴”的根源，不过，在“债券诗歌”流行的背后，一些嗅觉敏锐的基金经理已在考虑是否反身做多，用最近流行的话来说“心若在，债就在，早晚都会再涨回来”。

北京一基金公司债券基金经理坦言，前段时间抛盘汹涌，想卖券砸也砸不出去，当然可以写诗聊以自慰，现在已经过了写诗的高峰，最近几天已经有成交了，大资金赎回债基的苗头似乎已止住。“昨天跟圈里的朋友碰了一下，交流之后现在很想做多，感觉急速下跌已经过去，现在按跳楼价卖的人很少。”他举例说，中债要对银行间债券进行估值，之前成交价一般比银行间中债估值高80到100个基点，现在高20个基点就有人成交。

事实上，记者也注意到，债券收益率目前非常有吸引力。受流动性紧张的影响，在场内交易的封闭式债基及部分杠杆债基的折价幅度较大，折价率普遍在8%-10%之间，这部分产品存在较好的交易机会。

2.64亿大宗交易对敲 债基充当融资抵押品

证券时报记者 方丽

场内交易的债券基金近期成大宗交易平台的常客，而这些债券基金可能仅仅充当融资的抵押品。数据显示，在7月14日至7月28日，大宗交易平台成交债券基金共28次，总成交金额超过10亿元，而这几乎全部是机构之间对敲交易。

深交所数据显示，7月28日申银万国上海余姚路证券营业部买入了易基岁丰、招商信用、银华信用、华富强债、交银添利各5000万份、5000万份、6091万份、13384万份、1524.95万份，成交价格分别为0.86元、0.86元、0.86元、0.84元、0.86元，合计成交金额达2.6378亿元，卖方为机构专用席位。而就在7月21日，申银万国上海余姚路证券营业部作为卖方机构卖出上述5只基金，成交量一致，仅成交价格有不同，合计成交金额达2.615亿元。而这仅仅间隔1周的两笔交易，之间产生了228.36万元的价差。

值得注意的是，在7月14日至7月28日对债券基金的大宗交易中，几乎全部是机构投资者之间的对敲。申银万国上海余姚路证券营业部和机构专用席位之间的对手交易共计24次，其中涉及了易基岁丰、招商信用、银华信用、华富强

债、交银添利、景丰B、添利B、聚利A、聚利B、天盈B这10只产品。在他们之间对手交易的24次中有14次交易价格、交易量完全一致。机构专用席位作为卖方营业部合计成交金额达到3.6958亿元，而申银万国上海余姚路证券营业部作为卖方营业部合计成交金额仅为3.6910亿元，相差了48.35万元。

此外，在7月14日和7月15日对添利B的交易也存有对敲嫌疑。7月14日招商证券深圳益田路江苏大厦证券营业部和平安证券上海零陵路证券营业部卖出添利B，第二天平安证券交易单元又从机构席位买入了同等份额和相同价格的添利B。

今年3月7日和2月28日，机构席位抛出10只封闭式债券获得接近4.5亿元，而就在2月21日和2月22日，机构席位动用近4.5亿狂扫10只封闭式债券基金，两次交易对手方也是申银万国上海余姚路证券营业部。历史数据也显示，申银万国上海余姚路证券营业部也多次出现在大宗交易平台，与机构来回交易。

业内专家分析，这种交易就是机构之间对敲，债券基金仅作为缺钱机构融资的抵押品，而交易所产生价差正是交易对手方之间约定的融资使用费。从近期交易看，若确实是进行融资，融资费用不低，有的剔除交易费年化收益率超过20%。

交易日期	证券简称	成交价格	成交量	成交金额
2011-7-28	招商信用	0.86	5000	4310
2011-7-28	银华信用	0.86	6091	5256.53
2011-7-28	易基岁丰	0.86	5000	4325
2011-7-28	交银添利	0.86	1524.95	1311.46
2011-7-28	华富强债	0.84	13384	11175.64
2011-7-21	招商信用	0.87	5000	4345
2011-7-21	招商信用	0.92	300	275.7
2011-7-21	银华信用	0.85	6091	5183.44
2011-7-21	易基岁丰	0.86	5000	4285
2011-7-21	易基岁丰	0.92	1057.19	973.67
2011-7-21	交银添利	0.86	1524.95	1308.41
2011-7-21	华富强债	0.82	13384	11028.42
2011-7-20	添利B	0.83	1715	1425.16
2011-7-20	景丰B	0.74	3000	2208
2011-7-19	招商信用	0.92	300	276
2011-7-19	易基岁丰	0.92	1057.19	972.61
2011-7-19	添利B	0.87	1715	1488.62
2011-7-19	天盈B	0.9	1980	1782
2011-7-19	聚利B	0.86	1347	1162.46
2011-7-19	聚利A	0.88	3143	2753.27
2011-7-19	景丰B	0.78	3000	2328

数据来源：深交所 方丽/制表

泡沫渐退 基金扎堆创业板淘金

证券时报记者 李焱焱

始于去年末的创业板调整让创业板指数从1239.6点最低下探至今年6月下旬的783.86点，其间，基金等机构的态度亦发生着显著变化，从恐慌性逃离创业板到泡沫散去后重回创业板“淘金”。最新披露的上市公司半年报显示，随着创业板股票进入合理的估值区间，大批基金纷纷杀回捡漏，选择新进或者增持创业板股票。

四方达昨日公布半年报，在前十大流通股股东中，前九大流通股股东均为机构，其中基金占了7席，3只基金新进，3只基金增持。四方达的前三大流通股股东是富国天瑞强势地区精选、鹏华中国50、鹏华消费优选，分别持有244.44万股、167.69万股、116.89万股，且都在二季度有大比例增持，增持

股数有158.39万股、47.90万股和116.89万股。此外，鹏华普天收益、鹏华行业成长、南方高增长3只基金为二季度新进。值得一提的是，鹏华系基金颇为偏爱该上市公司，旗下4只基金都在二季度增持或新进四方达，总计持有其流通股股份27.88%。昨日，受扭亏和新建项目消息的刺激，四方达强势涨停。

上海佳豪也在昨日公布半年报，银华系3只基金新进其中“捡漏”。在上海佳豪的前十大流通股股东中，银华核心价值、银华优质增长、银华富裕主题分别持有436.61万股、141.23万股和104.83万股，总计持有流通股比例达4.69%。

此前，在汉得信息的半年报中，银河行业优选、汇添富价值精选、华富收益、新华优选4只基金

华富基金8月投资策略：市场仍将震荡 看好银行地产

证券时报记者 程俊琳

华富基金研究部发布8月份投资策略，认为短期内宏观政策放松程度有限，居民消费价格指数(CPI)回落需要一定时间，市场将持续震荡格局。继续看好地产、银行为代表的低估值大盘股。

展望8月的宏观经济状况，华富基金认为，外围经济方面，海外市场对于美债谈判破裂与违约的担忧日益上升，从而引发短期市场不确定性。国内经济方面，中共中央政治局会议将物价调控作为宏观调控的主要任务，并进一步指出要把握好宏观调控的方向和力度，这两点都表明随后货币政策放松程度会比较有限。但是考虑到政府在保障房、基础设施以及新兴产业方面的潜在投资，以及实体经济的盈利能

力尚处高位，市场调整的风险已基本释放。华富基金相信，紧缩政策最严厉的阶段已经过去，宏观经济即将进入观察期，长期看政策放松是必然。

对于8月份的市场走势，华富基金指出，一方面短期市场的资金面仍紧张，7月通胀居高不下概率较大，需要进一步耐心等待CPI回落；另一方面市场整体估值处于低位，且已经过长时间调整，这提供了充足的安全边界，市场整体下行空间有限。

行业配置方面，华富基金表示，近期市场资金偏紧的背景下小盘股活跃，但是从风险收益配置的角度来讲，依然看好低估值大盘股的中长期表现。尽管地产行业受到地方债发行遇冷、调控升级等消息拖累，银行业受到融资平台与行业监管等长期负面因素的压制，但是从估值的角度来看，看好这两个行业的中长期表现。

加息或进入尾声 债基投资面临较佳时间窗口

●2000年以来，市场多数时间处于加息及上调准备金率的大通道中，从2005年至2011年6月底债券基金远远跑赢了通胀。在工银瑞信固定收益部总监杜海涛看来，未来10年债券基金的投资价值将更加凸显。

●6、7月份是通货膨胀的高峰期，下半年物价水平将逐渐回落，整体看下半年通胀可控，因而以调物价为目的的紧缩货币政策也将有所调整。

7月6日，央行宣布年内第三次上调存款准备金率0.25个百分点。虽然目前居民消费价格指数(CPI)仍在高位运行，但大多数机构预期下半年物价水平将平稳下滑，本轮加息周期已接近尾声。

银河证券研究认为，自2010年10月20日至今，央行已经累计加息125个利率基点，之前偏低的基准利率已经得到修正，商业银行的息差水平也保持稳定。目前一年期存贷款利率水平分别为3.50%和6.56%，已达到历史上稳健货币政策周期内的中性水平。考虑到地方债务总额，以及经济增速放缓影响，未来央行再加息的可能性较小。

工银瑞信固定收益部总监杜海涛表示，本次加息主要目的是控制通胀。整体上来看，6、7月份是通货膨胀的高峰期，受中国经济发展速度趋缓、国际大宗商品价格回落以及国内猪肉价格周期性回调影响，下半年物价水平将逐渐回落，整体看下半年通胀可控，因而以调物价为目的的紧缩货币政策也将有所调整。

债基长期业绩稳定 战胜通胀“靠谱”

很多投资者都会担心，在加息过程中，债券基金的表现可能会比较差。但数据显示却相反：2000年来市场多数时间处于加息及上调准备金率的大通道中，从2005年至2011年6月底债券基金远远跑赢了通胀。

看，2000年之后，除了在2008年金融危机阶段曾下调过4次存款准备金率(2008年9月至12月间)，其余各阶段存款准备金率一路走高，从2000年的6%一路上涨到2011年6月的21.5%(大型存款类金融机构)。

在这期间，债券基金表现优异。从2005年至2011年6月底，纯债基金平均收益累计达到73.99%。2005年前上市的偏债基金长期收益高达126.88%，而同期CPI涨幅20.60%，按照1年期滚动储蓄的无风险收益为19.74%，长期来看，债券基金的收益远远跑赢了通胀以及市场无风险收益，并且累计超额收益丰厚。从具体数据来看，纯债基金在2006年、2007年市场牛市阶段相比CPI以及无风险利率的超额收益均超过10个百分点，偏债基金的超额收益也达到7个百分点以上，即使在债券基金平均收益相对最低的2009年，仍跑赢CPI近5个百分点。

海通证券的研究显示，在政策从宽松向紧缩转向的拐点时期，债券基金的收益会受到显著影响，一旦确认进入加息通道时则仍能维持正收益的现象。不过，偏债基金由于可投资二级市场，因而收益更易受到市场走势影响，相对波动更高。

市场调整 稳健投资受欢迎

央行调查报告显示，自2010年四季度起，投资已取代储蓄成为我国储户理财的第一选择。在上半年股市



工银瑞信固定收益部总监杜海涛

震荡调整的大背景下，投资者显然更偏爱于追求稳定收益的低风险投资品。Wind统计数据显示，截至7月10日，今年已有24只债券基金发行，平均首次募集额为20.81亿元，超过同期新成立基金17亿份的平均首募额。进入7月份后又包括工银瑞信添颐在内的5只债基发行。

德圣基金研究中心认为，考虑到加息周期已近尾声，债市逐渐利空出尽，股市中期投资风险大为降低，在不同债券基金类型的选择中，低风险偏好投资者可考虑适当参与二级市场投资的债券基金，即二级债基，建议投资者不妨重点关注长期债券投资能力出色的银行系基金公司

等，正在发行以满足投资者养老需求为特点的工银添颐可以适当关注。

在工银瑞信固定收益部总监杜海涛看来，未来10年债券基金的投资价值将更加凸显。杜海涛表示，过去10年，中国经济一直处于“高增长、低通胀”的良性状态，股票投资价值大于债券基金。而在未来10年，随着要素价格上升、原料成本提高、产业结构调整，企业盈利能力将有所下降，相应地投资上市公司股票收益也会受影响。另一方面，为抑制经济转型所伴生的通货膨胀，央行必然会调整基准利率，以债权投资为主的债基投资收益也应该会有一个比较好的水平。”

(CIS)

增长的逻辑在变 投资策略也需改变

杜海涛

正如多数人所认识到的那样，未来中国的宏观政策将面临重大的挑战，通胀与增长的权衡将比过去的10年困难数倍，依靠低要素成本和出口驱动的快速成长时代正接近尾声。我们的经济需要进入老罗广告语中“不温不火”的常态，如同一辆高速行驶热得发烫的机车需要减档才能平稳前行。

过去的十多年里，得益于低要素成本，中国经济得以营造出“高增长、低通胀”的主旋律——矿产资源的低价格、“世界工厂”的制造业定位、中央政府的政策支持、城镇化进程伴随的投资需求，成就了年均CPI2%、GDP近10%的奇迹。这也意味着上市公司的销售收入保持较高的增长速度，交出30%盈利增幅的答卷。

在高增长的年代里，投资于股票市场的回报是显而易见的丰厚：截至2010年底，成立近10年的第一只开放式股票基金年化收益率近17%，2007年大牛市多数基金都有100%以上的涨幅，而固定收益产品因相对较低的回报长期遭受冷落。

央行货币政策是基于通胀水平来制定的，考虑到过去较低的价格和通胀水平，基准利率过去10年在2.5%的均值附近波动，导致债券投资的收益率远远低于股票市场的回报率。

2008年的金融危机促使我们对经济结构进行反思与调整。刘易斯拐点出现、劳动力成本上升、

截至2010年，过去20年美国和日本的投资经验是债券回报高于股票。美国标普500指数回报年均7%，而美国信用债券的回报也能达到7%以上。

大宗商品的急剧攀升，都将导致通胀水平的抬升——我们判断未来中国将不得不忍受高于2%的通胀，而央行为了抑制通胀也会不断的调高基准利率，推动资金成本的上涨。而随着工资上涨的影响，成本的涨幅超过过收入的涨幅，导致公司盈利增速放缓。

相对于债券投资而言，基准利率的上升带来企业融资成本的提升，那么债券的投资收益率将会有有一个客观的上升。

截至2010年，过去20年美国和日本的投资经验是债券回报高于股票。美国标普500指数回报年均7%，而美国信用债券的回报也能达到7%以上。全球投资市场中，债券投资与股票投资收益之间的差距在逐渐缩小。过去5-10年，环球新兴市场债券及亚洲高息债券等信用债能带来年均8%-12%的回报。

投资并不要求我们能够透过时间迷雾看到遥远的未来，而需要提前多数人半看到市场的趋势并布局。随着我们经济增长逻辑的转变，我们的资产配置思路也到了需要重新考虑的时候了。

(作者系工银瑞信固定收益部总监)