债基今年以来暴跌5% 史上最大跌幅打破六年不败神话

多起“黑天鹅”事件来袭,是熊市下半场还是黎明前的黑暗?债市前景仍然扑朔迷离

新股破发潮、通胀节节走高、货币政策持续收紧引发流动性危机、城投债风波、可转债狂跌，今年不断涌现的“黑天鹅”一次次将债券基金推向下跌的深渊，截至9月23日，债券型基金今年以来净值下跌已超过5%！在创出债基史上最大跌幅的同时，也终结了债基2005年到2010年连续六年取得超越一年定存正收益的骄人纪录。

债市走向如何？是熊市下半场，还是黎明前的黑暗？基金经理和研究机构们似乎都陷入了深深的迷茫之中。

证券时报记者 朱景锋

连续六年盈利纪录终结

据天相投顾统计显示，截至9月23日，各类债券型基金（包括封闭式和开放式，不包括分级债基）今年以来单位净值平均跌幅已达5.04%，为债基历史上最大跌幅。而在今年之前的连续六个年份里，无论股市和债市如何变化，债券型基金始终实现了正收益，而且均跑赢了一年期定存。

2005年到2010年的六年时间里，债券型基金平均收益率分别为9.21%、19.79%、18.55%、5.23%、5.26%和7.2%。而在有完整业绩的2003年，两只债券基金南方宝元和华夏债券平均取得4.91%的收益率。在过往七年时间里，债券基金仅在2004年出现下跌，但下跌幅度仅为1.51%。今年以来债基下跌幅度已经远远超过了2004年。

单只基金方面，158只债基中共有31只跌幅超过8%，其中更是有13只基金跌幅超10%，可转债和信用债基金毫无疑问成为净值下跌幅度最大的基金品种。某去年四季度成立的深圳可转债基金今年以来单位净值跌幅高达12.88%，在所有债基中跌幅最为多，另一只上海基金公司旗下可转债基金跌幅也达11.94%，某只重配了可转债和城投债的信用债基金跌幅达到11.68%。

显然，可转债的暴跌已经成为债基最大杀手，多数跌幅居前的债基配置可转债的比例均超过30%。一些去年靠打新表现抢眼的债券基金在今年翻了船，打新破发造成了较大损失。

债基“黑天鹅”今年何其多

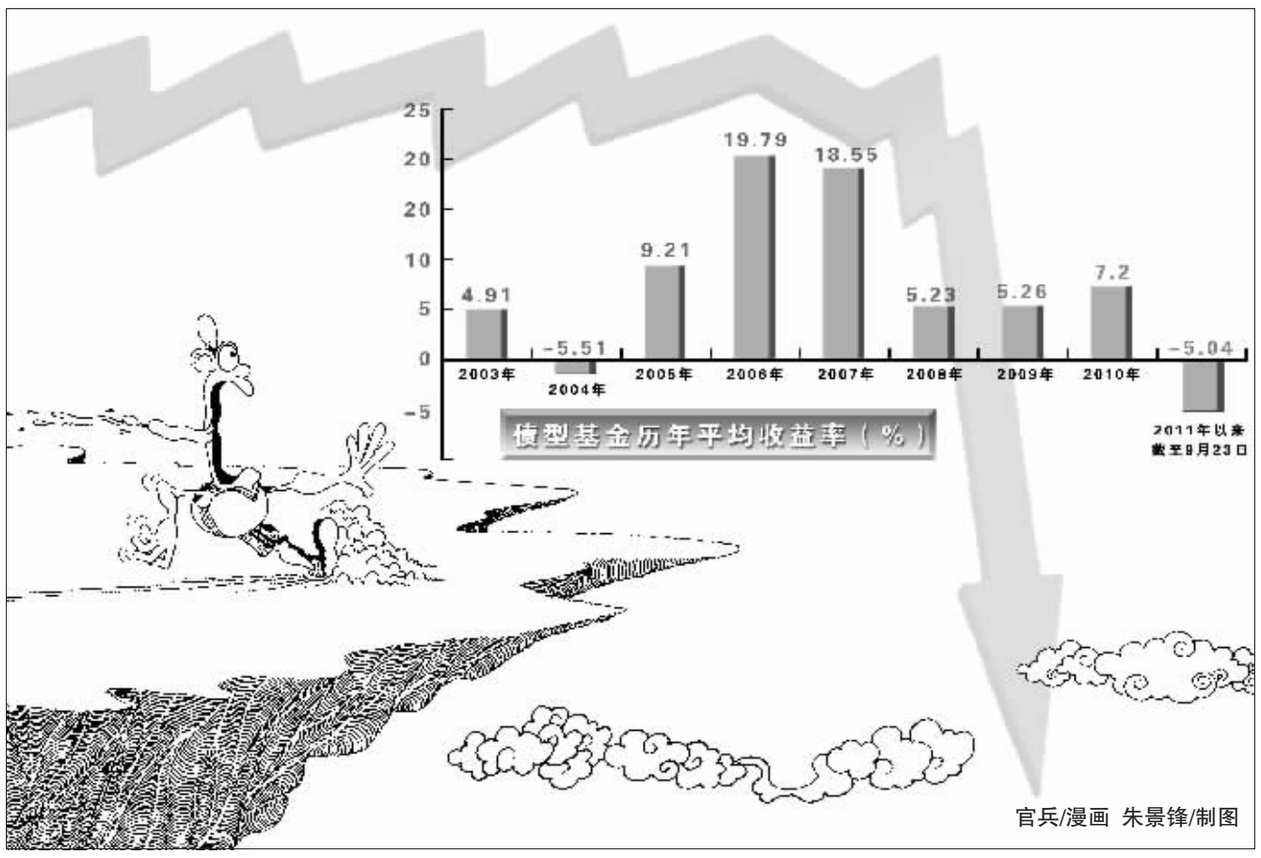
纵观今年影响债市收益的黑天鹅，可谓层出不穷。上半年债市大部分时间表现平稳，但股市表现不佳，特别是新股大面积破发给打新一级债基和二级债基造成极大损失。股票投资部分的“小马达”故障成为上半年债基亏损的主要来源。

国信证券日前对年初以来债券基金打新对业绩的影响进行了专门研究发现，2011年上半年普通债券基金整体亏损为1.07亿。根据国信证券的测算，2011年打新导致的亏损为1.47亿，2010年打新未解禁新股造成的损失为2.8亿，二者累计亏损为4.28亿。由此可见，普通债券基金在新股上损失较大。2011年上半年强债基金整体亏损为1.3亿，亏损比例为3.34%。根据测算，2011年打新导致的亏损为258万，2010年打新未解禁新股造成的损失为2983万，二者累计亏损为3241万。强债基金参与新股比例较低，亏损主要是由于二级市场主动配置股票以及可转债等资产因素造成的。

从6月底开始，债市“黑天鹅”开始起飞。先是6月底城投债风波引发市场恐慌性下跌，7月份信用风险蔓延至铁道债，并最终引发整个企业债市场的调整，而且，6月底7月初流动性异常紧张，中短期限的利率债、信用债也陷入调整。8月份，本已企稳的债市受到央行扩大准备金缴存范围政策的影响，出现了大幅下跌。市场因担心再次出现流动性紧张，流动性最佳的转债品种遭到恐慌性杀跌，中信标普可转债指数在8月下跌了5.52%，9月份以来再度大跌5.44%，可转债估值体系完全混乱。国债市场收益率曲线平坦化上移，中长端平均上移10个基点。

“可转债的大幅下跌是因为双重‘黑天鹅’事件的叠加（中央银行扩大准备金缴存范围以及中石化转债2.0的发行计划），更深层次的原因，则是流动性紧缩的环境下，资金利率高企，提高了任何一种资产持有的机会成本，转债这种溢价较高，转股预期不明确的资产，持有的机会成本显得尤其高。未来，转债市场必然面临着寻找新的估值中枢。”对于8月份以来可转债的暴跌，国富强债基金经理认为更多的是流动性危机。

业内人士表示，当前，除了居高不下的消费者物价指数（CPI）之外，流动性持续偏紧的状况在毫无放松的货币政策压制下，不会有明显的好转。而债券供给在社会融资难的背景下也不会有所收敛，加之近期转债狂跌事件以及分级债基跌停现象，使得投资者对当前的债券市场纷纷规避，风险在短期内难以完全释放。



官兵/漫画 朱景锋/制图

债市前景之辩:熊市下半场还是黎明前的黑暗

经历了前三季度的“血雨腥风”，债市的前景变得更加扑朔迷离，是熊市下半场、黎明前的黑暗还是触底反弹，基金经理和研究机构们似乎都陷入了迷茫之中。

一些基金认为债市即将迎来投资机会，上投摩根强化回报基金经理杨成认为，在四季度利率品种、信用品种和可转债都存在比较好的投资机会，而未来一年的债券市场将会取得超越历史平均水平的回报。分品种来看，杨成认为利率品种存在较好交易性机会，信用品种处于倒挂状态。随着资金面的缓解，短期品种收益率会逐步下行，因此会有不错的投资机会。对于转债市场，经过8月份以来的大幅下跌之后，转债的债性已经非常显著，已经到了低位配置阶段。

和杨成一样较为乐观的还有国海证券，国海证券认为债市“已到熊市之末，蓄势待发”。据国海证券分析，随着经济和通胀的双双回落，国内政策进一步收紧的概率不大；欧美饱受债务困扰，经济增长乏力，使得我国出口下滑的风险增大。因此，央行的态度将转为谨慎，紧缩政策可能已经接近尾声，而且目前的收益率水平已经接近2007年年底的水平，债券具备了较好的配置价值。国海证券判断，市场已经处于熊市之末，正在经历最艰难的时期。虽然市场情绪普遍较为谨慎，但是从收益率曲线极度平坦化可以看出，市场中仍然不乏乐观的情绪：中长期收益率较为稳定，说明对政策收紧接近尾声的乐观预期正在发酵，市场也正在积蓄力量。随着四季度资金面的缓解、政策平稳预期的兑现，债券市场有望出现修复性行情。

一些基金经理则认为，债市目前还处于黎明前最黑暗的时期，短期反弹的概率不大。国富强债的基金经理认为，无论怎样，目前债市正在悄然从黑暗逐步走向黎明。“外围局势的动荡不安和国内紧缩政策形成鲜明对比，增加了投资的两难。短期看，政策不具备放松的可能。资金的风险偏好将维持在较低水平，风险资产的估值难以扩展。紧缩政策的持续时间和力度超过预期，增加了债市获利的可能性。我们认为利率产品目前的收益率水平具备一定的获利空间，最大的风险是流动性的高度不确定。”

中海基金也认为，在经济缓慢回落，物价仍处高位的国内背景下，货币政策难有迅速转向和放松的余地。在宏观政策面未发生大的变化的情况下，后续债券市场短期内变化还是会以流动性为主要影响因素。预计短期内利率产品收益率仍将呈下降走势，但是随着季末的临近，收益率下降的空间较为有限。若季末收益率出现较大幅度的上升，利率品种也许存在反弹的机会。

信达证券分析师李建朋对债市保持悲观态度，认为债市或存在熊市下半场，他认为消费者物价指数（CPI）的短期小幅波动还难以解释为通胀的拐点，货币政策紧缩的基调也难以轻易放松。与此同时，保险机构和商业银行作为债券市场的两大主力，对债券的需求可能有所萎缩。这意味着债券的熊市还可能有“下半场”，收益率还将高位运行，特别是信用债方面，此时谋求高收益犹如“火中取栗”。

（朱景锋）

■摩根天下 | J.P. Morgan View

欧债危机仍将持续发酵

加强整合也许是欧洲最终解决方案的一部分，但短期内不可能成事。而且，我们也不应预期这种速度，因为这种整合本身其实是一项政治过程。

市场上关于欧洲应该提供全面且大规模解决方案的呼声越来越高，虽然所探讨方案的具体内容各有不同，但某种程度上都涉及加强欧洲整合。

由欧洲引发的波动市况仍会在短期内存在，而市场也将继续缺乏信心。

欧元区周边国家所引发的欧债危机看起来将旷日持久，非但很难在短期内得到平息，而且还有愈演愈烈之势。摩根资产管理认为，尽管问题最终可能会通过欧洲加强整合而获得解决，但短期而言，市况很有可能持续波动，投资信心亦将继续低迷。

最近，部分欧洲银行因为所持周边国家的债券而引发偿债能力忧虑，结果导致欧洲金融机构的美元融资成本出现飙升。面对美元融资市场资金枯竭，全球主要央行被迫联手行动，欧洲央行、美国联储局、英格兰银行、日本央行和瑞士央行承诺，向欧洲贷款机构提供三个月期美元贷款，暂时纾缓了欧洲银行的燃眉之急。

我们认为，目前最迫切的违约风险仍在于希腊，当地政府未能实现获国基会及欧盟批出拯救基金的减赤目标。希腊10年期债券收益率因而急升，信用违约掉期价格亦显示违约几乎是在所难免。

德国总理默克尔为此向市场保证不会任由希腊出现“不受控制的无力偿债”情况，并与法国总统萨科齐及希腊总理帕潘德里欧举行电话会议，三国领袖坚持希腊应留在欧元区，并履行其债务承担。

尽管欧洲决策当局自危机爆发以来已经多番出手应对，但受波及的范围却不断扩大，影响程度亦有所加剧，市场对于各国意见不一、措施进度迟缓和力度微弱，亦持续感到失望。近来，市场上关于欧洲应该提供全面且大规模解决方案的呼声越来越高，虽然所探讨方案的具体内容各有不同，但某程度上都涉及加强欧洲整合。

我们认为，加强整合也许是欧洲最终解决方案的一部分，但短期内不可能成事。而且，我们也不应预期这种速度，因为这种整合本身其实是一项政治过程。

面对欧洲分裂或加强整合的选择，预计欧洲最终会加强整合。在三年或五年时间内，甚至会出现某种形式的“欧洲合众国”，拥有流通性足以挑战美国国库券市场的统一债券市场，以及可以和美元同享储备货币地位、分庭抗礼的货币。

但在现今这个不停运作的市场上，对很多人来说，这个结果需要的时间太长。我们预计，由欧洲引发的波动市况仍会在短期内持续扰攘，而市场亦将继续缺乏信心。

摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management)
摩根 资产管理

主动管理型VS指数型:费率水平决定长期业绩

Phototex/供图

主动管理或指数化投资不应作为基金的筛选标准。投资者较为稳妥的方法应当是，从费用最低廉的数只基金入手，考察长期业绩、基金公司品牌、管理团队、投资策略等关键信息，结合自身资产配置的需要，抓住其中最能赚钱的几只。

车小婵

在美国共同基金业，主动型与指数型孰优孰劣的争论可谓经年累月，但比较二者业绩表现的文章却少之又少。晨星最近关于这一论题的研究数据表明，良好的长期业绩表现无关乎主动型或被动型，而在于费用成本之高低。而且，需要特别强调的是，低费率并不必然指向被动型指数化投资。

一切让数据说话

我们将所考察的基金按照资产大类分组，采用成功率指标（success ratio）来分别衡量主动管理型股票基金与指数型基金跨五年期的业绩变化水平。成功率指标是指一定投资年限之后基金继续存在运作并能超越同类平均业绩水准的概率。美国每年都有不在少数的开放式基金由于业绩太差被公司迅速清盘或合并，以期美化年报数据。而成功率指标能够消除生存偏差（survivorship bias）效应，并实现不同资产大类的基金间“苹果对苹果”的比较。

研究结果表明，从截至2010年12月31日过去五年的业绩来看，被动型基金的表现要略好于主动管理型基金。美股基金中，39%的指数型基金成功存活并战胜同类平均业绩水平，主动型的这一数据是34%。而海外股票基金中，主动管理型基金以33%的成功率将指数型的18%甩出老远。究其原因，在于跟踪EAFE指数的基金中新兴市场股票的比重要远低于主动管理型海外股票基金。混合型基金中，指数型完胜主动管理型。尽管此类基金的数目是最少的——统计期间之初仅有52只，却有高达62%的指数型混合基金成功存活并击败同类平均业绩，主动管理型混合基金的成功率仅32%。应税债券型基金仍是指数型基金略胜一筹的，主动管理型债券基金的成功率为42%，指数型则以56%的水平胜出。毫无疑问，在2008年的次贷危机中，这些主动管理型债券基金持有的政府债都远低于巴克莱全债指数水平，缺乏政府的背书支持，损失惨重。当然，2009年市场回暖时主动型债券基金净值的回升幅度也更大、速度更快。

另外，数据表明，不论何种资产大类，五星评级的基金五年后的成功率明显高于相应的指数型或主动管理型基金。2005年末获得五星评级的美股基金五年后的2010年末的成功率为51%，海外股票基金约52%，混合型为69%，应税债券型则为63%，均高于指数型与主动管理型的平均水平。

低费率为王

我们认为，以单个指标为导向来挑选基金不是理性的投资行为，将收益率、风险程度、费用等多项指标有机结合起来进行筛选，才能为投资者开列真正具有投资价值的基金名单。依据晨星美国分析师对基金费率数据所作的测试，在所有考察期间内（两年、三年、四年、五年），所有资产大类中，低费率基金全面战胜高费率基金。尤其长期来看，费率可以看作开放式基金长期业绩的强力预测指标。比如，2005年，费率最低的20%美股基金中，截至2010年五年内平均年化总收益率为3.35%，而费率最高的20%美股基金的收益率平均为2.02%。其他各分类基金的数据对比都得到类似的结论。如果用成功率指标来衡量，这一差距就更加明显。因为对比低费率基金，高费率基金的长期业绩更倾向于走弱，以致被清盘或合并。同理，经风险（或佣金）调整过的收益率水平，也验证了我们的这一研究结果。

指数化投资的倡导者们在比较主动与被动型基金时常常引用的论据中隐含着两个假设：即将指数的累计收益当做投资指数基金的总收益，并同时假定主动管理基金的投资者承担的是主动型基金的平均费率成本。这就意味着，指数基金投资者能够神奇地以低于最低费率的成本投资指数，而主动管理型基金投资者总是分不清楚高费率与低费率。这显然是对市场现实和投资者智商的扭曲。

主动管理或指数化投资不应作为基金的筛选标准。投资者可能轻易忽略费用偏低的主动管理型基金，也可能落入指数基金的高费用陷阱。较为稳妥的方法应当是，从费用最低廉的数只基金入手，考察长期业绩、基金公司品牌、管理团队、投资策略等关键信息，结合自身资产配置的需要，抓住其中最能赚钱的几只。长期投资期间内，市场有起有落，基金经理可能一时之间踏错节奏，可能转而风光无限，但费用始终在累积，并不回头。

（作者单位：Morningstar晨星（中国）研究中心）