

2012年，审核城投债的“负责人”一定忙得不可开交。

根据中央国债登记托管结算有限责任公司登记托管的数据显示，2012年全年，银行间债券市场发行的城投类债券（仅包括中期票据和企业债两种形式）累计已达6367.9亿元。从占比看，2012年城投债发行量占银行间市场当年发行总量的比例达11%，较上一年同期上升7个百分点；其占信用类债券发行总量比例达34%，较上一年同期上升14个百分点。

这一数字估计连那位一直埋头签字的“负责人”也要大吃一惊。2012年的发行量水平与2011年相比，增加了3805.9亿元，同比增长148%。要知道从2008年至今，城投债的存量债务总量约为1.46万亿元，仅仅在一年的时间里，就有超过存量债务40%的城投债诞生。

在银行贷款收紧、鼓励直接融资的市场环境里，更多的地方政府将目光投向了债券。因此，在业内很多人看来，2013年又将是城投债发行的大年，有乐观者估计，2013年城投债的发行量将超过一万亿元。

当机构恋上城投债

稍微有点经济学常识的人都听说过供求关系对市场的影响。当供应量太大时，势必会对产品的走势造成压力导致产品价格下降。而在城投债发行量放量增长的2012年，接盘的更是大有人在。

在一位大型券商高级债券分析师眼中，城投债是一些“三高”机构的投资首选。这“三高”可不是经常出现在你的体检表上的那些，在这里，“三高”指的是收益要求高、资金成本高、风险偏好也相对较高。

城投债首当其冲的“追求者”是银行理财产品。银行理财产品与城投债的成长足迹相伴相随。银监会最新数据显示，截至2012年11月末，全国银行业金融机构理财产品余额达7.61万亿元，较2011年末的4.59万亿元大幅增长。

银行理财产品这个不差钱的“高帅富”自然不会放弃“白富美”的城投债。“2012年银行理财产品提供了不少城投债，银行理财产品有高收益才能吸引客户，因此他们对高收益资产的需求很大。”上述分析师表示。

在股市表现差强人意的情况下，城投债成为了比较靠谱的投资品种。在业内人士看来，对于银行理财产品和基金类机构而言，城投债属于风险和收益相对平衡的投资产品。

2012年基金对城投债的“恋情”也在急剧升温。中国债券信息网数据显示，2011

城投债收益率去年最高接近9%，在业内很多人看来，2013年又将是城投债发行的大年，但去年最后两月城投债的投资主力——保险机构却加大了减持企业债的力度，2012年11月、12月保险机构持企业债规模累计减少近400亿元。



城投债还能美多久？

本报记者 陈果静

年末基金类机构持有的企业债余额为2406.55亿元，到2012年末持有余额已达到5715.18亿元，增长137.5%。如此一往情深的“恋情”在此前似乎并没这么明显，2009年末，基金持企业债的规模仅为744.66亿元，短短3年膨胀了6.3倍。

除此之外，城投债的“追求者”名单还很长，众多城商行、农信社、保险等机构都位列其中。

如此大排长龙的“追求”架势，都是缘于城投债2012年的强劲表现。

与白开水一般、平平淡淡的利率债平均3%至4.5%的年回报率相比，再比照非城投类企业债的约5%的年回报率，城投债收益率在去年最高接近9%，就算目前收益率有所回落，现在市场上已很难再找到比它更合适的债券投资品种。

如果从2012年1月1日起就持有某只期限为3年，收益率在8.5%左右的地级城投债，那么到了年底，你一定赚得盆满钵满。中信证券信用产品分析师估算，在这样的情况下，一年的回报率最高能达到13%至15%，一般来说也能赚8%到10%。

可能这个数字本身不能说明什么，但对

比最大众化的银行理财产品年均4.5%的收益率，这个数字显得格外可爱。而229只开放式债券基金平均涨幅达到7.06%，它们可是城投债的购买主力之一，同期偏股型基金的平均收益率只有5.6%左右。

隐忧凸显

对城投债略有了解的人会发现这样一个值得回味的现象，此前热捧城投债的主力——保险机构似乎正在慢慢“变心”。

中国债券信息网数据显示，2010年末保险机构持企业债余额一度达到5497.22亿元，但此后每年保险机构持企业债余额都呈现减少的趋势。2011年保险机构持企业债余额减少了433.15亿元，即使在去年企业债发行规模翻倍的年份，保险机构持企业债的余额还是减少了222.36亿元。去年最后两月保险机构加大减持企业债的力度，2012年11月、12月保险机构持企业债规模累计减少近400亿元。

“保险机构资本成本比较高，高达5%的成本去投利率债，其他的企业债注定收益过低，大部分都是投向了城投债。”申银万国分

析师表示。

虽然目前保险机构持有城投债余额仍不少，尽管城投债的中长期限与保险机构的资产配置需求相吻合，但近年来保险机构的总体动作是减持城投债。

去年一年，城投债收益率下滑明显。2012年1季度其收益率约在8.5%至9%之间，而2季度大幅下行至6.5%左右，3季度小幅反弹至7%，目前大约在6.7%的水平。

在债券市场，收益率和价格是跷跷板似的关系，你上我下。保险机构或许是市场嗅觉最灵敏的买家，他们在城投债价格不断的上涨中，嗅出的是危险的气息。

从2011年云投事件引发城投债抛售潮开始，风险一词一直都与城投债相伴。

市场上的乐观者认为，城投债系统性风险在2013年并不会爆发。毕竟从到期时间来看，已发行城投债到期时间集中在2015年以后，2016年及2017年到期量最大。

2013年大部分只是付息，并不会有什大规模的风险事件，如果有也是个例。他们还看到，与融资平台抵押贷款占比来看，城投债1.46万亿的存量债务与融资平台5万亿的存量相比，比重仍然较小，风险

景顺核心基金是2012年表现最优异的股票型基金，选股能力优秀，对风险的把控较好。

股票型基金核心竞争力分析

国金证券研究所 王聃聃 张剑辉

景顺核心基金在成立以来的短时间内展现出良好的投资能力。2012年，景顺核心基金全年净值增长31.71%，在同业292只股票型基金中排名第一，各个季度平稳居前的表现成就良好的累计收益，堪称2012最牛股票型基金。

在过去的2012年，景顺核心基金全年各个季度平稳居前的表现成就良好的累计收益，除了建仓期积极、快速的把握，对低估值市场行情的提前布局、适度灵活都助力基金业绩的提升。

景顺核心在2011年底成立后快速建仓，到一季度末股票仓位已经超过90%，积极把握住了一季度市场反弹行情，同时对低估值板块的提前布局也契合了市场投资机会，尤其在一季度和四季度低估值周期、蓝筹板块主导的行情中，展现了其左侧布局的优势。

除了良好的绝对收益，景顺核心基金在风险控制上也有较好的把握，从风险调整后收益的排名来看，2012年全年位于同业第一名，各个阶段的指标也表现出稳定靠前的特征，实现了风险和收益良好的配比效果。

纵观基金成立以来各个季度的行业配置情况，景顺核心更注重对低估值板块的布局，并适当兼顾确定性强、具备成长性行业的配置。但同时景顺核心基金在行业配置上并不过度集中投资于某一板块，较大程度降低了集中持有带来的业绩波动。在此基础上，基金的行业配置基本保持稳定，并不做过多的频繁操作。这一操作策略，在过去的2012年中较好地匹配了市场环境，一方面搭乘了低估值行业的修复行情，另一方面兼顾了年内确定性、成长性行业的结构性行情。

从其2012年3个季度的投资组合可以看到，基金侧重低估值板块、行业的布局及持有，自2012年年初即对地产、建筑、银行、机械等低估值、业绩确定性相对强的行

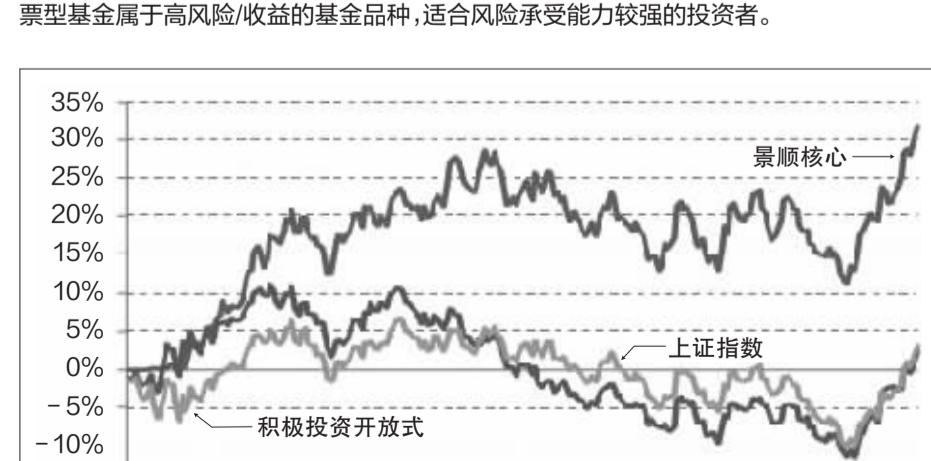
业有所布局。在此基础上，基金的行业配置基本保持稳定，并不做过多的频繁操作，这一操作策略取得了明显的效果，尤其是第一季度和年末的估值修复行情中，为基金业绩贡献突出。

与此同时，景顺核心基金在行业上也兼顾对成长性行业的适度灵活操作，比如对电子、医药生物等行业在2012年的阶段持有，尤其是在2012年三季度明显提升医药生物行业的持有比例，较好地把握了此阶段的结构性行情。

良好的选股能力以及价值投资理念的贯彻是景顺核心基金自成立以来取得较好收益的重要来源。景顺核心基金在自下而上的选股上秉承公司价值投资的理念，精选估值安全边际高且具备高成长性的个股进行中长期投资。从三个季度的重仓股数据来看，2012年三季度重仓股留存度70%，二季度重仓股留存度50%；从持股周转率来看，尽管上半年基金尚处于建仓阶段，其周转率也仅有0.8倍，低于同业1.1倍的水平；而从反映基金投资组合的市盈率统计来看，2012年三季度景顺核心基金平均不到17倍的市盈率明显处于同业中低水平，而2012年一季度和二季度的持股平均市盈率也只有13倍和17倍左右。

风险提示：

从风险的角度来看，根据国金证券基金风险评价体系的标准，景顺长城核心竞争力股票型基金属于高风险/收益的基金品种，适合风险承受能力较强的投资者。



景顺核心基金成立以来业绩走势(截至2012年12月31日)

来源：国金证券研究所 天相投顾

景顺长城基金奉行的投资理念是“宁取细水长流，不要惊涛裂岸，基于基本面分析和价值投资，深度挖掘行业和个股的投资机会”，是价值投资者、长期持有投资风格的代表。无论从基金投资组合的市盈率、重仓股留存度、股票周转率等角度来看，均一致性地体现了这一特征——精选估值安全边际高且具备高成长性的个股进行中长期投资。从三个季度的重仓股数据来看，2012年三季度重仓股留存度70%，二季度重仓股留存度50%；从持股周转率来看，尽管上半年基金尚处于建仓阶段，其周转率也仅有0.8倍，低于同业1.1倍的水平；而从反映基金投资组合的市盈率统计来看，2012年三季度景顺核心基金平均不到17倍的市盈率明显处于同业中低水平，而2012年一季度和二季度的持股平均市盈率也只有13倍和17倍左右。

理财产品动辄几千字的说明书每每让投资者读起来头疼不已，更何况里面还充斥着年化收益率、浮动收益等各种专业术语。本报记者将带您轻松读懂理财产品说明书，拒绝忽悠！

产品风险评级：低风险

这一栏就切切实实在的产品名称的楼下，不过诸位刚读完产品名称的头脑发热的投资者们也许瞬间就跳过了这一栏，脑子里只留下产品名称里头的“保本”二字。淡定点各位！这一栏大家格外应该看清楚。

银行都老老实实地告诉你了，虽然这款理财产品的名称里特意强调了保本，但这款产品并非零风险——买的时候就说好了，回头可别赖我没告诉你。

保本浮动收益型产品

保本型理财产品的保本是针对本金而言，并不能保证产品一定能够盈利。这一理财产品投资于银行间市场信用等级较高、流动性较好的债券或货币市场工具，投资对象风险整体来看相对较低。

这一产品说明书中标注预期最高年化收益率为4%，也就是说产品的年化收益区间为0~4%，浮动一词由此得来。产品到期后，客户方可根据返还的资金折算本期理财实际收益率。

预期最高年化收益率4%

预期收益是指银行认为在“正常”的市场走势下获得的收益，并不是产品承诺的实际收益率。

该类产品限定期限为94天，意味着在银行不提前终止或延期终止的情况下，产品实际计息天数为94天。公布的预期最高年化收益率为4%（假设

实在有限。

与之相比，中央国债登记结算有限责任公司显得忧心忡忡，近日发布的2012年银行间债券市年报指出，随着信用债市场的超速发展，特别是城投类债券的迅猛扩张，2013年信用债爆发倒债危机的可能性将会加大。

他们担忧的其中一项就是城投债的发行主体资质问题。自2008年以来，城投债中AAA级发行人发行的债券规模呈明显下滑态势，已由2008年的40.11%下降到2012年的15.86%。

信用评级公司的评级虚高更是让投资者心生疑窦。虽然99%以上的债券都在AA-以上，但投资人对评级结果并不是十分认可。据统计检验，市场投资人对城投债的内部评级和外部评级的吻合度仅有72.65%，剩余28.35%的债券投资人有所下调。

“风险正在积累。特别是那些2009年之后大规模发行城投债，并多次续发的地区。”中债资信评级业务部高级分析师霍志辉表示。

更为严重的是，城投企业自2011年以来出现的资产注水、核心资产转移、发债主体随意组合的负面事件，显示出城投债发行主体的资质令人担忧。而由于地方政府对城投债的隐性担保——他们才是城投债真正的买单者，投资者往往难以对他们的财政收支状况有一个整体的概念。

不过，最近出台的一系列政策似乎让城投债的风险问题不再那么突出。

国家发改委近日发布的《关于进一步强化企业债券风险管理有关问题的通知》，从资产负债率、担保、评级、募集资金用途、资产注入等8个方面对企业债的发行进行了明确的规定。《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》也进一步规范了地方政府的融资行为。

但仔细看看，这些政策让城投债的发债难度更高、要求更严格，对那些此前集中多次发债，同时地方财政状况不怎么乐观的城投债发行方而言，续发的难度加大了，举新债偿旧债的腾挪术不那么好使了，在目前经济弱增长的环境下，他们还本将成为一大问题，风险爆发的隐忧更加凸显。

还要再过好几个月，等已审核通过的城投债陆续发完，新规下的城投债才能向我们展示其变化。

不断积累的风险或将直接在城投债市场显现出来。申银万国分析师表示，未来城投债发行票面重心或将上移，一级市场利率上行和潜在信用风险会带动二级市场现有债券收益率一起上行。

带你读懂
理财合同



保本≠不亏本

本报记者 陈果静

【案例：平安银行“聚财宝”季添利(保本)2012年320期人民币理财产品】

理财产品动辄几千字的说明书每每让投资者读起来头疼不已，更何况里面还充斥着年化收益率、浮动收益等各种专业术语。本报记者将带您轻松读懂理财产品说明书，拒绝忽悠！

产品风险评级：低风险

这一栏就切切实实在的产品名称的楼下，不过诸位刚读完产品名称的头脑发热的投资者们也许瞬间就跳过了这一栏，脑子里只留下产品名称里头的“保本”二字。淡定点各位！这一栏大家格外应该看清楚。

银行都老老实实地告诉你了，虽然这款理财产品的名称里特意强调了保本，但这款产品并非零风险——买的时候就说好了，回头可别赖我没告诉你。

保本浮动收益型产品

保本型理财产品的保本是针对本金而言，并不能保证产品一定能够盈利。这一理财产品投资于银行间市场信用等级较高、流动性较好的债券或货币市场工具，投资对象风险整体来看相对较低。

这一产品说明书中标注预期最高年化收益率为4%，也就是说产品的年化收益区间为0~4%，浮动一词由此得来。产品到期后，客户方可根据返还的资金折算本期理财实际收益率。

预期最高年化收益率4%

预期收益是指银行认为在“正常”的市场走势下获得的收益，并不是产品承诺的实际收益率。

该类产品限定期限为94天，意味着在银行不提前终止或延期终止的情况下，产品实际计息天数为94天。公布的预期最高年化收益率为4%（假设

购买了5万元该产品，按最高的比例算，销售手续费为57.95=50000 × 0.45% × 94/365；资产管理费为103.01=50000 × 0.80% × 94/365。也就是说，如果一分钱都赚不到，还要补偿银行160块钱左右的小费，这还不算被通货膨胀侵蚀3个月的损失。