

敢于尝试、大胆创新的对冲基金，也时常带来惊人的业绩。处在“青春”年华的国内对冲基金仍然存在一些不成熟之处，包括业绩稳定性、硬件、净值估算、人才储备等。投资者不仅要考虑风格的匹配，也要考察基金的历史业绩和业绩延续性等因素。

对冲基金正“青春”

好买基金研究中心 朱世杰

由于涉及的金融衍生品繁杂，对冲基金的具体策略种类繁多、跨度巨大，不同机构也有不同的分类方式。海外已经有比较成熟的对冲基金分类体系，但由于硬件、人员、投资标的限制等原因，目前只有一部分策略类型的对冲基金在国内生根发芽。因此，好买基金研究中心将现在运行基金数量较多的几个策略类型单独归类，具体策略分为多空仓、宏观策略、市场中性、定向增发、套利和管理期货。

根据好买的不完全统计，截至2013年4月末，国内运行的对冲基金已经超过130只，多数都是在2012年成立的，历史业绩较短，其中有近50只在2012年下半年成立。因此，好买仅统计对冲基金近半年的业绩，以此进行分析。

近半年以来，沪深300指数上涨8.54%，除了市场中性策略外，其余5个类别的对冲基金同期平均业绩均超过指数。业绩最好的一类为宏观策略，近半年平均业绩为44.42%，不过业绩具有一定偶然性。排名第二的策略类型为多空仓型，均为创赢旗下的产品，近半年平均收益为32.05%。上述宏观策略、多空仓基金目前数量还很少，不具备代表性，业绩仅供参考。排名第三的为定向增发类基金，这类基金也是目前数量最多的一种对冲策略基金，近半年股市上涨也是定向增发类基金走强的重要原因。此外，套利、管理期货两类对冲基金近半年也取得了超过10%的平均业绩。

对冲基金不仅在策略创新上领先一步，其中不少优秀的对冲基金的业绩更是一马当先。可以看到，宏观策略、多空仓、定向增发、套利这4个策略中排名靠前的基金近半年都取得了30%以上的收益。这些对冲基金，不仅远超指数，相比传统多头私募中的佼佼者也毫不逊色，同时也跑赢了大多数公募偏股型基金。以套利型基金淘利趋势1号为例，该基金成立不到1年，累计已经取得151%的收益。其他策略中优秀的对冲基金也有很多。如采用宏观策略的泓湖重域，定向增发策略的中乾景隆2期，近半年表现都在同类基金中领先。此外，还有一些业绩出众的对冲基金，如市场中性策略的信合东方合伙企业、管理期货的鹏昂商品对冲1期、凯丰基金以往都走出过不俗的上涨走势。

不过，即便业绩如此优秀，国内对冲基金仍然存在一些不成熟之处，包括业绩稳定性、硬件、净值估算、人才储备等等。

同私募基金一样，投资者选择对冲基金也有相同的步骤和逻辑。虽然对冲基金的策略千变万化，但每类策略乃至每只基金都有一定的风格，保守、稳健或是激进。选择与自身风格相符的基金，仍然是投资者需要优先考虑的。例如，保守型投资者可以选市场中性基金，或是套利策略基金中的低风险基金，海外优秀的市场中性基金在任何市场环境下都能获得5%至8%的年化收益。稳健的投资者可以考虑多空仓等类型的基金。而激进型投资者则可以考虑宏观策略、定向增发以及管理期货中的高风险基金。每个基金都应该同自身类别基金的风险度一致，如果风险度发生偏离，如某基金属于稳健的市场中性基金，但却表现出大幅波动的走势，那投资者一定要格外注意。

在风格匹配后，基金的历史业绩和业绩延续性则是考察基金本身最重要的因素。投资者可以考察基金的以往业绩，或基金经理管理同策略基金的历史情况。对于一些海归基金经理，如果在国内管理时间较短，则可以考察其在海外时期的管理业绩、任职机构、担任职位等情况，而这类基金经理在国内的适应程度，也是不得不考虑的因素。当然，除了看历史，更要考察基金业绩的延续性。基金经理是否更换、其投资理念和风格是否变迁，都会影响基金能否延续良好业绩。还有一些客观的因素，例如市场风格转变、基金自身规模、同类基金数量、量化模型对市场变化的适应性，也会左右基金业绩。

此外，对一些策略特别的对冲基金，考察的重点也有所不同。比如，一些采用量化模型、程序化交易的对冲基金，一支专门的金融工程和IT团队是必不可少的。

三季度的债券魔咒

交银施罗德 张靖爽



2009年至2012年，每年三季度债券市场都会面临一场幅度不轻的下跌，究其原因各有不同，或因货币政策（加息、提准、央票重启）、或因通胀预期升温（QE、海外大宗商品上涨、房地产价格上涨）、或因经济增长、或因负面信用新闻……历史不会重演但却惊人地相似。今年三季度，债市会怎样——

回顾过去4年三季度的债券市场，有信用债与利率债同跌的时期，也有分化的阶段。2010年国债和3年AAA中票的收益率绝对水平和走势都比较一致，但2011年以后，个券的负面新闻让市场意识到中国不再是没有任何信用风险的市场，中票与国债在绝对水平和走势都出现分化。

四次下跌 殊途同归

2009年三季度，在事隔半年之后，中央银行重启了1年期票据发行，并从7月9日到8月18日主动引导利率上行，期间10年期国债从3.25%上行至3.52%。此后长期利率出现了回落态势，究其原因，主要是期间发布的经济数据揭示出宏观经济依然处于复苏的轨道中，但相较二季度数据传递的信息，市场预期被明显高估，此时出现了修正。同时，1年期央票发行利率止住上行也触发了该波修复行情的序幕。

而9月9日至10月16日，国债利率一度冲高到3.7%，一是因为9月份公布的信贷和投资数据强于市场预期，二是此后公布的贸易数据继续超预期，进一步强化了这轮抛售。

2010年8月末，债券市场风云突变。8月份PPI环比增速超越历史平均增长速度，财政支出明显增大，10月19日，央行启动降息周期以来的首度加息，市场在基本没有预期的情况下出现恐慌性调整，大量机构展开了“降杠杆”行为。

2011年三季度的债市，可谓刻骨铭心。CPI持续维持在6%以上，6月份工业增加值达15.1%，政府把控通胀作为首要目标，从年初至6月20日一共六次上调存款准备金率，上调幅度达250bp（基点），并于7月7日第三次上调存贷款利

率，无论是银行间还是实体经济都出现普遍的融资难状况。由于对货币紧缩产生的经济悲观预期，10年国债不升反降，而信用债出现了市场上难得的一次与利率债走势的分化。

至于2012年三季度的下跌，究其原因，一是美国天气异常，大豆等农产品价格快速上涨，同时房价出现一波显著的反弹而引发市场的通胀预期；二是政府对经济的容忍度提高后并没有继续宽松，甚至出现了适度的流动性收紧，在此背景下，债券市场各品种收益率全面上行。

信用市场遭遇“多事之秋”

2011年三季度无疑是信用市场的“分水岭”。2009、2010年各评级各期限的信用利差全面处于历史四分之一分位数以下，2011年后，信用利差迅速达到历史最高位，固定收益市场的信用风险的关注度快速升温。

云投的资产划拨事件点燃了市场对信用风险担忧的导火索，银监会、审计署等官方机构公布了地方政府债务余额情况，市场担忧政府对城投平台的清理会伴随违约事件，城投债快速下跌，城投债一级市场发行收益率逐级攀高，更有甚者高达9%以上。

同时，货币当局收紧流动性，银行间资金成本上了一个新台阶，而实体经

济的加权票据融资利率高达9%以上，创出历史新高。雪上加霜的是，当时债券型基金普遍因面临大量赎回而被动卖出资产，债券市场从低等级债开始下跌，逐渐传导至流动性好的转债和高等级信用债，一个季度中1年期AA短融最大升幅达到了190bp，每个期限和每个评级的信用利差都创出历史新高点。

2012年三季度市场因内外部因素导致通胀预期上升，从而推动长端收益率上行，祸不单行的是，光伏行业景气度下滑，市场上光伏类债券频频出现负面新闻，而政府对违约的容忍度提高，种种因素助推了信用利差的扩大。

从期限利差角度来看，尽管2009至2010年期间有所波动，但仍保持在合理范围，而2011年、2012年该利差则经历了一些不常见的变化。

2011年三季度整个债券市场出现惨烈的普跌，而由于受资金面影响大且流动性相对中票较好，短融收益率快速上升，曾一度与3年中票出现收益率倒挂。5年和3年中票之间的等级利差一路下降，流动性越好的品种收益率波动越大，1年、3年、5年中短期票据收益率差距很小，收益率曲线极度平坦化。值得注意的是，三年期品种在2012年三季度表现出了较强的抗跌性，其信用利差保持在区间震荡。（3—1）年的期限利差因为流动性紧张迅速收窄，季末AA中短期票据的该利差在45bp至50bp之间，处于历史四分之一分位数以下，事后证明，在三季度末选择蝶式交易是回报更大的一种策略。

链接

5月债市风云

近期整体风险偏好依然较高，低息环境和对美国中期重回增长的乐观情绪继续推动美股创出新高。5月最后一周，美国三大指数中道琼斯、标普和纳指分别上涨0.5%、-0.1%和0.8%，美国国债继续上涨，2年期和10年期收益率回升至0.29%和2.13%，欧洲主权债收益率整体较为稳定。

政策方面，美联储表示，美国经济仍受到高失业与政府减支的制约，过早收紧政策将危及复苏，央行可能会决定让其资产负债表上的资产自然到期，而不是在退出创纪录的货币宽松政策期间卖出。

目前来看，二季度美国经济走弱概率较高，伴之而来的企业盈利也存在一定压力。受外围市场调整影响，港股终止了4月下旬以来的反弹。预计在未来一段时间内，受基本面的不确定以及流动性影响，香港市场很难走出独立行情，近期市场热点呈现出散乱的局面，周期性行业走势疲软，其整体波动将主要受中美两国市场的影响，建议投资者将精力放在个股选择上。

期间，我国债券市场持续受到偏紧资金面的不利影响，7天上海银行间同业拆放利率收于4.78%，1个月Shibor（上海银行间同业拆放利率）收于4.01%。10年期国债收益率小幅上行约2个基点至3.4399%，票据直贴利率小幅上升至3.95%。

（资料来源：交银施罗德）



拼财富

主持人 钱筭施

游戏规则

阿拉伯数字为横向填字；汉字为纵向填字；每格填一个字，灰色区域不用填字；格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

		1	二		一
	三	2			四
3					5 五
					六
7		6			七
八			九	十	
		8			
9				10	

横向

1、指个人所得税的“利息、股息、红利所得”税目，主要指对个人在中国境内储蓄人民币、外币而取得的利息所得征收的个人所得税。

2、指公司最初所定股票票面值。

3、指现金占商业银行活期存款的比率，又称现金漏损率或提现率。

4、为别人炒股的人。

5、指上市公司购买本公司债券的行为。

6、指带有上下影线，且阴线实体较短的K线，这种K线预示不明。

7、指同时投资于股票、债券和货币市场等工具，没有明确的投资方向的基金，其风险低于股票型基金，预期收益高于债券型基金。

8、简称VC，广义上泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资，狭义上指以高新技术为基础，生产与经营技术密集型产品的投资。

9、指由于公司股本增加，每股股票所代表的企业实际价值（每股净资产）有所减少，需要在发生该事实之后从股票市场价格中剔除这部分因素，而形成的剔除行为。

10、全称可转换公司债券，在目前国内市场，指在一定条件下可以被转换成公司股票的债券。

纵向

一、又称“账面价值”，是股票价值的一种，通过公司的财务报表计算而得，是股东权益的会计反映，或者说是股票所对应的公司当年自有资金价值。

二、指债券的年利率，相当于债券面值的某个百分比。

三、指申请者将手中持有的基金单位按公布的价格卖出并收回现金的行为。

四、特指在金融市场中，受过良好教育，但思路清晰，用自己的思想和智慧去了解市场的变化，并从中发现交易机会，参与交易，以获得盈利的交易者。

五、通常指价格变动幅度较小，比较稳定，最高价与最低价相差不大的行情。

六、指专门投资于债券的基金，它通过集中众多投资者的资金，对债券进行组合投资，寻求较为稳定的收益。

七、指经常进出股票，持股周期较短，从中赚取差价的人。

八、指价格可能脱离过去的价位而在短期内大幅上涨的股票。

九、衡量证券公司资本充足和资产流动性状况的一个综合性监管指标，通过对证券公司该指标情况的监控，监管部门可以准确及时地掌握证券公司的偿付能力，防范流动性风险。

十、指上市公司依照法定程序发行、约定在一年以上期限内还本付息的有价证券。

答案

		1利	二息	税	一净
	三基	2票	面	价	值
3现	金	比	率		四作
		赎			5操五盘手
5转	六债	回	售		整
		券			7短
7混	合基	金		6小阴线	
八黑	金			九净客	十公
马		8风	险投	资	司
9股	票	除权		本	10可转债

横向：1、利息税 2、票面价值 3、现金比率 4、操作手 5、转债回售 6、小阴线 7、混合基金 8、风险投资 9、股票除权 10、可转债

纵向：一、净值 二、息票率 三、基金赎回 四、作手 五、大盘 六、债券基金 七、短线客 八、黑马股 九、净资本 十、公司债

新飞电器内伤难治

中债资信 吕明远 林雅醴

同时，公司不断爆出负面消息。2011年，由于与外资管理层经营理念不合，新飞电器原运营总裁王建华，技术中心总经理梁尚勇，首席运营官、总经理兼法人代表丁俊，冰箱销售总经理羊健相继离职，给公司运营与渠道体系带来严重冲击。

2012年10月初，数万名新飞员工展开为期一周的罢工与理性维权，引爆公司矛盾的新一轮高潮。2012年下半年，新飞电器位于河南新乡的三个生产基地大部分生产线已经停产。2013年3月，公司董事长阮建平以及由其引进的原特灵空调人马全部出走。

“跨国联姻”后，合资双方在战略定位、经营理念等方面的分歧是新飞电器陷入经营困局的核心原因。丰隆集团在投资新飞前并没有家电业务的专业化运营队伍和市场经验，其着力推行的一系列西式管理理念，在新飞遭遇了严重的水土不服，直接导致新飞电器管理架构相对混乱及经营战略无序。受近年公司业绩持续下滑影响，员工薪酬数十年维持在近千元水平，也进一

步激化了投资方与经营者的矛盾。其次，对于新飞电器，丰隆集团定位于资本运作，希望通过投资实现短期获利，新乡市政府却希望借助对方的资本实力快速做大新飞电器，带动当地经济发展。

其实，类似新飞这样的在合资后衰落的案例在冰箱行业并不鲜见，曾被格林柯尔入主后的容声、美菱也出现过连年亏损，而后分别被海信和长虹收购之后才重拾增长之势。而丰隆集团也不是第一次在合作案例中充当类似角色，1993年其入股玉柴国际后，手持的金股特权（一票否决权）成为相当长一段时间内制约玉柴国际发展的桎梏。

根据公开信息，新飞电器已复工。尽管如此，本次“停复工”仍折射出新飞电器在公司治理及经营管理层面存在的深层次矛盾，在相关问题无法得到实质改善的情况下，其未来经营状况恐难获得改观，尤其是在目前国内冰箱市场已被海尔、美的、海信、长虹等综合型家电企业牢牢把控的局面上。