

基金配置策略——

风格轮换看估值

张宇

中采PMI已连续7个月创新高，不过，其增幅已呈现缩窄之势。四季度，市场流动性和前期估值上涨过快的板块表现不容乐观。10月以来，A股市场主要指数全线下跌，且中小板和创业板大幅调整。分行业板块看，农林牧渔、医疗器械、公用事业等行业相对表现强势，而前期涨幅过大的文化娱乐传媒、信息技术等行业表现领跌。

海外市场来看，美国非农数据不达预期，但增强了美联储今年年内不缩减QE的预期，国际股市普遍上涨。即将来临的圣诞季，是美国传统的消费旺季。再加上就业人数的增长以及工资的增长，四季度消费将有可能对美国经济贡献较大。

11月之后，A股市场上的乐观情绪和过高预期，将会遭遇现实挫折，需要警惕相关改革主题利好兑现和创业板泡沫的破裂。目前，前三季度获利丰厚的投资者已无心恋战，获利了结引发的调整可能会持续一段时间。投资者待市场企稳后，则可能会轻仓参与主题投资，包括O2O主题及相应的物流板块的投资机会、涨价题材为农业股带来的投资机会等。因此，风格转换之下，被挤泡沫后的成长/消费板块仍可能是持续的重点投资机。

基金投资组合上，宜采取防御策略。减配A股市场权益类基金，或者将A股基金配置在以医疗、消费等稳健增长类资产风格为主的品种；在海外市场基金中，总体看目前美股的风险收益配比较好，可以考虑增配美股QDII，尤其

是受益即将来临的“圣诞季”的奢侈消费品行业基金，以及受益美国房地产市场回暖的房地产业基金。

权益类基金方面，建议由稳健风格为主、主题投资为辅的搭配，逐步向蓝筹风格回归。从风格的角度，重点配置以医药、消费为主的稳定增长板块的基金；从估值的角度，则侧重核心组合在成长股和价值股方面均不偏颇、相对均衡的基金品种。

在权益类基金投资组合方面，宜重点配置业绩增长确定性强的医药、必须/非必须消费板块为主的基金，包括嘉实研究精选、易方达积极成长、嘉实领先成长、易方达科汇、华夏回报、广发聚富、富国天惠、汇添富医药、融通医疗保健。在侧重价值投资策略或者在成长和价值间整体估值合理的基金中，前者建议投资者可选择景顺核心竞争力、嘉实研究精选、汇添富价值精选、中欧价值发现、华夏回报、建信核心精选等；后者则可以关注国泰事件驱动、汇添富民营活力、广发核心、广发聚瑞、景顺优选股票等。

延续未来短期的建议，QDII基金方面，实行美股和中国概念股为主两大区域的均配，但鉴于美股的风险收益配比较好，选择适度偏配美股；对于贵金属类大宗商品类QDII，继续保持谨慎。

在11月份的公募基金精选组合中，可大幅提高美股QDII基金的配置比例，而在A股权益类品种中，可选择部分消和成长类风格突出，以及在资产组合中着重整体估值平衡的稳健类品种。

波段把握交易

张琳琳

近期债市快速调整主要受资金面骤然收紧拖累所致，未来流动性仍存在隐忧，整体来看，短期债券市场在资金面主导下呈现先扬后抑震荡走势的概率较高。

目前，债券收益率处于较高水平，考虑到短期债券品种对资金面波动的敏感性较高，其在连续下跌后存在的阶段修复反弹需求也会随资金面缓和而有所体现。因此，建议将中短久期风格的债券基金作为组合重点配置对象，如工银添颐、中银双利、工银双利、易方达稳健收益、鹏华增利、万家稳增等。此外，擅于灵活操作的基金经理在判断短期市场走势和把握超跌机会方面也具有一定优势，有助于实现较好的阶段收益，因此，组合配置上可搭配灵活个基以在较大程度上提升组合阶段获益能力。结果显示，工银添颐、南方多利、工银双利、大摩强收益、泰信回报、万家稳增、工银强债、长城积债、鹏华增利、万家债券等基金在实际操作过程中灵活性较高，且管理人在固定收益领域研究和投资实力较强，能够相对准确把握市场脉搏，进而取得良好的阶段收益和不错的长期回报。

在资金紧平衡格局下，货币市场基金

整体收益保持在较高水平，截至10月31日，整体七日年化收益4.55%。预计央行会采取措施缓解当前资金面过度紧张局面，货币市场基金收益也将有所下降，但在央行“偏紧缩”态度下预计资金利率及货币基金收益均难以出现显著下行。

当然，作为流动性管理工具，货币基金低风险低收益的定位，强调的是为投资者提供短期闲置资金的投资渠道，而不是过分追求短期高收益。结合货币基金自身特点，与其高流动性和安全性相对应，长期会逐步向合理水平回归，短期收益有望维持在较高水平，但长期回归趋势不改，对于手中暂时有闲置资金的投资者而言，可以作为活期存款的升级替代品种。

结合当前的市场环境，建议投资者选择历史业绩居前且稳定性较好、资产规模较大、组合久期调整灵活的基金品种。具体来看，南方增利、华夏现金、广发货币、博时现金、方达货币等产品可重点关注。此外，货币ETF以实现T+0的产品具有明显的高流动性特征，在提高投资者存量资金使用效率上功能显著，对资金流动性要求较高的投资者可侧重关注。

信托盛宴难再

好买基金

A股市场，4家具有信托概念的上市公司三季报已全部出炉，与前些年业绩一片向好的情况相反，今年信托公司的净利润增长幅度出现下降苗头。从10月信托发行数量看，49家信托公司当月共成立268只固定收益信托产品，纳入统计的172只产品总规模为235.88亿元，平均每只规模为1.37亿元，产品数量环比减少5.30%，较2012年同期增加14.53%。发行总规模环比增加24.40%，同比减少12.24%。

数据显示，8家信托公司成立的固定收益类信托产品数量在10只以上：中航信托32只、四川信托26只、长安信托25只、华融国际信托23只、方正东亚信托17只、新华信托16只、外贸信托12只、国民信托10只。中航信托有17只产品的存续期小于1年。

就融资方式看，10月贷款类投资信托发行量最大，为136只，占比50.75%，纳入统计的89只产品共募集资金92.28亿元。紧随其后的是权益类投资信托，为70只，纳入统计的50只产品募集资金总额67.61亿元。当月成立的3只组合类投资项目中仅2只披露了募集规模，其中鼎新100号募集了12亿元，优先级募集规模6亿元，次级6亿元由俊发地产以对项目公司的6亿元债权认购。

行业投向上，房地产、其他、基础设施类信托的发行数量领先，全月分别有95、57、53只信托产品成立，平均募集规模最大的是房地产信托，为1.98亿元，

高出平均44.53%。

10月发行的固定收益信托存续期为0.04年至5年，收益率从4%到10.66%不等，短期产品收益率下降，中期维持高位。从各存续期产品近一年的平均收益率看，存续期在1年(含)以内的产品继续回调至7.53%。1至2年(含)期产品小幅上升至9.11%，2至3年(含)期产品上涨至9.00%。2年期和3年期产品的收益率继续倒挂态势。

具体来看，一年期的产品共38只，平均收益率为8.36%，收益率最高的国民信托的融信1号平潭大卫城项目收益权，为10.0%；存续期大于1年不超过2年的中期产品共有146只，收益率最高的万向信托的基础设施建设信托基金—4号，存续期均为2年，达10.66%，最低的是平安信托发行的睿誉六号(693天)，存续期均为1.9年，达5.9%；存续期大于2年不超过3年的产品有26只，收益率最低为7.3%，是昆仑信托的昆仑财富40号(36个月)，最高的是百瑞信托的百瑞富城154号、中航信托的天信20号(第二期)，收益率均为10.5%。

在目前泛资产管理时代，信托公司的传统业务模式正遭遇其他金融子行业越来越激烈的竞争，短期将对其盈利造成较大冲击，盈利增速减缓也在所难免。因此，如何在新兴领域，如土地流转、基金化的信托等方面加大投入、精耕细作，发扬信托公司的资源整合能力和先天优势，将是信托公司“突围”的关键。

借钱给大鳄的赚钱法

本报记者 陈果静



今年6月的“钱紧”让银行纠结不已的同时，却让另一些人从中“捡了便宜”——他们利用一种投资工具，获得了平均年化收益率在6%以上，最高甚至超过30%的无风险套利。这些人究竟投了什么？

“如果你手上有闲钱，又没有其他好的产品可以投资，那么债券逆回购是不错的选择。”招商证券债券研究员孙彬彬表示。

债券逆回购是相对于债券正回购而言的，二者同属于债券回购，只是操作时刚好相反。债券质押式回购就是交易双方以债券为质押品的一种短期资金借贷行为。其中债券持有人(正回购方)将债券质押而获得资金使用权，到约定的时间还本并支付一定的利息，从而“赎回”债券。对于融券方，债券逆回购其实是一种短期贷款，即你把钱借给别人，获得固定利息；而对方用国债作抵押，到期还本付息。

对于没有手握大把债券的散户而言，打交道更多的是债券逆回购。“个人投资者参与债券回购，通常作为逆回购方融出资金。”中诚信国际分析师李诗介绍。

单反VS卡片机

在买相机时，人们常常纠结于单反与卡片机之间，一般来说，单反更适合于追求效果的玩家，但也需要一定的操作技能，而卡片机则“傻瓜”得多，各项设置都已经预先设定好，你所需要的只是按下按钮。

与股票投资考验投资者综合分析能力，锁定上市公司大小新闻，对各种利多、利空因素时刻关注，搜集宏观面信息，还需要投资者练就火眼金睛，从众多股票中挑选出潜力股的“技能型”玩法不同，债券逆回购则更像“傻瓜机”。“投资者不需要考虑债券类型的选择，只要根据资金量大小和闲置的时间选择回购的品种即可。”李诗表示。

说起来简单，但要利用债券逆回购实现投资收益率的最大化也需要花一些功夫。目前，上证所和深交所共18个逆回购品种，期限包括1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天和182天。通常情况下，国债回购利率与资金市场的供求紧密联系，在资金紧张的情况下，国债逆回购利率就会走高。

今年债券逆回购市场的最高点，莫过于6月的“钱紧”时节。作为“借钱”给别人的买卖，关注市场资金利率的变化是债券逆回购投资者的必修课。6月份，由于银行间市场的可以借的钱太少，银行间拆借市场利率飙升，银行则希望临时拆借到资金，此时，手中握有大笔现金的人就成了受市场追捧的“土豪”。

随着资金利率的上涨，交易所国债逆回购的收益率也水涨船高。6月中旬后，上证所1天期国债逆回购GC001多个交易日年化收益率突破10%。而年内的另一个高点则离现在更近。临近9月末，1天期国债逆回购年化收益率一度飙

升至30%附近，逆回购市场的这一轮上涨一直持续到国庆节后才告一段落。

“参与逆回购主要关注货币市场价格变化，回购利率越高说明资金价格越高。月底、季末都是资金价格较高的时间。”李诗表示。从市场的变化也可以看出，今年以来，二、三季度末随着资金利率的走高，进行债券逆回购也迎来了好时机。

“今年年末可能还会出现一波行情。”孙彬彬预计。

无风险套利

“国债逆回购的安全性很强。”华泰证券分析师表示，国债逆回购的安全性几乎可以等同于银行存款。

国债逆回购，简单来讲，就是机构用手中的债券作为抵押，向你借钱并按天数支付利息。在这个过程中，证券交易所充当了中介、监督、执行的三重角色。也就是说，一旦达成债券逆回购，无论市场如何波动都不会影响你的预期收益，并且与理财产品等相比，有债券作抵押，风险更低。

除了国债逆回购，市场上还有企业债逆回购交易。在业内人士看来，目前这两种债券逆回购出现风险的可能性都极低，如果债券质押方在到期后仍然不能按时还款，结算公司会先行垫付资金，然后向其追讨。进行逆回购的可能的风险就是机会成本的不确定性，在约定的期限内无法临时赎回资金，也就是失去了选择其他更高收益品种的机会。

此外，除了月末、季末时点，平时债券逆回购年化收益率可能只有3%左右，与一些银行理财产品相比，收益率并不算高。“况且不同交易所债券回购的门槛也不一样。”李诗表示，上交所国债

操作小贴士

- 1、一般每日的10点至11点进行债券逆回购最划算，而下午2点半之后，随着临近收盘，进行回购的人会比较，导致价格走低；
- 2、1天期债券逆回购(也叫隔夜逆回购)在每周四的价格一般会上升，月末、季末、年末由于资金面紧张，进行债券逆回购收益率通常不错。
- 3、重要节假日前几日，1天期债券逆回购价格涨幅比较大。
- 4、考虑到跨节假日的因素，逢周五进行3天期逆回购一般比1天期品种收益要高；如果进行债券逆回购期间遇到节假日，跨节日的长期品种一般比在假期时到期的较短品种总收益高。

回购交易的起点是10万元；深交所债券回购交易起点是1000元，投资者可以根据自己的资金状况进行选择。

分析师提醒投资者，在进行债券回购时，还应注意债券回购的清算时间。如果回购到期日是证券市场的交易日，那么就是到期清算日；如果到期日是非交易日，到期清算日则要顺延至下一个证券交易日。举例来说，投资者在11月15日(星期五)用进行了一天期债券回购，到期日是11月16日(星期六)，但由于周日休市，到期清算日就顺延到11月18日(星期一)。“一些证券公司规定，在到期清算日内，投资者可以继续用账户内的资金做国债逆回购，但是不能转到其他银行账户中。”华泰证券分析师表示。

利率市场化后的银行理财

普益财富 范杰

多年来，银行理财产品都承担着替代存款利率市场化的角色，表现在：绝大部分银行理财产品(固收类产品)投向的是类固定收益产品，收益本身相对固定；固收类产品具有刚性兑付文化，银行采用“浮动管理费”策略，为产品的兑付背书，投资者只获得事前确定的预期收益，银行获取项目收益和支付给投资者收益间的差额，实际上是类存款运作；固收类产品的收益率远高于同期存款利率，也远高于目前规定的存款利率上浮上限，更能反映市场资金的供需状况。

固收类产品实际上成了存款替代品，其存在起初是为规避存贷比限制，但后来很大程度上是为在存款利率严格管制情况下通过高收益吸收资金。一旦利率完全市场化，这类产品会发生根本性改变。

对于理财业务不成熟的区域性商业银行，固收类产品最终会转换为存款业务。而对收益率不高的项目，也不会通过银行理财产品的方式对接，银行完全可以用存贷业务消化掉它。能够存续下

来的固收类产品，只可能是不存在刚性兑付的产品，因其风险收益属性与存款有显著差别，银行可以通过理财产品把这些资产和银行的资产分离开，并将产品卖给具有相应风险承受能力的投资者。

传统的固收类产品生变，利率市场化和混业经营又要求商业银行增加中间业务，以应对利差的收窄。个人和企业投资者的理财业务面临着转型——既要摒弃以前类存贷的思路，又要保证理财规模、中间业务收入较快增长。

首先，理财业务定位要从揽储转向中间业务，从存款替代转向财富管理。目前多数银行将理财业务主要定位为以高回报留住客户、调节期末存款存量的工具。但存款利率市场化后，理财产品揽储的效果将被较大削弱，而存款替代也不复存在，理财业务需要回归代客理财的本质，成为真正的中间业务。

其次，银行盈利模式需要从风险套利转向风险管理盈利，从市场套利转向资产管理盈利。目前银行理财业务盈利模式主要是风险套利和市场套利，通过自身发行理财产品、利用刚性兑付提供

增信，降低投资者对项目风险的感知，从而降低其对收益的要求；通过在零售市场上募集资金，再将资金投向批发市场(如银行间债券市场、拆借市场、信贷资产转让市场)，获取利差。理财业务回归中间业务要求银行不承担投资风险，风险套利难以持续；在利率市场化背景下，零售市场和批发市场的利差空间缩小，市场套利利润缩小。未来银行的盈利点应该转向依靠自身管理能力盈利，打造自己的资产管理品牌，更以自身资管能力收取资管费，而非根据项目不同逐一定价。

再次，产品投向从非标准资产转向标准资产，从债权资产转向权益类资产。银行理财回归财富管理，最重要的手段是对理财产品进行基金化改造，做到成本可算、净值可估、风险可控，就要将理财产品的标的更换为有二级市场、能公允报价的标准化资产，包括标准化的债权资产和权益类资产。可以预计，以后的理财产品投向发生的变化会导致理财产品的受众不再是普通大众投资者，而是具有一定风险承受能力的投资者。