



搭车去债市

本报记者 陈果静

印象中，债券投资只是一些“中国大爷”和“中国大妈”的专利——每当国债发行时，银行门口往往排起长龙。可实际上，这只是债券市场的“冰山一角”，在这里，你能找到保本固息的“买卖”，也可以找到收益超过20%的机会——

国债 绿皮火车

被称为“金边债券”的国债在投资者的心目中是最安全的投资工具。国债发行的主体是国家，风险极低，与波动较大的股市相比，国债投资图的就是个安逸——一旦持有，基本上稳赚不赔，而且认购起点较低，投资者不需要装备多个软件、研究各种曲线就能够获得4%甚至以上的固定收益。因此，在散户中不乏其忠实的拥趸，其中多数是中老年人。

“中国大爷”和“中国大妈”投资债券市场的方式代表了典型的风厌恶型投资者，他们在银行门口排队买的是电子储蓄型或凭证式国债。

按照发行方式不同，国债主要分为储蓄国债和记账式国债。记账式国债主要在散户难以进入的银行间债券市场发行，储蓄国债通过商业银行网点面向个人及社会投资者发售。在付息方式上，

凭证式国债和定期存款类似，都是到期一次还本付息。电子式国债则是按年付息，投资者每年都能收到利息，更受投资者青睐。

从今年10月10日发行的两期电子储蓄国债来看，第9和第10期储蓄国债，按年付息。其中第9期期限为3年，票面年利率达到5%，第10期期限为5年，票面年利率达到5.41%。这一利率水平明显高于银行存款利率，因此往往在发售时遭遇“秒杀”。

虽然国债是风厌恶型投资者的首选，但也并非零风险。“散户投资国债可以选择持有到期，牺牲流动性为代价换取稳定收益。”济安信基金评价中心主任助理田熠表示，由于电子储蓄型或凭证式国债流动性较低，在急需用钱时变现的能力较差，如果要提前兑取，可能

会损失部分甚至全部利息。以第9和第10期储蓄国债为例，从10月10日开始计算，持有两期国债不满6个月提前兑取不计付利息；满6个月不满24个月按票面利率计息并扣除180天利息；满24个月不满36个月按票面利率计息并扣除90天利息；持有第10期满36个月不满60个月按票面利率计息并扣除60天利息。

有没有流动性比较好的国债呢？像股票一样，记账式国债可以通过证券交易所的交易系统交易，在二级市场可以直接买卖，赚取价差。但与流动性相伴的是风险的上升，这种国债与股票一样，真正想要赚取价差需要比较高的专业能力。虽然投资者仍然可以持有到期，获得票面利息收入，不会损失本金，但一旦看不准，收益可能比较低，或损失了机会收益。

交易所债券 过山车

“国债的收益实在太低，换作是我做投资，肯定不是首选。”中信证券固定收益分析师杨丰表示，散户也可以参与交易所债券的投资。

交易所债券，就是在上交所和深交所挂牌交易的债券，简单来说，就是个人投资者可以通过自己平常炒股的账户直接购买的债券。在交易所债券，你甚至能找到高于股市投资回报的收益，关键看你是玩得起。最典型的案例莫过于今年爆发出信用危机的11华锐01。今年6月，华锐债发行主体华锐风电由于其业绩亏损以及惹上财务造假风波等，导致其债券评级下调、质押比例降低，一时间，机构大量抛售华锐债，导致其持续深幅下挫。

今年6月到8月5日，两个月的时间里11华锐01从接近100元跌至74.06元，跌幅超过25%，成为沪深交易所公

司债和企业债中跌幅最大的品种。事实上，如果当时散户及时入场，以8月2日的最低点77元买入，如果选择持有到期，即持有至2016年12月27日，其100元到期面值可盈利23元，此外，还有约6%的票息收入；如果选择在2014年12月27日回售给公司，算上一定比例的上调收益及原始票息，其年化收益率最高可以达到20%。

但在当时机构都大量抛售这只债券的时候，散户能不能看清市场走势，又能否承担起一旦该债券退市可能造成的风险？一旦华锐债面临退市风险，债券将无法交易，甚至出现集中赎回的后果。

“这就得看散户自身的风险承受能力了。”杨丰表示，想要玩转交易所债券并不容易，高收益的背后都暗藏着高风险，这就对投资者专业能力的要求较高。举一个简单的例子，股市中k线走高代表上

涨，反之则是下跌，在债市里则相反，债券收益率上行表明债券价格下跌，收益率下跌反而表明债券价格上涨。

交易所债市投资者还需谨防债市波动的风险，并综合考量多种复杂因素。近期债市波动较大，田熠提醒，散户投资者一方面应关注市场的资金成本，比如shibor利率、回购利率。另一方面关注央行的货币政策及公开市场操作情况。同时，还要关注发债企业的实际经营状况，以及该债券的流动性是否充裕。

此外，交易所债券交易还需要计算税收。

交易所国债、地方债，不收取利息税，而企业债、公司债、可转换债券利息税按20%征收。不过，利息税只在派息时征收，在派息登记时债券持有者需要缴纳20%的税。“散户直接投资交易所债券需要较丰富的投资经验。”田熠认为，散户投资时仍需谨慎。

债券型基金 另一种选择

不想直接参与债券市场，债券型基金也给了散户另一种投资选择。“债基投资的门槛低，而且既有稳健型的品种，也有激进型的设计，能够满足不同风险偏好投资者的需求。”上海证券债基分析师认为，债基是散户参与债市投资比较好的选择。

交易所债市由于“盘子”小，不仅债券品种有限，而且其流动性也相对较差。而散户进不去的银行间债市集中了约90%的债券，债券流动性较好，散户可以通过投资债基的方式参与银行间债券市场的交易。此外，基金投资有较专业的投资团队，可以发挥其专业优势帮

助投资者精选券种。

面对品种繁多的债基，散户该如何选择？上海证券债基分析师认为，选债基更需要选人。“选择一个适合自己的债基经理和团队更重要。”她表示，有的债基经理可能比较激进，收益可能波动较大，而有的债基经理风格比较稳健，收益可能相对较低但比较稳定。就券种来看，分级债基一般分为A、B两个份额，一般A份额相对稳健，风险较小，而B份额风险相对要高。

但债基投资同样需要把握时机。从目前的走势看，投资债基并非好的时点。上半年债券型基金的收益虽然不

错，但三季度开始债券市场走弱，债基业绩回吐也比较明显。以现有情况看，四季度债券市场难有大起色。“现阶段选择债基并不合适。”田熠表示。

那么，明年债基会不会有好的投资机会？田熠认为，虽然明年债市行情不乐观，但也可以瞄准优质券种的投资机会。经济增速明年或会出现稳中有降，通胀有加剧的可能，资金面不会宽松，债券收益率仍将在一段时间内高位徘徊，这意味着明年债市机会并不多。“但在债券市场整体下跌时，往往一些优质券种也被错杀，所以在调整过后那些优质券种反而是不错的投资选择。”

债券基金遭遇抽血

卢 杨

债基正面临规模和业绩的双降。据统计，二季度以来截至11月22日，普通公募债券型基金（除短期理财基金、只计算A份额）的平均收益为-1.64%，仅有23%的债基取得正收益。伴随着业绩的下降，债基的赎回潮也在蔓延，规模从二季度的2817亿份降至1951亿份。

事实上，对于今年债市的“超预期”，是传统的经验主义与金融新时代碰撞后的必然结果。流动性风波、崛起的网络金融、利率市场化进程、巨量的银行同业，债市正以一种超乎想象的方式摧毁原有的分析框架和估值体系。在“余额宝”的示范效应下，基金公司纷纷发力互联网货币基金，由此，货基与债基在规模和净值上的“双升”“双降”形成鲜明反差。

资金面的紧张在利好货币基金的同时，对债券基金的“抽血”效应也更强。网络金融的崛起，对传统银行业特别是现金管理这部分有分流和冲击，间接导致银行需要通过配置收益更高的产品来覆盖成本，此时非标对利率等产品产生了极大的替代性和挤出效应。而由于非标的流动性较差，又不能质押融资，导致银行越拿非标，市场整体资金的流速越低，银行也腾不出资金来买债券。

银监会8号文虽然限制了理财资金对接非标资产的规模，但自营资金投资非标业务却发展迅速，银行为缓解理财产品非标占比的压力，纷纷利用自有资金对接非标资产。其负债来源主要是同业存款，且其对接期限较长的非标资产。在货币总量

一定的情况下，同业存款的增加在时点上挤占了货币市场回购和拆借的规模，进而导致市场资金流动性下降。

目前我国的投融资正处于一个矛盾激化的阶段。稳增长企业有融资需求，而金融领域正处于一个降杠杆的过程，这导致了资金利率的提升。从经济、CPI、利差等方面看，目前债市已经具备底部的雏形，如果9号文如预期般出台，仍将造成流动性紧张，对债市有明显的冲击。从绝对收益率看，目前利率债对于银行保险等金融机构，已具备一定的配置价值。对于信用债而言，风险比利率债要高，三中全会进一步强调市场的作用，势必导致目前刚性兑付模式的破灭，未来信用债的分化将加大，而垃圾债市场也将逐渐形成。

对冲策略排头兵

彭 涛

今年以来市场结构化行情明显，上证指数较年初跌幅接近3%，而创业板、中小板牛股辈出。对冲基金由于本身结构的一些优越性，在今年震荡市里表现得更加游刃有余，不同策略的对冲基金有着不同的风险收益状况。

不同的对冲基金策略有着不同波动性，根据好买计算的月度最大回撤，波动性较大的对冲基金包括多空仓、定向增发、管理期货类别的对冲基金，最大回撤幅度高的对冲基金很明显的特征就是波动幅度大，如果操作得当收益也会快速增长，反之跌幅也会较深。

例如，宋曦管理的合赢股票多空，今年月度最大回撤为7.87%，属于下行风险控制得当的多空仓对冲基金，今年不错的业绩主要受益于行业的配置，组合内的持股也十分分散，并集中持股。同时，合赢股票多空会根据市场的强度，选择性地运用一定的对冲，以防止暴露过大的系统性风险，产品的波动率只有大盘的一半，今年以来取得16.62%的绝对收益。而管理期货的白石组合一号，今年以来也取得了88.95%的绝对收益，其优胜劣汰的资金分配模式，充分保证了投资策略好的交易员能为整个产品贡献最大的正收益。白石资产今年以来的月度最大回撤仅0.7%。

中低风险的对冲基金以市场中性、套利型为代表，净值波动较小，好的产品业绩维持稳定向上的态势，如任思泓管理的锝金一号采取市场中性的策略，今年以来

斩获20.34%的绝对收益。锝金一号完全依靠程序化进行，并不配置交易员，主要是做多股票池里的标的、做空股指期货，年化预计在20%左右，历史业绩表现稳健。

套利型的对冲基金如孔为民管理的双隆量化套利基金2号、1号分别位列今年套利基金的状元与探花，套利型属于高换手率的对冲基金，通常是采取程序化的方式进行交易。投资者可以通过甄别不同套利基金的成交比，了解交易速度，如果一个套利基金的单量较少，即具备较高的交易速度。同时，通过开源的系统如linux开发出的套利策略也会具备更高的交易速度，对于时间要求极高的套利基金可以起到更大帮助。截至11月20日排名前三的套利对冲基金，今年以来收益分布在16%至20%。

此外，还有策略灵活的多策略对冲基金，也有投资标的触角丰富的宏观对冲基金，也有投资存在锁定期、打折买股票的定向增发对冲基金。不同策略的对冲基金之间的收益无可比性，但投资者可以根据不同的收益偏好，及自身的风险承受能力，在目前弱市下，享受对冲基金所创造的绝对收益。

在香港买基金

俞思佳

证监会基金部副主任徐浩目前在香港表示，两地监管机构在纳入互认基金范围、管理人条件、互认审批程序、基金投资管理、信息披露和投资者保护机制等六方面取得了初步共识，互认框架进入“最后冲刺”，实施细则将不久公布，一旦成行内地居民即可在香港市场购买基金。

按注册地分，香港可供投资者选择的有香港本地基金和离岸基金两种。目前来看，互认基金在内地市场销售的前提是在香港注册，即“香港制造”。此类基金现有一千只，投资标的、费率等方面也与内地基金有所不同。

香港基金最大的吸引力在于“国际化”，有灵活配置全球市场的环球基金，如邓普顿环球均衡增长、贝莱德全球等，也有投资某个区域的基金，如摩根欧元区股票、富达新兴市场等，还有单一国家基金，如霸菱德国增长、恒生中国股票等。在投资品种上，除了普通的股基、债基、货基，香港市场上还有百达林木资源、贝莱德世界矿业等大宗商品基金，以及可投资于杠杆式金融工具的认股权证或衍生工具基金等。

由于投资品种丰富、差异明显，投资过程中需要精挑细选。如今年收益前十名中有五只主要投资于日本市场，其中涨幅最高的有57.53%的收益。而投向黄金等大宗商品的基金却损失惨重，重者下跌42.50%。即使是投资类型相同的基金，业绩表现也有差异。以中国股票这一类型来看，纳入统计的共51只，平均收益

4.42%，表现最好的铭基亚洲基金—中国小型企业基金上涨24.87%，而巴克莱—国企升幅跃进基金下跌超过10%。

多个国家宽松的货币政策，长期维持低利率使得海外货币收益较低，因此香港市场上的货币基金表现普遍弱于内地。而不同币种之间的汇率波动也会影响收益情况，富达基金II-澳元货币、富达基金II-英镑货币、景顺特选退休基金-美元货币等不少货币基金甚至出现亏损。相比之下，香港的货币基金在安全性和收益率方面都差于内地，购买意义不大。

投资香港基金需要支付的费用主要有两类，首先是认购费和管理年费，扣取方式和内地一致，前者已包括在买入价内，后者逐日计算，从基金中扣去，对投资者不会造成实际费用。赎回费是以资产净值为基准，根据投资期长短计算，并在赎回基金时收取，投资时间越长，所需支付越少，通常只有不收取认购费的基金才会收取赎回费。另外，香港基金的认购费率明显偏高，以股基为例，费率在5%至6%之间不等，而内地通常只收取1.5%的申购费。频繁申赎在香港基金的投资上显然不合适，建议投资者长期投资。

互认基金成行确实可给内地投资者提供多元化产品，但也更考验其选择基金的能力，不同基金的业绩表现和费率情况都跟内地基金有很大差别，投资者需要综合考虑，不要用已有投资经验来投资香港基金。

战略性持有成长风格基金

国金证券 张 宇

在全球的风险资产对比下，中国A股的系统性风险不高，相比成熟市场，中国的蓝筹股估值甚至处于洼地之中。落实到2014年权益类基金投资，稳健的投资者仍宜采取价值/蓝筹风格为主的配置，但是2014年市场将会呈现出以主题投资为主，延续结构分化的格局。即使没有2013年般鲜明的风格分化，沿着中国经济深化改革的长期主线，2014年投资者超额收益的机会，仍将可能源于对成长板块，或成长风格基金的优选之上。建议将成长风格鲜明、历史业绩经受市场考验的成长风格基金，作为未来基金配置的战略性品种。

结合经济改革深化的主题投资领域，以及基金持仓和历史操作风格，选择出部分优秀的偏股型基金品种。近期推荐如下成长/主题型风格权益类品种：华商领先企业、农银行业成长、广发核心精选、景顺长城优选、国泰事件驱动、汇丰低碳先锋等。

华商领先企业：混合-灵活配置型，成长风格。基金经理的历史管理业绩优秀，构建组合时较善于在估值安全与成长性两方面进行权衡。目前仓位配置在医药、信息技术、页岩气概念股与互联网金融等符合经济转型方向的行业。

景顺长城优选：股票型，基金业绩持续性好，且风格稳健，在同业中表现优秀。在选股标准上，基金经理偏好产业趋势向好、业绩确定性较高的成长类股票，

风险提示：本刊数据、观点不构成投资依据，入市投资盈亏自负