转债基金还会神奇多久

本报记者 周 琳

（可转债基金是去年表现最抢眼的基金产品。中国银河证券基金研究中心数据显示，具备可比数据的13只可转债基金（A类）2014年平均净值增长率高达74.56%，位列40余个基金子分类之首。数量稀少的可转债基金竟然轻松“打败”众多标准股票型基金。神奇到底源自何处？）

2014年上半年债市的“雄起”和下半年股市的“走牛”，让习惯了“股债跷跷板”的投资者贪婪起来——能不能一次投资同时获得权益类市场和固定收益类市场收益？有没有一种投资标的，不用择时实现两全其美呢？市场是最好的老师，可转债基金正是去年表现最抢眼的基金产品。

中国银河证券基金研究中心数据显示，具备可比数据的13只可转债基金（A类）2014年平均净值增长率高达74.56%，位列40余个基金子分类之首，可转债基金（B/C类）凭借73.74%的收益率排在次席。

数量稀少的可转债基金竟然轻松“打败”众多标准股票型基金。神奇到底源自何处？2015年可转债基金是否还会延续神奇？

转股价值+稀缺性溢价

可转债基金的主要投资标的是可转债。简单说，这类债券能分解为纯债加上看涨期权。新华基金阿里一号保本基金经理姚秋表示，在股市长时间没有趋势性行情之时，看涨期权的行权价格与正股的市场价格相差往往较小。此时，在转股溢价率不高的情况下，可转债的纯债价值对投资人有较好的保护。而当上涨的趋势性行情形成后，可转债的期权价值开始迅速增加，直到与正股齐涨齐跌，纯债部分的保护力度越来越弱。

由于其“进可攻退可守”的投资属性，可转债成为机构及专业投资者欢迎的融资工具。姚秋说，2014年可转债基金的神奇表现主要源于股市的火爆。一方面，可转债的标的大多为低估值蓝筹品种，例如工行、国电、平安、石化等，这些可转债对应的正股涨幅很大，不过随着估值逐渐修复，这些股票的弹性在减弱；另一方面，可转债本身可以进行质押融资，一些可转债基金依靠杠杆放大效应，获得好于正股行情的涨幅，而杠杆本身是一柄双刃剑，下跌时跌幅亦会大于正股行情。

“除此之外，可转债本身的稀缺性也是其受到投资者追捧的因素之一。”众禄基金研究中心总监崔晓军表示。

据兴业全球基金固定收益部总监杨云介绍，国内可转债市场的发展长期处于小众状态，目前，市场上可转债品种并不丰富、可转债基金的数量也仅有15只。

数据显示，2010年以来，随着中行、工行、石化、平安等数个100亿元大盘可转债发行，可转债市场规模出现较大幅度增长，约为1000亿元。随着可转债市场扩容，市场上以可转债作为主要投资对象的产品开始丰富起来。

杨云表示，随着股市的回暖，这些“大象级”可转债陆续被强制赎回，可转债市场将再次面临大幅度的萎缩压力。具体看，主要是部分可转债触发提前赎回，原本总量有限的可转债逐渐变得更为稀缺，导致转股溢价率畸高。

此时的可转债，除了体现转股价值外，还包含了较多的稀缺性溢价。姚秋说，在短期内供需失衡的情况下，转股溢价率高的可转债投资风险有所增加，正股配置的吸引力反而大增，可转债基金这个“香饽饽”恐难复制神奇。

个券估值风险有所提升

可转债市场长期面临供给不足的压力，并非由于发行对象不愿意发、不敢发，而是“条条框框”太多，限制了发行数量的扩容。

《上市公司证券发行管理办法》规定，发行可转债需要满足最近三年加权平均净资产收益率不低于6%，可转债融资后公司的累积债券余额不超过净资产的40%，对净资产不足15亿元的公司发行可转债有提供担保的要求。

“这些限制把大量发行对象拦在了可转债市场外面。”杨云表示，可转债的风险小于股票，目前对定向增发股票已没有盈利要求，但可转债的盈利发行门槛反而高于股票。在企业债券大发展、监管层希望打破刚性兑付的背景下，可转债发行理应有所“松绑”和调整。

事实上，可转债数量少了，价格自然水涨船高，加上投资者趋之若鹜，泡沫随之而来。据估算，2015年的可转债市场中，若不考虑新增发行量，存量可转债或将降至400亿元左右，降幅明显。但需求的存在依然会造成可转债估值泡沫的提升。

对此，南方基金总裁助理李海鹏表示认同。他说，2015年可转债的投资回报率超过纯债是大概率事件，但可转债回报率不会超过2014年的回报率。当然，也要看2015年会不会有新发可转债进入市场，从而给投资者更多选择。总体看，2015年可转债的投资市场较之其他债券品种依然有收益优势，但个券的估值风险相对去年有所提升。

“随着股票市场风格切换，可转债的投资价值将有所下降。”华商稳健双利基金经理张永志表示，去年可转债表现很好，主要是沾了强周期个股的光，一旦股市风格出现切换，今年可转债的行情将会比较保守。

那么，投资者该如何操作呢？姚秋认为，投资可转债产品，主要应时刻衡量收益与风险的配比，力求去抓住大概率的投资机会。

“不能只看到规模受限，市场还有机会。”九泰基金专户投资总监李锋表示，可转债投资是否已成鸡肋，仁者见仁，智者见智。随着可转债新品种的不断上市，市场机会将逐渐显现。

会计师读年报

不能相信的预言

彭 江

在古希腊神话中，有一个叫卡珊卓拉的女巫，她能预知未来，后来被太阳之神下了诅咒，她所说的话永远也不会被人相信。所以，身为特洛伊人的卡珊卓拉，虽然预言木马进城后特洛伊将会毁灭，但是无人相信，结果是特洛伊真的被毁灭了。

证券市场也是充满了预言的地方。每一个分析师好像就是在扮演女巫的角色，无论是对K线分析，从市盈率股票估值分析，还是从宏观经济形势分析，其目的只有一个，就是预测这个股票未来是涨还是跌。但遗憾的是，这些方法没有一个能百分之百地分析出股票未来的走势，哪怕一只股票一天的走势也不行。在这个世界上还没有能准确预言出某只股票一天走势的方法。假如某个方法能预测出某只股票第二天百分之百能涨6个点，那么公众会蜂拥而至买这只股票，其最终结果肯定不是涨6个点，而是涨停。反之，如果真有方法能知道某只股票第二天百分之百跌6个点，其结果肯定是大家纷纷抛售，股票跌停。看到这儿，你就能明白，股票的价格实际上是市场中投资者买卖行为的结果。

在证券市场中，公众的行为才是直接决定股票价格的因素。公众对未来的预期决定着股市是牛市还是熊市。我国证券市场的一个显著特点是受政策影响比较大，投资者的投资心态跟着政策走，政策的变动直接影响着股票的价格。而监管者的一举一动也直接左右着股票的走势。证监会查一下融资融券是否规范，股市立马就暴跌。为何如此，不是查两融造成股票下跌，而是投资者因为查两融由此猜想到是不是要打压股指，从而集体抛售造成股票踩踏跌停。这使得证监会不得不出来辟谣，声明只是例行检查，市场不要过度解读。于是，恐慌下跌停止了，由此投资者脆弱的心态可见一斑。

其实，信心是牛市的关键。成熟的投资者更应关注未来的趋势，而不是一有风吹草动就惊慌失措。

少些急功近利 多些静心思考

摩根士丹利华鑫基金 丁 琳

2013年A股市场结束寒冬，以传媒为代表的创业板春意盎然，在2014年2月创出新高后是泥沙俱下的一轮调整。2014年下半年中小板产业资本运作转型带来一波小市值行情，期间创业板中计算机板块表现突出，最后一个月在沪港通、降息等刺激下，大盘蓝筹上演出波澜壮阔的行情，而创业板则出现快速的下跌。2015年1月份已过，与很多人的想法相异，以金融为代表的蓝筹没再上攻，创业板也没有继续下跌。

2013年痛苦一年的“价值投资者”终于在2014年的尾声获得一丝坚守的欣慰，而许多中小市值公司并购转型也让很多产业资本、散户、私募包括部分公募赚得盆满钵满，坚持互联网计算机等成长方向的投资者也得到了市场的验证，唯一不爽的可能是没有踩对时点的投资者。价值投资者看不起成长股投资者，认为动则百倍估值简直是笑话；价值投资者除了承受市场长时间下跌的煎熬，也被认为是坚守价值陷阱的老古董，只看过去不看未来。

投资理念的论辩难言对错，因为对于大部分人来说总是小部分时间对，大部分时间错，赚钱之道也只有在对的时间多赚点，错的时间减少损失。这句话说得容易，做起来却很难，因为不能确定什么时点开始是对的，也不能确定对的时间能够持续多久。

长期来看（以一辈子投资为尺度），较优的选择是选择公司而不是看风格，因为这样能够确定的东西相对多一点。可口可乐是巴菲特价值投资的典范，虽然经历过“1998年至2008年”失去的十年，但依然存活且市值创出新高；苹果是成长投资的经典，即便是在失去乔布斯时下跌超过40%，估值也曾超过50倍，但也用业绩证明了自己，现在估值不过15倍。

可惜的是，这是长期的尺度，投资者等不了那么久，甚至连等一个季度的耐心都欠缺。在急功近利的氛围中，专业投资者们也被迫迎合着大众需求。但其实是可以有所选择的，笔者认为未来的财富管理之路，应该是以共同的理念聚合资金的提供方和投资管理者。

笔者曾和一位量化大师交流，他说华尔街做了很多很复杂的模型，从最后验证来看，1/N是最好的投资策略（即各种资产平均配置），但华尔街依然孜孜不倦，因为这样可以收到管理费。

也许是时候静下心来想想，我们要做怎样的投资了。

值班基金经理 信札

陶教授来了

★茶座

【你的时间是这样被“偷”的】

有7个时间“小偷”每天都在窥视着你的时间，不时下手“偷窃”。①缺乏计划；②拖到最后期限；③突发事件；④什么事情都自己做；⑤没有系统；⑥缺乏关系网；⑦情绪不佳……效率就是生命，从这7项入手，提升工作效率势在必得。

【选择】

有人问农夫：种麦子了吗？农夫：没有，担心不下雨。那人又问：种棉花了吗？农夫：没有，担心虫子吃了棉花。那人再问：那你种了什么？农夫：什么也没种。不愿付出的人，一无所获是再自然不过的结局。种瓜得瓜，种豆得豆。没有什么悲剧注定发生，有的只是注定带来悲剧的选择。

【改变自己】

为什么老板再难也不会轻言放弃，员工做得不顺就想离开？为什么夫妻再吵也不会轻易离婚，情侣常为一些小事就分开？你在一件事上投入多少，决定着你能承受多大压力、取得多大成功。最难的不是别人的拒绝与不理解，而是你愿不愿意为梦想作出改变！

【中华十玩，你玩哪样？】

“把玩”源于汉隋，开始在帝王将相、达官显贵、文人墨客之间流传，后逐渐影响到社会各阶层，形成了具有中国传统文化特色的“皇家十把玩”。上五玩即核桃、葫芦、佛珠、菩提手串、阗玉，玩的是：毅力、耐心、悟性、智慧、品德；下五玩即紫砂壶、折扇、烟斗、玩鸟、蛐蛐，玩的是：和气、雅致、风度、乐天、知足。

★课堂

【中等收入陷阱】

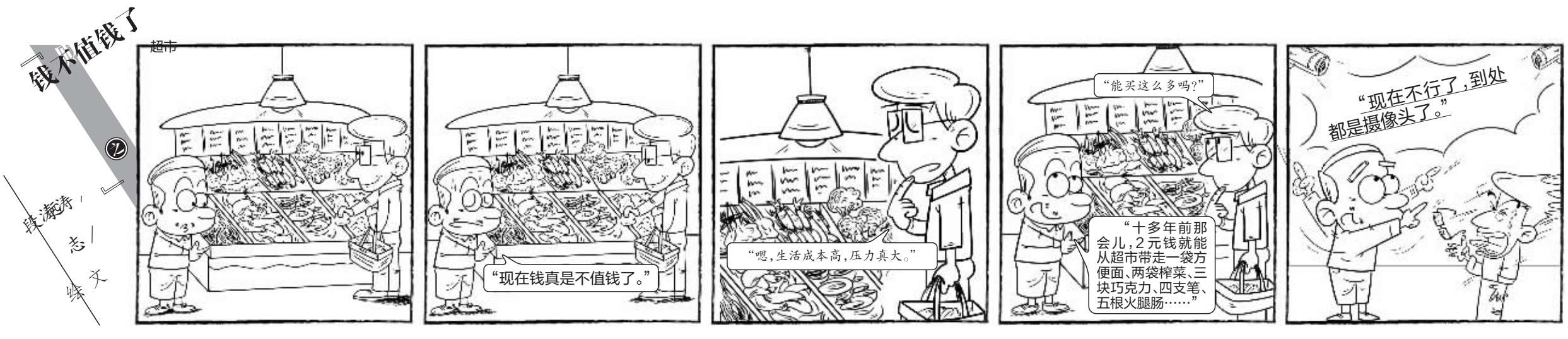
需求疲软，特别是内需疲软，导致过度依赖外需。能源、劳动力成本大幅度上升。创新力包括制度创新和技术创新偏弱。稀缺性资源倘若不是按照效益指标分配，会导致效率低下；而大量低效率下的增长泡沫会酿成社会不公、经济泡沫，造成“中等收入陷阱”。

【如何界定内幕交易】

我国证券法对内幕交易行为有明确的界定，即证券交易内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前买卖相关证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖相关证券。证券法对内幕交易认定主要基于两个特征：一是信息尚未公开；二是对证券价格有重大影响。

【员工持股计划】

是企业多数员工持股，分享剩余、参与经营的激励制度。其始于美国，后在英法日等推行。不同于面向高管的股权激励，员工持股对企业利润无影响，但可增加职工收入、抵御外来收购。

【过桥贷与无间贷】

①过桥贷指借款人先通过民间融资等方式，筹措资金归还银行到期贷款，待重新取得银行贷款后再偿还这部分融资的手法。②无间贷指符合条件的小微企业，在原流动资金贷款到期前向银行提出申请，经银行审查后，无须归还贷款本金，即享受贷款自动续期。