



把世界带进中国  
Bring the World to China

# 市场一周看

## MARKET WEEKLY

二〇〇九年六月二十二日

2009 年第 24 期[总第 228 期]

- 基金速报
- 光大保德信观点
- 市场动态
- 光大保德信理财学堂
- 互动园地/你问我答

 光大保德信基金管理有限公司  
Everbright  Pramerica

客服电话：400-820-2888 (8621) 53524620

客服信箱：[epfservice@epf.com.cn](mailto:epfservice@epf.com.cn)

中国·上海延安东路 222 号外滩中心大厦 46 层 200002

<http://www.epf.com.cn>

## 基金速报

### 光大保德信量化核心基金净值 (360001)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	0.8289	0.8281	0.8411	0.8538	0.8579
累计净值 (元)	2.7726	2.7718	2.7848	2.7975	2.8016

业绩比较基准: 90%×新华富时中国 A200 指数+10%×同业存款利率

### 光大保德信货币市场基金收益 (360003)

日期	20090614	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
每万份基金净收益 (元)	0.5360	0.2624	1.2006	0.2548	2.8722	0.2416
7 日年化收益率 (%)	2.1780	2.1740	1.7690	1.7660	2.8490	2.8380

业绩比较基准: 税后活期存款利率

### 光大保德信红利基金净值 (360005)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	2.0760	2.0707	2.1012	2.1247	2.1420
累计净值 (元)	2.7340	2.7287	2.7592	2.7827	2.8000

业绩比较基准: 75%×上证红利指数+20%×天相国债全价指数+5%×银行活期存款利率

### 光大保德信新增长基金净值 (360006)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	1.0781	1.0760	1.0879	1.0985	1.1072
累计净值 (元)	2.3581	2.3560	2.3679	2.3785	2.3872

业绩比较基准: 75%×新华富时 A200 成长指数+20%×天相国债全价指数+5%×银行同业存款利率

光大保德信优势配置基金净值 (360007)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	0.6873	0.6875	0.6961	0.7053	0.7091
累计净值 (元)	0.6873	0.6875	0.6961	0.7053	0.7091

业绩比较基准: 75%×沪深 300 指数+25%×天相国债全价指数

光大保德信增利收益 (A 类) 基金净值 (360008)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	1.0080	1.0080	1.0080	1.0080	1.0080
累计净值 (元)	1.0080	1.0080	1.0080	1.0080	1.0080

业绩比较基准: 中信标普全债指数

光大保德信增利收益 (C 类) 基金净值 (360009)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	1.0060	1.0060	1.0060	1.0060	1.0060
累计净值 (元)	1.0060	1.0060	1.0060	1.0060	1.0060

业绩比较基准: 中信标普全债指数

光大保德信均衡精选基金净值 (360010)

日期	20090615	20090616	20090617	20090618	20090619
基金净值 (元)	1.0942	1.0908	1.1101	1.1258	1.1323
累计净值 (元)	1.0942	1.0908	1.1101	1.1258	1.1323

业绩比较基准: 75%×沪深 300 指数收益率+25%×天相国债全价指数收益率

# 光大保德信观点

## 股票市场综述

上周 A 股市场继续冲高，上证指数一周上涨 4.98%，振幅为 5.79%，成交金额缩小到 6456 亿元，较前一交易周萎缩 6%，上证综指收盘点位 2880 点，周内高点也创出半年以来新高 2886 点；沪深 300 指数上涨 5.98%，振幅 6.49%，成交金额也较前周略有萎缩 2%，周内已经实现半年新高 3086 点，稳稳站在 3000 点之上。

上周市场的担忧集中在 IPO 重启对大盘造成的供给冲击上，周中传闻三金药业和万马电缆 17 日已获得批文的消息缓解了市场对 IPO 的短期忧虑，因两家公司皆为中小板企业，次日晚上 IPO 首单出炉，三金药业拟发行不超过 4600 万股新股成为 IPO 暂停 9 个月后再度起航的第一单，发行时间为 6 月 29 日，市场普遍认为 IPO 重启首单选择中小板公司显示出监管层对市场的呵护，而市场的反应亦显示投资者对此安排持正面反应。

上周市场关注的另一焦点则是中国平安收购深发展股权的事件，周一两家公司复牌后表现分化，收购目标深发展录得涨停并带动银行板块整体收高，但中国平安则出现高开低走的走势，复牌次日继续拖累保险股收低。

上周行业表现方面则出现频繁的板块轮动，IPO 重启预期使得券商股全周保持持续上涨态势，此外参股券商及潜在 IPO 目标的上市公司亦有良好表现；商业零售及高端白酒板块受到资金的关注，因消费板块基本面向好的确定性较高以及补涨的需求；地产股横盘数日后在新开工数据向好以及朦胧利好传言预期下异军突起，市场预期即将来到的动车组投标将令中国南车长期盈利更具可见性，中国南车周五录得涨停，同时带动铁路相关个股发力；医药股近几周连续录得上涨，上周驱动其大幅上涨的因素包括市场对抗流感和基本药物目录持续炒做以及医药股率先启动 IPO 的带动作用。从风格上看，上周大盘股表现仍然好于中小盘个股，

周末，国务院决定在境内证券市场实施国有股转持。股改新老划断后，凡在境内首次公开发行并上市的含国有股的股份有限公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的 10%，将部分国有股转由社保基金持有。社保基金对转持股份承继原国有股东的禁售期义务。特别的，对股权分置改革新老划断至本办法颁布前首次公开发行股票并上市的股份有限公司转持的股份，将禁售期延长三年。

“国有股转持”一定程度上降低近期减持压力。从时点上看，首先，四部门选择在 IPO 重启后立即公布并执行国有股转持办法，能够较好地缓解投资者对市场稳定性担忧；其次，

今年和明年是首发原始股解禁最多的年限，7月解禁的流通市值达到9196亿元。其中首发原始股达到7799亿元，中国银行贡献了7350亿元，主要来自于国有股东。再次，800亿转持国有股中，有相当数量的小非将被再次锁定，其中转持市值超过10亿元的上市公司有23家。

下周重点关注6月24日的美联储会议和周末发布的1-5月工业企业效益报告。

表 1. 上证指数表现

当日变动	当周变动	双周变化	一月变动	三月变动	一年变动	当年变动	年中位置
0.93%	4.98%	4.60%	7.61%	27.13%	4.79%	58.20%	26.77%

资料来源：天相投资系统，截至2009年6月19日

表 2. 基准—新华富时 A200 指数表现

当日变动	当周变动	双周变化	一月变动	三月变动	一年变动	当年变动	年中位置
0.94%	-6.92%	5.67%	9.88%	30.33%	11.73%	67.69%	32.76%

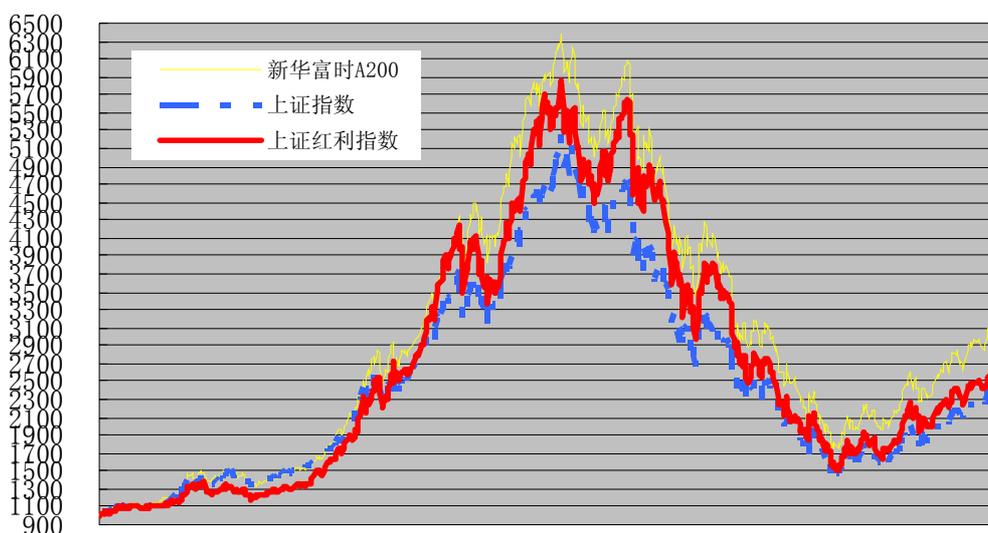
资料来源：新华富时网站，截至2009年6月19日

表 3. 基准—上证红利指数表现

当日变动	当周变动	双周变化	一月变动	三月变动	一年变动	当年变动	年中位置
0.66%	3.88%	1.49%	2.44%	19.99%	-4.63%	58.39%	18.24%

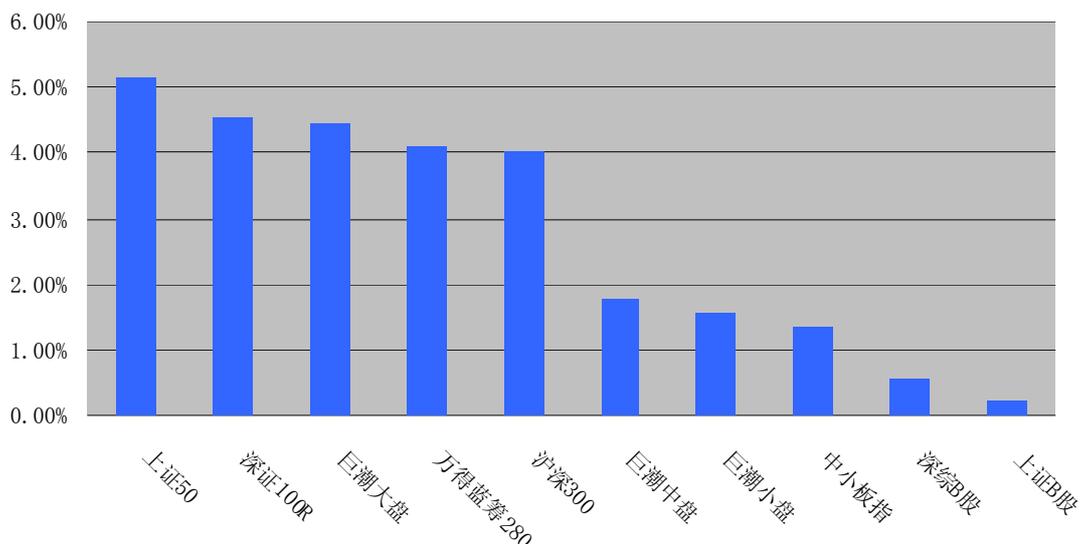
资料来源：天相投资系统，截至2009年6月19日

图 1. 市场基准指数走势（2006年1月4日-2009年6月19日）



资料来源：wind 资讯

图 2. 其他市场指数一周涨幅（2009年6月12日—2009年6月19日）



资料来源: wind 资讯

## 债券市场综述

上个交易周银行间债券市场继续维持盘整的走势, 其中, 上周新发的 10 年期国债中标利率水平是 3.09%, 边际利率 3.13%, 招标结果与市场预期基本一致, 该结果给市场的整体收益率水平提供了较强的支撑。上周债券质押式回购加权平均利率为 0.8804%, 与上周 0.8469%相比上涨了 0.0335 个百分点, 9 个交易品种中全部上涨。回购利率在经历了长时间的低位盘整后, 在本周受到 IPO 即将重启和季度末等因素的综合影响下, 整体出现攀升。隔夜回购加权从前期中轴 0.82%附近上行到 0.91%, 七日回购利率也上行到 1%附近。对市场短端个券的收益率水平形成较大影响。

表 4. 债券市场表现

当日变动	当周变动	两周变化	当月变动	三月变动	一年变动	当年变动	年中位置
-0.01%	0.00%	-0.02%	0.00%	0.39%	7.04%	0.16%	99.36%

资料来源: 采用上证国债指数 (SETBI), SETBI 为全价指数, 截至 2009 年 6 月 19 日

表 5. 收益率曲线

剩余年限	2009-6-19	当周变动	双周变动	当月变动	三月变动	一年变动
1y	1.3927	-0.0798	-0.0980	-0.2112	-0.4659	-1.8442
2y	1.8040	-0.1177	-0.1050	-0.1946	-0.2897	-1.7476
3y	2.4382	-0.1191	-0.0759	-0.1301	-0.0731	-1.4789
5y	2.8733	-0.0583	-0.0142	-0.0460	0.0103	-1.1984
7y	3.2885	0.0515	0.0729	0.0578	0.0096	-0.8985
10y	3.7173	0.0602	0.0596	0.0493	-0.0007	-0.5200

<b>15y</b>	1.3927	-0.0798	-0.0980	-0.2112	-0.4659	-1.8442
------------	--------	---------	---------	---------	---------	---------

资料来源: WIND 资讯银行间国债收益率数据统计

截至: 2009-6-19

## 市场动态

### 国内：

#### 一对多：小业务与大变革 销售模式求解

编者按：

专户理财一对多业务，正在以甜蜜的诱惑全面考验着年仅 10 岁的中国基金业。虽然与一对一同为私募业务，但一对多却因其完全不同的运作模式，从公司治理、部门职能、利益分配、员工考核，到对外谈判能力、客户服务等方面深刻影响着中国基金行业的发展轨迹。

显然，基金公司并未如公开宣称般“已经准备充分”，诸多头绪理还乱。有的问题亟须解决，有的答案当前还需时间检验，而有的问题则不得不以不作答来暂时作答。

“已经充分准备！”这是基金公司专户理财一对多业务的一致口号。它们纷纷宣称，已经为专户投资部门配备了精兵强将，已经设计了全风险系列的一对多产品，已经与商业银行沟通好第一单一对多的产品的设计、发行模式。

然而，虽然同为专户理财业务，一对多业务却引发了不同于一对一业务的诸多头绪。而这诸多头绪的根源则来自于一对多业务与一对一业务甚至公募基金业务的迥然不同。

诸多头绪理还乱

“一对一业务只涉及机构业务部，一对多业务则涉及零售、投资、客户等多部门。”北京一位基金公司市场总监称，一对多“挑战”了基金公司内部的现有利益格局和部门分工。

“这是实实在在的资产。”他将专户理财一对一业务称为“B2B”，基金公司直接与机构客户、高端个人客户商谈资产管理业务，“没有银行作为中间商从中抽份。”随着社保、年金、投资咨询、专户理财业务的陆续开展，基金公司机构业务部门的管理规模逐渐增大。

此前，基金公司的架构大抵如此，投研部门负责投资研究；销售部门负责公募基金的销售，而这又以向渠道——商业银行销售为主；新成立的机构业务部门则独立负责专户理财、年金等业务的销售和投资。这是中国基金行业发展 10 年来，已经形成的部门分工。但是，一对多业务的性质却即将打破旧有平衡，因为机构业务部门无法独立完成其产品设计、报会、发行和客户服务等工作。而这些部门职能的重新分配、团结协作以及与合作伙伴的谈判定价，都成了基金公司必须面对的理还乱的诸多头绪。

大公司领跑、小公司跟进

“我们很多事情还没有最后定下来。”北京一家合资基金公司市场部人士告诉 CBN 记者，一对多产品的设计、报会以及销售，“公司都还没定下来究竟由哪个部门来做。” CBN 记者采访了解，多家已获得专户理财资格的中小型基金公司一年来一对一业务开展极为有限，“有一两单 5000 万的就很了不起了。”

显然，在市场前景依然模糊的背景下，中小型基金公司的主要精力还是放在传统的公募基金业务之上。“跟进策略。”北京一家基金公司副总经理如此形容其所在公司确定的专户理财业务以及一对多业务的公司既定策略。

事实上，摩拳擦掌、枕戈待旦的也多为大型基金管理公司。“我自己觉得比较自豪的是，

国泰基金在这一方面是准备非常充分。”国泰基金总经理助理、财富管理中心总经理梁之平向 CBN 记者表示，国泰基金以采取类似于事业部制的架构来整合公司的核心资源，专户理财业务也配备了近 30 人的团队，“仅投资团队就有 9 人。”

销售模式求解

与商业银行的利润分成，这是一对多业务亟须解决的问题。

在公募基金的销售中，商业银行一直以其渠道优势占据谈判的绝对地位。“我们的谈判地位很难提高”，“我们还得依靠银行”，国内一家大型基金管理公司副总经理告诉 CBN 记者，即便发展 10 年来，基金公司仍未能积累有效的高端客户资源。

显然，这个亟须解决的问题也不是基金公司自身可以决定的。

而一对多业务带来的基金公司销售模式的探索则是尚需时间检验的问题。

“一对多的发行主要依靠银行。”北京某基金表示，一对多产品的销售、营销均放在了零售体系，即公募基金的销售渠道。

“同时放在机构业务部门和零售业务部门。”北京另一家基金副总裁表示，这两个部门也均主要依靠商业银行来进行一对多产品销售。

“我们公司成立了大营销部门。”北京一家合资基金公司副总经理向 CBN 表示，销售经理面对客户时将同时推介公募业务和私募业务。“这还在探索中。”他坦承，是对是错尚需实践经验。

零售体系、零售+机构、大营销部门，一对多业务尚为一块“小蛋糕”，然而其新鲜出炉，却令基金公司开始变革其销售模式。显然，这必将深刻影响中国基金行业的发展轨迹。

在发展 10 年后，基金行业跑马圈地时代的结束或许就将以基金公司不再以“业绩为王”而以服务能力为上作为标志之一。

国泰基金梁之平认为，一个公司未来能不能真正做好“一对多”这个业务，除了投资管理能力之外，另外很重要即是服务能力和产品设计能力。

2009-6-22【第一财经日报】

### 低估市场风险偏好 338 亿基金资产坚守 GARP 策略

市场总是给人意外。过去的半年，A 股以超过 50% 的涨幅回应了投资者此前的猜测，同时也让部分跨周期策略陷入失效困境，错失难得的“小牛市”。其中，最具代表性的就是 GARP（合理价格成长）策略。

目前，采用此策略的基金包括光大保德信均衡等基金。按照上述基金一季报的相关数据以及光大保德信均衡基金 3 月 5 日募集成立的规模，目前大约有 338 亿元的基金资产运用 GARP 策略指导投资。

北京某基金公司就此接受《证券日报》记者采访时表示，这两只基金采用的是“合理价格成长（GARP）策略”，在今年经济复苏前景不明朗的情况下，很难找到具备基本面支撑且估值合理的投资标的，因此两只基金今年上半年的业绩并不突出。但是从跨周期角度来看，基于企业基本面的 GARP 投资策略具备它的优势。正如巴菲特所说，长期看，市场是“称

重机”。基金经理将在坚持这一策略的基础上，进一步加强对市场趋势性因素的判断，平衡基金短期及长期的投资收益。相信从企业的基本面出发进行投资，一定能在长跑中胜出。

一位从事基金研究的分析师在接受《证券日报》记者采访时表示，同一基金经理管理的多只基金业绩表现阶段性落后，可能恰好证明这些基金投资风格相近。他还提示投资者说，分析基金业绩，应综合考虑内因和外因即投资策略和产品设计、合规风控等因素。

#### 选股偏差疑似阶段落后主因

不过也有分析人员指出，虽然同为“GARP 策略”，很难考证基金是否严格按照该策略进行操作。该分析人士指出，除投资策略外，基金实际操作中的持股时间长短和仓位控制等也是影响基金业绩的重要因素。

北京该公司旗下的两支基金 2009 年一季度报告显示，一季度末，这两只基金的仓位分别为 74.54%、59.55%，而在 2008 年末，这两只基金的仓位分别为 70.21%、49.37%。从以上数据来看，在市场反弹过程中，两只基金的仓位均有所上调，在仓位的调整的方向上与业绩较好的基金方向一致。

同期，采用 GARP 策略的广州某基金仓位 76.33%，排名第 91 位；而北京另一支基金仓位 79.03%，排名第 150 位。今年 3 月 5 日成立的光大保德信均衡基金，截至上周末其净值增值率为 13.23%，而同期大盘涨幅为 31.04%。不过，其建仓似乎尚未完成，不具分析条件。

从上述数据看，几只成熟的 GARP 基金仓位出入不大。有业内人士指出，如果仓位控制方向上偏差不大，那么基金业绩落后于人的主要原因可能在于选股。事实上，基金经理在一季度报告中也坦承：“本基金低估了市场的风险偏好，同时重仓个股由于缺乏短期热点和短期估值上升空间导致报告期的收益显著低于基准。”而在北京某成长基金的一季度报告中，刘天君指出，超配消费品等弱周期行业，低配了强周期行业，总体来看没有充分分享政策推动下的反弹行情。

《证券日报》记者统计了今年以来，同一基金经理管理下的股票型与积极配置型基金业绩。统计数据显示，有 49 人管理 2 只基金，4 人管理 3 只基金。上述 53 位基金经理所管理基金业绩均排名同类基金后 10 名的有 2 人。

有研究人员在接受《证券日报》记者采访时表示，今年以来很多基金对市场趋势的误判导致业绩不佳，但评价基金应该有长期眼光，至少应该在一个完整的牛熊周期中来评价。持续稳定的投资业绩对基金经理的综合能力要求很高，需要对宏观、市场、行业、个股、流动性等诸多层面海量信息进行全面解读与把握，并做出综合判断和决策，这是一件非常具有挑战性的工作。而基金经理的投资理念、投资经验、投资风格、投资纪律性等综合能力是一个逐渐形成的过程，并在长期投资中不断总结成功和失败的经验教训从而不断提高。

2009-6-22【证券日报】

## 新基金审批提速迎战 IPO 上半年新基金发行加速

投资者报(记者杨雪婷)IPO 重启箭在弦上，也对市场的资金面提出了挑战。

此前《投资者报》曾经预计，目前 33 家已经过会、正待发行的公司融资额将达到 700 亿元。

IPO 重启将会改变市场的供求关系，加大对市场资金量的需求。那么，在需求增加的同时，供应是否也会增加？事实上，近期新批基金的步伐正在提速，基金发行量的增加为股市注入了新鲜的血液。

“稍微有点意外，申报时排在我们前面的还有五六只产品。”上海一家基金公司人员向《投资者报》记者透露。他们刚刚获批发行新的股票型基金，这距他们申请也不过 3 个月时间，而一般新产品获从申请到获批最快也是三个月时间。

《投资者报》记者统计，据 Wind 数据显示，截至 6 月 12 日，今年上半年共有 62 只新基金结束募集，除去货币和债券基金，共有 31 只偏股型基金（股票+混合+保本）。募集资金额已经超过千亿。

#### IPO 重启后连发偏股基金

据记者统计，A 股市场上共有 6 次暂停 IPO 后重启，其中时间最长的一次是 2005 年 5 月 25 日~2006 年 6 月 2 日。由于股改的开展，新股发行暂停了一年。随着 2006 年 6 月 5 日，中工国际招股意向书的出现，全流通时代 IPO 第一单才重新启动。

IPO 重启后，新基金发行明显加速。2006 年，A 股市场共发行 94 只基金，除掉货币和债券型基金，有 69 只偏股型基金，发行量几乎是 2005 年的 1 倍——2005 年共发行 66 只基金，其中 38 只是偏股型基金。值得注意的是，从 2006 年 8 月 22 日起，也就是 IPO 重启两个月后，市场连续发行了 35 只偏股型基金。

此前几次 IPO 重启时，基金行业尚未发展壮大，因此未有新基金加速发行的现象。

2007 年，A 股市场迎来超级大牛市，证监会也放缓了基金审批速度。整个 2007 年虽然只有 63 只新基金成立，但这其中 59 只都是偏股型基金。

2008 年股市由牛转熊，但这一年成立的新基金却创出历史新高，达到 117 只，不过其中只有 63 只是偏股型基金，和前三年的数量大体相当。

#### 上半年新基金发行加速

不少基金公司都感觉到，目前新产品的审批速度有所加快，尤其是一些小型基金公司的产品。

在今年已经结束募集的 62 只基金中，有 30 只是偏股型基金。其中仅 4 只是资产管理规模排在前 10 位的基金公司发行的，其余产品皆属于中小基金公司。

目前还有 14 只基金处于发行期间，无一例外，这些产品都属于中小规模基金公司。“今

年产品审批速度还是比较快的。”深圳一家基金公司人员表示，“我们下一只要申报的产品还在设计中。”此前该公司刚募集完一只股票型基金，可见产品的设计工作还未赶上新基金的审批速度。

据悉，在正常情况下，一只新基金经过申报、审批的时间约为3~6个月。一家基金公司一年内有两只左右产品发行募集算是一个比较正常的节奏。不过这也要看产品的复杂程度，据悉今年发行的创新封闭式基金，从产品设计到最后募集历经2年，产品从申报到最后通过经历了1年。

#### 货币市场基金暗流涌动

除了偏股型基金的发行能够向股市输入资金、改善供需关系外，另外一个增加流动性的来源是货币基金。

在2006年IPO开闸时，货币基金曾遭遇大面积赎回，从2005年底到2006年底短短的一年间份额缩水超过1000亿份，甚至还出现了3家基金公司因应对赎回，共动用公司3亿多资本金弥补损失的情况。一些基金公司的货币基金甚至只剩下“关系户”的资金。

如今的货币市场基金开始暗流涌动，货币基金纷纷松绑大额申购。近期某货币基金公告称，自6月9日起取消1000万元的申购限制。

其实，货币市场基金限购令的解除早在今年3月末就露出冰山一角。3月31日，深圳某公司公告称，从4月8日起取消对大成货币基金的大额申购以及转换业务的限制。

4月2日，北京某公司公告称，鉴于目前货币市场基金大额申购及转换转入对基金资产运作的影响已经减弱，公司决定自4月3日起取消对泰达荷银货币市场基金大额申购及转换转入业务的限制，4月8日，上海某基金也公告决定从4月9日起，取消单笔金额100万元以上的申购及转入申请的限制。

其实，在今年股市转暖后，货币基金就已经出现流出迹象。据统计，今年一季度，货币基金成为份额缩水最大的基金品种，净赎回高达1727.04亿份。好买基金研究报告认为，今年以来股票市场明显上涨，暂时停留于货币基金的避险资金重新流回股票市场。预计IPO开闸后，货币基金规模还可能会有较大变化。据一季报统计结果，货币市场基金仍有2226.42亿份，如果有50%左右流出，也将为市场带来千亿元增量资金。

2009-6-22【投资者报】

## 海外：

### 金融监管改革搅动美国基金业 货基投资将多样化

6月17日美国政府公布了金融监管改革的新政，美国共同基金行业将可能发生巨大的

变化，其中货币市场基金、对冲基金、私募基金以及风险投资基金受到的影响最大。

### 货币基金投资将多样化

根据奥巴马政府的计划，美国证券交易委员会将要求货币市场基金保持一定的现金额度，降低到期资产的平均时限，实现多样化的投资。

奥巴马还呼吁审查票面价格为 1 美元的货币基金的定价标准。美国证券交易委员会将与总统金融工作小组的成员，包括来自财政部和美联储的官员，确定是否应该像股票或者债券市场一样，对货币市场基金价格进行每天的自由浮动。

货币市场基金行业就一直以自己的流动性和安全性而自豪，货币市场基金被认为是美国国债和银行有担保账户之外最安全的投资渠道。所有货币市场基金的每股都标价为 1 美元，1 美元这样一个数字对于这个行业是极为重要的心理关口，有些时候基金公司宁可自己承担损失，也要保证股价不跌至 1 美元之下。对于货币市场基金行业而言，货币市场基金跌破 1 美元的情况在整个历史上只出现过两次。第一次是在 1994 年，丹佛的一家基金不得不向要求赎回的投资者支付每股 96 美分，这主要是因为该基金在衍生品上投资失利。第二次就是去年金融危机期间。

去年 9 月，随着雷曼兄弟破产，规模达到 625 亿美元的初级货币市场基金暴露出问题，导致整个商业票据市场冻结。奥巴马政府由此认为，货币市场基金已经成为金融体系系统性风险的一个重要来源。

对于政府的方案，不少业内人士表示担忧。马萨诸塞州的一家行业研究公司皮特·克雷认为政府在研究定价问题对于货币市场基金是个坏消息。他说，如果结束 1 美元定价传统，货币市场基金在投资者中声誉将会受到影响。美国证券交易委员会计划在 6 月 24 日举行听证会讨论货币基金的问题，听证会将邀请公众讨论 1 美元的价格问题。

### 对冲基金面临选择

Gotham 投资顾问公司副总裁金松长期参与管理投资基金的设计管理。对于奥巴马政府的监管改革方案，他认为从政策发布到最终执行之间可能还会出现变化。根据金融监管方案，之前不受监管的对冲基金、私募基金以及风险投资基金都要向美国证券交易委员会登记，并将相关的资金流动情况进行备案。

“现在业界还在等待政府出台具体的说明，比如说对冲基金、私募基金在什么规模的情况下需要登记。还有风险投资基金对于金融体系并不构成冲击，政府是不是存在着理解上误差，这些基金是否也需要登记，”金松在接受记者采访时说。

对冲基金在这场金融危机中遭到严重的冲击，有三分之二的对冲基金倒闭，但是从今年

以来也有上百家基金创立，随着市场回暖，投资者对风险承受能力提高和对资金回报率的要求提高，对冲基金开始恢复。金松认为，新的监管措施对于对冲基金有什么样的影响目前还需要观察。

他说：“政府出台监管措施，比如说要对对冲基金将资金流动情况备案，这里面就有很多的问题。一是对冲基金的商业模式本身是相对保密的，如果一家对冲基金的操作情况被别人掌握，那么这家基金在市场上生存盈利就成为问题。对冲基金可以把情况做得很复杂，这样的话政府监管部门是否能看懂就是个问题，如果大家都能看明白，这个行业如何发展也就成了问题。奥巴马政府的方案还需要议会的讨论审议，这个过程中，方案可能还会修改，利益各方还会重新协商，最后可能出来的是一个妥协的方案。”

金松认为，尽管美国政府出台的措施会给基金行业发展带来一定的变化，但是相比于欧洲等其他国家来讲，美国对金融企业和金融市场的监管仍然相对较松。他说，“美国是全球规模最大，自由度最高的市场，美国在国际金融体系的地位很难改变。”

奥巴马的金融监管改革方案可能使美国共同基金业发生大变化。

摘自 2009-6-20【中国证券报】

# 光大保德信理财学堂

## □理财新知：

### PIMCO 如何规避“黑天鹅”

PIMCO(太平洋投资管理公司)是美国最大的债券管理机构，它旗下的部分资产采用“尾部风险对冲”(tail-risk hedging)的方法来规避黑天鹅事件的风险。该方法致力于保护投资组合免受系统性风险所可能造成的重大损失，这类损失出现在投资回报概率分布曲线的左端，即“尾部”。这种重大损失发生的概率通常被认为非常小，但是现在有人相信这类事件发生的概率要大于之前的估计。

PIMCO 的班萨利在几年前就开始使用尾部风险对冲的方法为保险公司管理资产。后来越来越多的客户开始对此感兴趣，去年发生的全球金融危机进一步增加了客户对此类服务的需求。现在 PIMCO 在很多开放式基金以及部分机构账户和独立账户也都采用了尾部风险对冲的方法，涉及的资产大约有数十亿美元。

#### 从自然科学中获得灵感

班萨利对于投资风险管理的看法来源于他非传统的教育背景。他是哈佛大学粒子物理专业的博士，早年曾在大学做过教授，因数学功底扎实和逻辑思维严谨而出名，从而引起了纽约部分投行的注意。这些投行喜欢聘用顶尖科学家来开发复杂的交易策略。高盛的费舍·布莱克(因期权定价和 Black-Scholes 模型而著名)曾经希望班萨利可以加入他的研究团队。但是班萨利婉拒了布莱克的邀请，继续留在大学里教物理。后来经过多次的邀请之后，班萨利终于加入了所罗门美邦成为一名衍生品专家，后来又在瑞士信贷第一波士顿的自营固定收益交易部门工作过。他于 2000 年加盟 PIMCO。进入金融领域之后，他依然保持了对学术的爱好，发表过很多科学和金融方面的论文。

尽管班萨利改变了自己的方向，但是从来没有彻底离开过科学领域。实际上，尤其是最近，他经常用物理方法来解决金融问题。他看待金融问题的眼光非常独到，比如会把金融市场遭遇巨大变化的情况和物质的相变进行类比。班萨利觉得金融市场的巨大变化和物理世界非常相似，往往也非常混乱，大家所期待的资产价格的周期性变化，如“均值回归”，并不见得以有序的方式出现。价格波动反而会受无序的趋势因素的影响，此时投资者不应该把无序的价格波动和以价值分析为基础的均值回归混淆起来。

更宏观的，班萨利觉得“平衡”是真实世界中很少发生的状态。有些人认为“平衡”是一种常态，因此使用有效市场假设进行风险分析，而班萨利作为一名粒子物理学家，认为根本就没有什么平衡状态。他的观点对于研究尾部风险对冲有很大的启发。

#### 尾部风险对冲的实践

在讨论他的方法的实用性时，班萨利喜欢区别“时机”和“事件”两种风险管理方法。用前一种方法，投资人在市场开始下跌的时候，买入对冲风险的工具，效果往往并不理想。时机把握非常困难，代价也非常高。他提倡使用长期保险的策略，即“事件”的方法。尾部风险是一个永恒的问题，所以班萨利会在风险对冲工具较便宜的时候买入。一旦市场发生剧烈动荡，它们会变得非常昂贵。

有人觉得尾部风险对冲的代价太高。班萨利觉得尽管尾部风险对冲是为了保护投资组合免受罕见的金融危机或者其他系统性风险的影响，但是这类黑天鹅事件发生的概率要高于很多人的预期，因此在计算费用的时候，要把这个因素考虑进去。例如，在过去 30 年中，金融市场每隔 5-7 年就会发生一次大的动荡。过去 12 年中发生过的重大动荡有：1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯国债违约以及长期资本管理公司倒闭、本世纪初科技股泡沫形成与破灭、2001 年“9·11”恐怖袭击以及最近的全球金融危机。当今资本市场的特征之一就是“不稳定”，进行风险对冲的关键不在于投资人能不能负担得起对冲风险的费用，而在于能不能承受不对冲风险的损失。根据 PIMCO 的估计，尾部风险对冲的支出大约会使基金管理的费用增加 0.25% 至 0.5%，并不算太高。

另一项针对尾部风险对冲的指责是该策略需要事先清楚金融动荡的来源，在 2007 年之前，几乎没有人意识到次贷的危险；也几乎没有人能预知恐怖袭击。班萨利说他不需要知道危机的具体起因，他的风险对冲方法并不针对某一具体事件，而是针对危机可能产生的宏观层面的影响以及政府可能采取的政策。金融危机的起源可以非常特别而且难以预测，但是它们都有相似的宏观影响。进行宏观风险对冲并不需要准确预测具体何种事件会发生，只要对其所可能造成的宏观影响进行对冲就行了。

对冲此类风险的方法有很多，比如买入短期美国国债的期货。发生金融危机的时候，由于资金寻求避难所，美国国债价格会上升。相似的，某些外汇，如美元、日元、和瑞士法郎也是传统的安全天堂。班萨利也使用与期权相似的信用指数进行风险管理。另外，当他觉得市场估值较高或者对风险的补偿较低的时候，会降低组合的风险水平。

#### 不知道与无法知道

试图对不太可能的风险进行定价，而且要保护自己的投资组合免受其影响，使人显得非常卑微，因为不知道的因素太多了。班萨利喜欢引用 17 世纪法国哲学家布莱士·帕斯卡对于上帝是否存在的论述。帕斯卡认为，尽管我们缺少证据来证明上帝的存在，但是通过代价-收益分析，我们最好还是相信上帝的存在。与之相似，班萨利认为尾部风险对冲包含了很多不确定因素，但是认识到这一点依然非常重要，而且投资人应该用尽可能好的方法来保护自己。班萨利也清楚该方法的局限性，那些评价和对冲风险的工具仅仅是工具而已，不能过度地信任和依赖。

尾部风险对冲在开放式基金领域还是一个较新颖的方法，初步效果还算理想。PIMCO 在去年金融危机中成立的全球多类资产基金使用该方法，到目前的表现还不错。不过该方法在其他环境中的效果还需要观察。班萨利目前正在为下一个可能的危机：突如其来的高通胀进行准备。他承认这种情况不见得马上会发生，但是基金持有人应该为他的提前布局而感到放心。

来源：【晨星（中国）】

## 互动园地/你问我答

### 客户服务类

#### 1、我的建行卡已销磁换卡，新卡与旧卡账户没变只是卡号变啦，我该如何变更交易账号信息？

若您是我司直销客户，办理银行卡变更业务，需准备以下资料：1、身份证复印件；2、银行卡复印件；3、网上交易银行账户信息修改申请表（请登录我公司网站，点击客户服务--下载中心--打印并填写网上交易银行账户信息修改申请表）；4、银行卡账户状态（请到银行打印），请把上述资料邮寄到我公司直销中心，工作人员收到您的资料核对无误后，会将您的银行卡号变更为新的号码，如有不明之处，请致电我公司直销中心 021-63352937 咨询。

若您是我司代销客户，办理银行卡变更业务，请到代销机构网点进行办理。

#### 2、哪里可以查询我的帐上余额？

您可以通过客户俱乐部查询基金账户余额。具体登陆如下：先点击进入我司网站首页右侧的客户俱乐部（客户俱乐部的链接是 <http://club.epf.com.cn/club/>），选择基金客户登陆。若您首次进行网上查询登陆，申请开户时间是 2007 年 8 月 17 日及以后的，查询登陆类型请选择“开户证件号”，密码为您开户证件号码的后 6 位，开户证件号码中有中文字体的去除中文，不足 6 位前面补 0，末尾是 X 的，X 需大写；申请开户时间是 2007 年 8 月 17 日以前的，首次登陆网上查询登陆类型请选择“基金账号”，密码为您基金账号的后 8 位，敬请留意。

#### 3、投资货币基金安全吗？在何种情况下会出现投资亏损？

货币市场基金合同并不承诺保证基金的本金任何时候都不会发生亏损。在货币基金管理办法中，如果摊余成本法计算的基金资产净值和“影子定价”产生的基金资产净值偏离超过 0.5% 时，应按照市价重新对基金资产进行估值。“影子定价”是基于市场收益率水平进行计算的，短期内市场收益率大幅上升可能会导致基金资产重估，给基金持有人带来一次性亏损。

本文件中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件为非法定公开披露信息或基金宣传推介材料，仅作为客户服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。投资有风险，基金过往业绩不代表未来表现。本文件的版权仅为我公司所有，未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用，如引用、刊发，需注明出处，且不得对本文件进行有悖原意的删节或修改。