

■操盘攻略

稳健份额魅力锐减

降息利好分级基金进取份额

□招商证券 宗乐 张夏

中国人民银行决定自2012年6月8日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。此次降息为2008年12月23日以来的首次降息，标志着货币政策的放松力度进一步加大，降息周期开始。此外，央行还同时宣布了扩大存贷款利率浮动区间：自同日起，将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍；将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍。

由于分级基金稳健份额的约定收益多数是按照“一年定存利率加上溢价率或乘以大于1的系数”制定的，因此，本次基准利率下调会直接或间接的影响到分级基金稳健、进取份额的预期收益，其中不乏短线机会，投资者可适当关注。

降息利好进取份额

债券分级基金进取份额是降息的最大受益者。一方面，降息有利于债市继续走强，推高分级债基母基金的投资收益，而进取份额是其母基金单位净值增长的最

大受益者；另外一方面，债券分级基金的结构安排相当于进取份额向稳健份额融资来进行杠杆化投资，给稳健份额的约定收益就相当于借款利息。大部分进取份额对应债券稳健份额的约定收益都与定期存款利率挂钩，并会定期调整。降息会使得调整后的约定收益下降，借款成本下降，并通过杠杆对进取份额的净值产生倍数影响。以博时裕祥为例，根据估算，此次降息0.25%之后，裕祥B的到期收益率将会增加1.66%，是降息幅度的6.6倍。

两方面综合考虑，投资者在选择分级债基进取份额时，可重点关注那些母基金久期较长、债券投资杠杆较高、稳健份额约定收益受基准利率影响较大的投资标的。需要注意的是，由于分级债基进取份额近期涨幅较大，部分品种已从折价变为溢价，因此短期内存在一定的溢价缩小或折价扩大的风险。

激进投资者可逢低建仓分级股基进取份额。此次加息标志着政策底的到来，政策对经济的刺激作用将在下半年逐步显现。虽然在降息首个交易日市场仍

然收跌，且短期内市场仍然存在下跌的可能，但在不断加强的政策力度下，市场下跌的空间有限，进取份额将逐渐迎来投资的良机。在市场大幅反弹、投资者情绪趋于乐观时，进取份额将受益于净值上涨和溢价率回升的双重效应，价格上涨幅度有望大幅超过市场平均水平，激进投资者可逢低建仓。

在具体品种选择时，银华鑫利由于净值杠杆较高（6.26倍）且溢价率相对较低，是进取份额的首选品种。此外，受益于高净值杠杆，申万进取、银华鑫利、信诚500B、银华锐进的价格弹性较大，投资者可适当关注。双力B、中小板B由于存在折价转溢价的预期及其标的指数的高弹性，也是优质的抄底标的。

稳健份额吸引力下降

定期调整约定收益的分级债基稳健份额吸引力下降。债券分级基金稳健份额有半封闭和封闭上市两种形式，前者定期开放，并按开放当日的定存利率水平调整约定收益率，降息后下一次开放时约定收益就会下降。而由于央

行此次降息的同时扩大了存款利率的上浮空间，导致各银行均以接近浮动上限确定存款利率，即存款实际利率未发生变化，因此该类品种吸引力相对下降。

封闭上市稳健份额的约定收益存在定期调整和不调整两种情况，对于约定收益不调整稳健份额，降息相当于降低了折现率，价格会相应上升，这也是6月8日此类品种涨幅较大的原因。与之相反，约定收益定期调整的稳健份额由于未来约定收益会被调低，吸引力相对下降。

分级股基稳健份额预期年化收益有所下降。股票稳健份额的约定收益一般都为“一年定存利率（税后）+3至4%”，每年调整一次，此次降息后，下一次折算时约定收益将会下降。经测算，本次降息将导致稳健份额的预期年化收益率降低24至30BP不等，永续型稳健份额平均年化预期收益率已降至7.2%。

鉴于年内仍然存在降息的可能，稳健份额的预期年化收益率将可能继续下降，目前该类品种的投资价值已相对较低，投资者可等待价格有所回落后介入。

■全景扫描

一周开基

债券型基金表现稳健

上周上证指数报收2281.45点，周跌幅为3.88%。受大盘影响，上周开放式基金市场表现不佳。银河证券数据统计，289只标准股票型基金净值平均下跌2.98%；123只标准指数型基金全部下跌，净值平均下跌3.86%；43只偏股型基金（股票上限95%）平均下跌2.74%；63只灵活配置型基金（股票上限80%）净值平均下跌2.56%。债券基金表现稳定，87只普通债券型基金（一级）上周净值上涨0.44%；98只普通债券型基金（二级）上周净值上涨0.11%。

上周市场整体缩量下跌，债基受降息影响继续升温。基金方面，289只标准股票型基金上周除易方达医疗保健行业股票上涨0.46%外，其余基金全部下跌。债基方面依旧稳健，普通债券型基金（一级）表现良好，其中以海富通稳健添利债券（C类）上涨1.05%表现最佳。普通债券型基金（二级）较一级来说各基金间的差距稍大，较上周涨幅收窄，其中以东吴优信稳健债券（C类）与东吴优信稳健债券（A类）表现最好，均上涨1.41%。（银河证券）

一周封基

股基折价率明显收窄

上周封闭式基金整体表现不一。截至2012年6月8日，纳入统计的25只封闭式普通股票型基金表现不佳，周净值平均下跌了2.49%，平均价格下跌1.51%。其平均折价率为11.67%，较前几周有明显收窄。

封闭式债基上周表现良好，23只封闭一级债基全部上涨，平均净值上涨0.65%。其中广发聚利债券封闭表现最好，周净值增长率达1.35%，过去一个月净值增长率达4.55%，列同类第一。价格方面，封闭式一级债基价格平均上涨0.99%，平均折价率收窄至2.13%。

受市场影响创新封基方面表现不佳，周净值下跌2.31%。封闭式债券型分级子基金（进取份额）上周平均净值增长2.24%，表现持续良好。（银河证券）

一周ETF

ETF连续两周大幅净赎回

上周市场收五连阴，上证综指周下跌3.88%。ETF基金总体连续第二周大幅净赎回，上周总体净赎回26.508亿份，其中两只沪深300ETF净赎回总量达20.96亿份。ETF基金二级市场交易方面全线收跌，四成跌幅超过4%。

上交所方面上周申赎基金数量各半，总体净赎回9.869亿份。其中，华泰柏瑞沪深300ETF上周净赎回7.776亿份，周成交额34.85亿元，总份额再度缩水7.66%。上证50ETF上周净赎回0.77亿份，周成交额为20.28亿元。上证180ETF上周净赎回1.35亿份，周成交额为8.42亿元。

深交所方面上周总体净赎回16.639亿份。其中，深证100ETF上周净赎回4.35亿份。嘉实沪深300ETF上周净赎回13.18亿份。（李菁菁）

ETF融资余额小幅提升

上周市场连续下挫，交易所数据显示，截至6月7日，两市总融资余额达4.91亿元，较前一周末提高两成。两市融券余量为5482万股，较前一周末下降15.53%。

截至6月8日，上交所方面，ETF总体周融资买入额为3.64亿元，周融券卖出量为1.76亿股，融资余额为3.72亿元，融券余量为2361万股。其中，华泰柏瑞沪深300ETF开通融资融券首周，期末融资余额为2551万元，融券余量为495万股。

截至6月7日，深交所方面，ETF总体周融资买入额为5058万元，融券卖出量为7391万股，融资余额为1.27万元，融券余量为3058万股。其中，嘉实沪深300ETF融资余额、融券余量分别为1001万元和315万股。（李菁菁）



■金牛评委特约专栏

透过美林投资时钟看基金投资

□天相投顾 闻群

因而业绩表现更胜一筹。

可见，投资时钟在国内公募基金投资上具有一定的可借鉴性和实效性，有助于指导投资者找到相应类型基金进行投资获取稳定收益。

我们进一步来看近期的基金市场收益率数据情况。从2011年5月至2012年4月一年间各类型基金收益率分别是：股票型为-11.18%；混合型为-8.91%；债券型为1.61%；货币型为3.79%，同期上证指数涨幅为-12.65%。债券和货币型基金依然体现了稳健收益的优势。但从2012年以来（截至2012年6月1日）的基金收益率数据来看：股票型为7.69%，混合型为7.04%，债券型为5.83%，货币型为4.52%，同期上证指数涨幅为7.91%。可见，债券型、货币型基金在保持稳定收益率的同时，偏股型基金也有了一波小行情。在下阶段的基金投资上，我们建议要

考虑以下几点因素：

首先，在美国经济复苏乏力，欧债危机再起波澜。多项经济数据均显示我国经济复苏进程曲折复杂。近期，无论是代表中小企业经营状况的汇丰PMI，还是官方PMI，都预示了当前中国经济的疲软；信贷增速的下滑，更多的反映出在当前下行的经济背景下，实体经济对于信贷的需求量降低；4月规模以上工业增加值同比实际增长9.3%，比3月份回落2.6个百分点。我们认为在国内经济结构调整的大背景下，经济难言在短期内会有强劲的复苏，按照美林投资时钟的刻画，在衰退期经济增长停滞的同时通胀水平逐渐回

落，央行将降息以刺激经济，进而导致收益率曲线急剧下行，所以债券或者债券型基金依旧是稳妥配置品种。

其次，随着物价水平的趋势性下行，政策预调微调将更加明确，在稳增长的首要目标下，政府有可能推出更为有力的“逆周期”刺激政策，上月12日央行宣布下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点以及本月7日晚央行宣布降息0.25个百分点均已明显体现出宽松政策的力度。

再次，考虑到近期市场在经济基本面与政策宽松之间的博弈下或将继续上演震荡行情，具有一定风险承受能力和操作能力的投资者可把偏股型基金作为交易型配置品种。

最后，中长期投资者应当开始积极关注市场的变化，适时、逐步布局跟踪低估值蓝筹、消费服

务类板块的偏股型基金以在市场对经济周期轮回做出提前反应的时候分享市场上扬的收益。

综上，通过历史数据检验可以发现，美林投资时钟在我国基金市场的有效性，在经济周期运行的不同阶段中，均有一类基金表现优于市场指数，且多数时候这类具有明显优势的基金类型与投资时钟的刻画相符合，投资时钟对我们进行基金投资有一定的指导意义。在当前经济结构调整与“稳增长”政策的密集出台形成对峙格局的背景下，我们认为股市难言趋势性上涨，我们依然建议投资者继续以债券型基金、货币市场基金作为重点配置和流动性资产配置。具有一定风险承受能力和操作能力的投资者可把偏股型基金作为交易型配置品种。同时，也建议投资者积极关注市场变化，适时、逐步布局中长期投资品种。

各类型基金在中国不同经济周期运行阶段中的净值表现
(单位：%)

时期	经济周期	股票基金	被动型	主动型	混合基金	债券基金	纯债型	偏债型	货币基金	上证指数
1999.12-2000.12	过热	48.52	49.81	48.32	-	-	-	-	-	51.73
2000.12-2001.1	滞涨	-1.88	-0.83	-2.12	-	-	-	-	-	-0.38
2001.1-2001.10	复苏	-13.78	-12.5	-14.07	-	-	-	-	-	-18.22
2001.10-2002.4	衰退	1.97	1.56	2.06	4.15	-	-	-	-	-1.27
2002.4-2003.10	复苏	-4.89	-8.64	-4.21	-2.23	-	-	-	-	-19.15
2003.10-2004.10	过热	7.95	2.7	10.3	11.55	4.14	3.1	6.56	-	-2.06
2004.10-2005.10	衰退	-6.25	-8.94	-4.88	-1.83	5.18	5.25	5.01	2.63	-17.24
2005.10-2006.11	复苏	97.71	96.85	98.16	93.58	18.25	13.77	28.89	2.05	92.10
2006.11-2007.06	滞涨	98.84	101.38	98.09	90	14.75	11.8	22.96	1.34	82.00
2007.06-2008.01	过热	25.64	21.83	26.55	24.13	8.72	8.81	8.4	2.49	14.73
2008.01-2008.05	滞涨	-18.09	-20.5	-17.56	-16.11	0.18	0.81	-2.18	0.96	-21.67
2008.05-2009.05	衰退	-14.45	-20.75	-13.08	-10.91	9.74	10.02	8.87	2.86	-23.31
2009.05-2010.05	复苏	8.55	1.65	10.17	10.87	6.89	6.55	7.7	1.45	-1.55
2010.05-2010.12	滞涨	15.84	12.18	17.17	16.54	5.36	5.31	5.46	1.18	8.33
2010.12-2011.04	复苏	-8.08	-4.24	-9.54	-9.01	0.1	0.31	-0.24	1.31	-2.30