

调仓迟缓 言行不一

公募基金“满仓踏空”背后的焦虑

□本报实习记者 黄丽

突发的全面降息，迅猛点燃了A股市场沉睡的火山。连日来，大盘气势如虹，连续逼空式上涨。至昨日收盘，11月21日以来，申万非银金融指数已大涨800.61点，涨幅达到60%。

然而，这股迅猛燃烧的大火却深深烙伤了公募基金经理的心。就在各路资本纷纷入市扫货时，很多公募基金经理却踌躇不前，迟迟不敢入市，与气势汹涌的产业资本和游资形成鲜明对比。眼看大盘股一天天上攻，基金经理们也十分焦虑。无奈年终排名大考将至，大部分基金经理不敢轻易调仓，只是试探性地四处打听他人的仓位情况。不过，随着非银金融的连续上涨，数位基金经理均表示，除非有极端情况出现，年底之前他们已决定不再换仓。

想说换仓不容易

现在回头看就会发现，市场早有敏锐者感知到降息的气息——11月21日，申万非银金融指数就出现躁动，大涨4.93%。此后就是一天接

着一天的放量上涨，完全不给场外资金犹豫的机会。而近一两年来，A股可以说是成长股的天下，不少基金经理在成长股上获利颇丰，游资和散户也习惯性地炒作小盘股。面对突然出现的风格转换，基金经理大多有些措手不及。

事实证明，加仓的是少数。根据好买基金研究中心提供的数据，上周，偏股型基金仓位上升2.80%，当前仓位79.70%。其中，股票型基金上升2.92%，标准混合型基金上升2.62%，当前仓位分别为85.80%和70.52%。上周基金配置比例位居前三的行业是石油石化、汽车和纺织服装，配置仓位分别为5.94%、4.70%和4.30%。

早在沪港通启动之前，基金经理们就纷纷表示看好券商、银行等大蓝筹，但最终却没有几个人真正付诸行动。深圳一家大型基金公司的成长型基金经理表示，降息消息一公布他就立刻补了一些券商股，“但是补得不多，也就4.5个点。现在券商、保险加上互联网金融，金融这一块总共大概有十几个点，以前几乎没有。”

北京一位管理蓝筹基金的基金经理过去实

际重仓的是成长股，最近他稍微调了一点仓位给券商股，但还是不肯放弃曾给他带来丰厚回报的成长股。“也不是追涨，就是看好而已，毕竟两边都有机会。”他说。

也有极少数年轻基金经理比较大胆，果断加仓券商等大蓝筹，这些及时上轿的基金经理通常来自规模较小的基金公司。“我们是船小好调头。”深圳一家小型基金公司的基金经理笑称。在记者采访的基金经理中，这位基金经理显得心情格外好，不像其他人那么沉重。据他介绍，他埋伏得比较早，10月份就开始调仓，持仓的券商加上券商影子股大约占到30—40个百分点，“小盘股是陆陆续续减下来的。”这一决定使得他在这轮行情中成为大赢家。根据Wind数据，他所管理的基金在365只同类基金中排名迅速上升至前15名。

与之相反，部分基金经理始终坚持自己的判断不肯换仓。深圳某基金经理业绩向来出色，但他始终不认券商、保险等大蓝筹的价值，仍然坚信成长股的春天会很快回来。近期，他的排名已从前10名下滑至前20名。

信达澳银消费优选基金经理尹哲表示，成长股明年将会有分化，在选股上会侧重看得到成长空间、业绩有加速度的个股，“业绩比较好的公司会走出来的。”

疯狂中需保持清醒

非银金融走出火箭发射般的态势，但为什么基金经理却大多没有太大的动作？基金业内人士认为，基金经理不肯换仓的原因主要有三点：首先，现在很多80后基金经理入市时间不长，没有经历过牛市，习惯了成长股的风格，一时间要改变他们的价值观比较难；其次，很多基金经理的眼光还停留在政府对新兴产业的扶持上，并没有意识到来自顶层设计的自上而下的改革力度，今年以来军工股的慢牛行情其实就证明了这一点；最后，有些基金经理想换却不敢换，因为现在小盘股成交量相对较少，而年终排名将至，大家不愿意砸自己的小票，所以想换股也并不容易。

经历了半个多月的逼空式上涨，一直犹豫犹豫的公募基金错失了进场良机。“现在整体

来看，之前通常认为是低价大蓝筹的券商其实已经不算很便宜了。”博时裕隆混合基金经理丛林分析称，“但券商股上涨的逻辑仍然是成立的，券商股仍然是最值得关注的板块，只是需要注意短期市场回调的风险。”从板块上看，他依次看好券商、保险、军工、互联网金融等板块。

“A股的逻辑已经由存量资金博弈转变为增量资金博弈。”民生加银优选股票拟任基金经理黄一明表示，“产业资本、民间游资、还有来自信托、理财产品等高净值客户正在转向资本市场。散户的思维是追涨杀跌，作为机构投资者，公募基金有自己的投资决策体系，但也会根据市场逻辑的变化不停地改进。机构投资者最重要的不仅是收益，还必须分散风险。”

融通动力先锋基金经理丁经纬也认为，在市场的疯狂中应保持一份清醒。他说：“虽然全市场都在喊中国大妈进场了，牛市来了不做波段，多头从2500点一路攻城拔寨，几乎没有遇到任何像样的抵抗，胜利容易冲昏人的头脑。我似乎闻到了空头正磨刀霍霍、准备反扑的气息。”

■ 中证金牛指数追踪

上周金牛基指涨超3%

上周，沪深两市双双收涨。受市场上涨因素影响，上周股票型基金和混合型基金双双上涨，涨幅分别为3.93%和3.07%。同期，两只中证金牛基金指数亦上涨超过3%，其中中证金牛股票型基金指数上涨3.43%，中证金牛混合型基金指数上涨3.05%。长期来看，自金牛指数发布以来，沪深300指数累计上涨15.95%，两只金牛基金指数跑赢沪深300指数超过9个百分点。（刘夏村）

南方恒指ETF今起发行

沪港通高达50万元的人场门槛被沪港通基金打破。国内首只获批的沪港通基金——南方恒生指数ETF于12月9日起正式发行。该基金认购起点约为1000元，大幅低于港股通要求不低于人民币50万元和其他ETF最低50万元的申购起点，同时其最小买入单位1手（100份）约200元，明显低于港股从3000多港元到15万港元不等的整手限制，有效降低了投资者分享沪港通投资机会的门槛。南方恒指ETF跟踪的恒生指数是香港的代表性指数，由在香港联合交易所主板上市的第50只市值最大及成交最活跃股票组成。（张昊）

鹏华基金崔俊杰：B格是这样建立的

鹏华中证A股资源指数分级基金、鹏华中证传媒指数分级基金

基金经理 崔俊杰



作者简介：

崔俊杰先生，金融工程专业管理学硕士，6年证券基金从业经验。2008年7月加盟鹏华基金管理有限公司，历任产品规划部产品设计师、量化投资部量化研究员，先后从事产品设计、量化研究工作，2013年3月起至今担任鹏华深证民营ETF基金及其联接基金基金经理，2013年3月起至今兼任鹏华上证民企50ETF基金及其联接基金基金经理，2013年7月起至今兼任鹏华沪深300ETF基金基金经理，2014年12月起兼任鹏华中证A股资源产业指数分级证券投资基金和鹏华中证传媒指数分级证券投资基金基金经理。

分级基金最近火了，赚钱效应，牛市行情让大家聚焦在各类指数分级B上，就连多年不联系的老同学也从微信上发来消息“分级B能买不？”。连续涨停的各类分级B成为大家趋之若鹜的香饽饽，先买到的人不舍得卖，想买的人买不到，当然还有一大波正在纠结要不要建立B格的粉丝。

买那个分级B能赚大钱？成为最近被问到最多的问题。如果有答案的话，嘿嘿，那岂不是能成为高富帅，迎娶白富美，走上人生巅峰——（醒醒，该上班了，别忘了拿公交卡）。自谓不是股神，也很难在目前的行情中百分百的给诸位看官指明道路和方向，所以今天咱们只讲讲建立B格应该注意的那些事。

什么是分级B？分级B可以看做是一种杠杆指数工具，通过向分级A支付约定的收益率（鹏华旗下系列分级A约定收益率为一年期定期存款利率+3%）达到融资的目的获得跟踪指数的杠杆化收益机会。建立B格首先需要分析该分级B跟踪的指数未来是否会能够继续上涨，看官们可以通过指数成分股的基本面，市场情绪，事件驱动等角度来思索这个问题，每个人的答案或许不一致，但必须有个自己的答案。看到这里可能大部分看官急了，“敢情建立B格这么简单，看好指数行情买就是了，还在这里听你罗里吧嗦的，耽误我挣钱。”不要激动，看官留眼啊，再多看一眼，你就能了解我的苦心了。

咳咳，选择了自己心仪的B格方向，接下来咱们讲解如何购买分级B的问题。首先要计算（要计算？小学数学是音乐老师教的怎么破？只能数到7啊），以下谈谈该分级基金的整体折溢价率，其实很简单的：

分级A和分级B作为上市交易型的基金品种，既有交易价格又有份额净值。
鹏华基金旗下系列分级基金的折溢价率=（A交易价格+B交易价格-2*母基金实时净值）/（2*母基金实时净值）
母基金实时净值=母基金前一日净值*（1+0.95%*指数实时涨跌幅）

怎么样？是不是很简单？四则运算而已嘛，只需要体育老师的水平。注：由于不同分级基金基金合同约定规则不同，虽然有能计算所有基金公司分级基金整体折溢价率的综合公式，但为了避免部分看官看后引起的身体及心理的不适和不良反应，此处就不介绍了。

整体折溢价率可以作为判断市场情绪的先行指标，一般情况下该指标的范围在（-2%，2%），若溢价过高（比如最近，多只分级基金整

体溢价率超过15%，溢价回归是大概率事件）意味着A和B的交易价格之和高于A和B的净值之和，表示市场处于疯狂看多模式。“纳尼？你的意思是我可以不用自行判断市场走势，而通过分级基金整体溢价率来判断？哪个溢价高我就买那个分级B？”看官此言差矣，事实可能跟你想象的差距很大（所以人不能靠想象啊，不然在现实面前将会碰的头破血流）。整体溢价率高的确代表了一定的市场情绪，若刚好眼看官自己的行情判断相符那就再好不过了，但最好的介入方式并非直接买分级B，而是通过申购母基金然后再进行拆分，卖掉分级A，留下分级B。由于母基金是按照净值申购的，相当于你以净值的成本获得A和B，具体申购流程如下：



看到这里相信看官们基本已经明白了为什么需要多看一眼了，没错，在整体溢价率较高的情形下，直接买B付出的溢价成本太高，非常不划算，即使看官们再怎么看好对应指数的行情，最为理性的方式就是八个大字：申购拆分卖A留B，而且这种操作方式可以在快收盘时申购，怎么样？妈妈再也不用担心我上午买下午跌了，犀利的有木有？

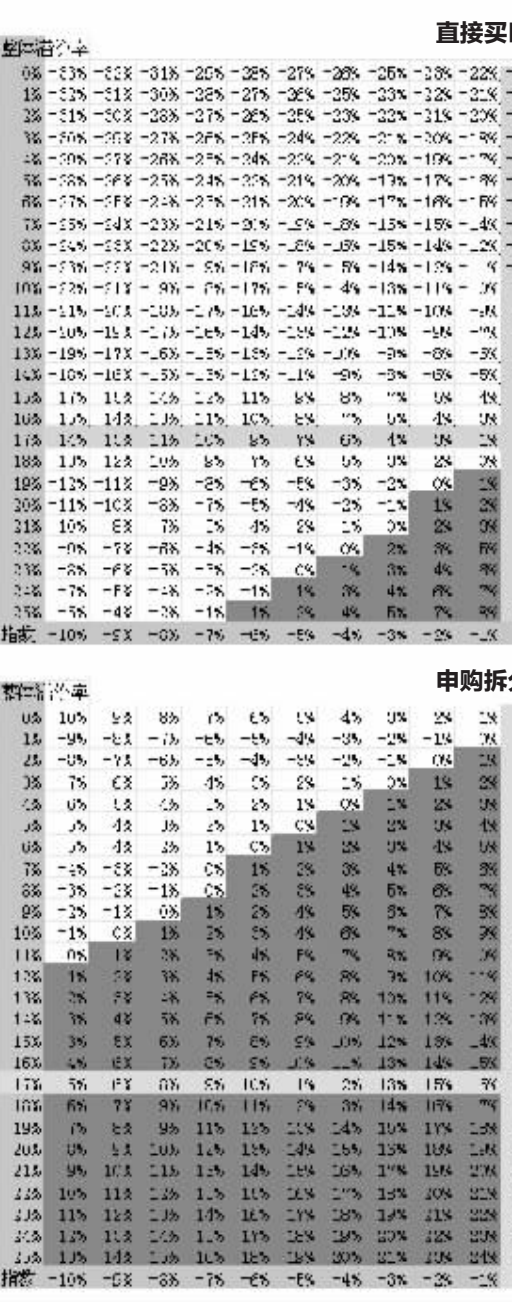
究竟是直接买分级B（天天涨停买不到分级B却依然想破头的）还是想到分级B的看官们可以不用看了，直接执行八个大字吧）还是申购拆分卖A留B？为了给看官们一个直观的分析，请允许我带点私心的举个实际的例子吧。

以12月5日鹏华资源分级的为例，在假设未来三（两天）A类别份额交易价格不变的情形下，比较一下直接收盘时购买B份额和通过申购拆分来获得B份额这两种方式，在指数和整体折溢价率变化下的收益率比较。

接近收盘时，资源A的交易价格为0.9元，资源B的交易价格2.05元，母基金实时净值为1.261元。整体折溢价率=（0.9+2.05-2*1.261）/（2*1.261）=16.97%。

纵轴为整体折溢价率的变化，横轴为指数收益率的变化。深灰色区域表示在该情景假设条件下投资收益为正。

看官们看到这两张图，相信我什么也不用再说了，当然可能有的看官会提出另外一个问



题“直接买分级B，我仓位100%，申拆分A留B仓位只有70%左右，在未来的涨幅中选择直接买B占据仓位优势”。其实卖A的资金可以直接买成分级B或者重复上述申拆留B的过程，所以直接买分级B并不占据仓位优势。

总之B格就是这么建立的，记住八个大字申购拆分卖A留B。但仍要再提醒一句，任何投资都是有风险的，若指数和整体折溢价率同时下行，无论选择哪种方式仍然有亏损的风险。