“五一”一线城市楼市现暖意

“量增价稳”态势料延续

□本报记者 刘丽靓

“五一”节期间，北京等一线城市楼市销售回暖迹象明显。业内人士分析，整体来看，一线城市表现比较乐观，未来随着各项助推楼市政策逐步落实以及货币环境的持续宽松，购房者入市的积极性将有所提高，“红五月” 值得期待，但三四线城市并没有太大起色，未来价格走势将持续分化。

北京楼市升温

“‘五一’节期间来看房的人比较多，5月1日当天就成交了9套，感觉现在房子卖得快了，单月成交量也上升了，立水桥附近的2居室目前均价在2.8万元左右，总体上一套房子的总价这个月比上月涨了差不多5万元。在降息的预期下，估计未来房价还要上涨。”北京链家房地产经纪有限公司立水桥某门店一位负责人如是说。

中国证券报记者从搜房网获悉，搜房网联手品牌房企推出 “新房委托五一特卖会”，在北京地区共投放231套特价房，截至5月2日已网上成交125套，成交总金额达6.4亿元。其中，5月2日成交52套，总面积为7390平，成交金额2.83亿元。

4月30日，《京津冀协同发展规划纲要》的获批，毗邻北京的燕郊等地楼市升温。中国证券报记者走访发现，“五一”节期间，燕郊各大售楼处接待的咨询量明显增多。据调查，目前几大开发商燕郊楼盘价格均回升至1万元/平方米左右。位于燕郊南部的天洋城4代“五一”新开盘的两栋楼均价在11000元/平方米左右，北边的首尔甜城普通住宅为10000-10900元/平方米，依潮白河而建的汇福悦榕湾楼盘价格为11000元/平方米左右，理想新城的70年产权房均价在10000/平米左右。

一线城市率先回暖

“北京、上海、深圳等城市近期再次出现‘日光盘’。一线城市的住宅用地供应减少，在这种情况下，一线城市在本轮楼市复苏中成为领头羊。”中原地产分析师张大伟表示，政策刺激对基本面较好的城市带来了积极作用，但对供过于求的二三线城市提振作用有限。

从一线城市来看，“五一”节期间，上海“假日楼市”房展会人气火爆。广州“五一”首日新盘销售也十分火热。在南京，“五一”节期间有4个楼盘开盘，个别楼盘在“五一”首日便售出九成房源。

张大伟表示，“五一” 期间楼市比较活跃，延续回暖的趋势，5月一二线城市房价有望环比继续上涨。从整个市场来看，目前上海和深圳的上涨势头比较明显，北京也有微涨，整体来看一线城市比较乐观，未来随着政策逐步落实以及货币环境的持续宽松，购房者入市的积极性将有所提高，下一阶段市场上行和 “红五月”可期。但三四线城市并没有太大起色，未来价格走势将持续分化。

虽然楼市成交量明显回升，但高库存仍是不容忽视的现实。业内人士指出，从目前新开盘的一些项目来看，价格较为平稳，在高库存的压力下，目前很多房企还不敢大幅涨价，房地产市场“量增价稳”的态势仍会在较长时间内延续。

上交所：沪市公司去年总体经营稳中有进

截至5月3日，沪市1041家上市公司披露2014年年报。据上交所初步统计，沪市公司2014年整体业绩表现平稳。上市公司积极应对经济转型，总体经营稳中有进，但由于经济下行压力较大，主要行业增速普遍放缓。

2014年沪市公司共实现净利润约2.06万亿元，同比增长4.99%，增速较2013年下降8.07个百分点；每股收益0.61元，同比持平；每股净资产4.82元，同比增长11.09%；净资产收益率12.61%，同比下降1.30个百分点。2014年沪市公司经营规模稳步扩张，共实现营业收入22.73万亿元，同比增长4.34%。

从实体经济运行看，2014年沪市公司经营利润出现回落，但经营质量较稳定。2014年非金融类企业实现营业收入18.11万亿元，同比小幅增长1.91%；经营活动产生的现金流量净额共计1.51万亿元，同比增长16%。

从沪市公司的不同板块看，上证50和上证180公司每股收益分别为0.80元和0.73元，盈利能力高于市场平均水平。上证50公司实现净利润1.27万亿元，占沪市整体净利润的61.65%；上证180公司净利润1.89万亿元，占沪市整体净利润的91.75%，凸显大盘蓝筹股在经济建设中的重要地位。

2014年沪市战略新兴产业相关公司经营规模和盈利能力均有较高提升，实现营业收入2.09万亿元，同比增长6.84%；实现净利润1002亿元，同比增长10.65%。两个经营指标均高于沪市平均水平，表现出较好的成长潜力。（周松林）

新财汇天诚宝第10期产品最高预期年化收益7.5%

“五一”假期过后，“新华·金牛新财汇”理财平台将推出天诚宝第10期。本期产品5月5日早上8点半开卖，共销售2天，5月7日起息，期限为132天，最高预期年化收益达到7.5%。

相较前期，本期产品收益略高，基准收益达到7.2%，在此基础上还为投资者准备了 “五月礼包”——前75万的产品增加0.3%的收益，预期年化收益可达7.5%。礼包先到先得，送完即止。

本期产品继续由大型国有企业集团提供兑付保证，属于低风险投资理财产品，适合追求稳妥收益的稳健型投资者。

新财汇由新华网与中国证券报下属金牛理财网联合打造，用户定位于低风险偏好人群，收益率力争在主流银行理财产品平均收益率基础上上浮年化1-2个百分点。总体来看，平台产品风险较低，保障措施得力，适合稳健型投资者，同时也是组合投资中低风险产品的优质标的。

4月1日起，新财汇平台隆重推出为期三个月的“十亿红包” 计划：新用户注册即可获得20元投资红包；老用户推荐亲朋好友来投资，还可获得对方在活动期间内成功投资总金额的年化0.1%的补贴，补贴的投资本金额度高达十亿元。投资者可访问licai.jnlc.com查询更多详情。（任晓）

政策“组合拳”助力基建稳投资

（上接A01版）

“中国版QE”言之尚早

尽管流动性整体宽松格局可能将持续，但对近期出现的“中国版QE”论，多数专家认为言之尚早，“放松”并不意味“放水”。

针对市场上关于中国央行将实施量化宽松政策，通过直接购买地方债投放基础货币的传闻，中国人民银行研究局首席经济学家马骏表示，央行没有必要以直接购买新发地方债的QE手段来投放基础货币，法律也规定央行不得直接向政府提供融资。马骏表示，央行手中有包括定向再贷款、利率、存款准备金率和各种流动性调节工具，足以维持合理的流动性，保持货币和信贷的平稳增长。“今年我国将维持稳健的货币政策。”他强调。

陈雨露表示，此前降准是采取松紧适度货币政策，但不等同于强刺激。从全球货币政策背景看需要降准，目前欧日等主要经济体都在采取量化宽松货币政策。在此背景下，中国需要适当降准降息对冲和应对国际宽松货币政策环境。

温彬直言，央行直接购买地方政府债券，一方面存在法律障碍，这实际是一种财政赤字货币化行为，在相关法律规定中有严格限制。另一方面，央行释放流动性的手段还很多，中国经济还没有恶化到需直接突破法律障碍的程度。

国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任陈道富表示，所谓QE通常是指央行直接扩大资产负债表，以便在常规货币政策失效的情况下，压低长期利率从而刺激借贷行为和经济增长。“中国目前的经济状况还没有像2008年国际金融危机爆发时的欧美。我们的1年期基准借贷利率仍高达5.35%，这意味着常规政策工具的空间依然很大。”

稳增长关键仍在稳投资

马骏表示，除了货币政策工具之外，政府还正在使用财政和结构性改革等政策工具，以对应经济下行压力。

我国政府进行宏观调控的工具箱内还是有许多可用工具的。摩根士丹利报告认为，中国财政状况仍有余地，赤字占GDP比重略微高于2%，其他融资渠道可缓冲地方政府融资平台借贷收紧的影响。

分析人士预计，针对稳增长尤其是稳投资的“组合拳”式调控料将加码，“一带一路”、京津冀协同发展等将成为投资重点。

民生证券研究院执行院长管清友表示，4月30日的中央政治局会议表明中央已经关注到“积极财政不够积极”的问题，强调“增加公共支出”，调动各方积极性。地方政府可能改变状态，掀起基建投资热潮。

管清友认为，基建思路依然是区域振兴，核心的就是“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带。但是，也有新意，一是更加注重“互联网+”为代表的信息基础设施投资；二是在融资方式上更加依赖社会资本，通过PPP和城镇化基金弥补资金缺口。

中信证券首席经济学家诸建芳认为，短期内经济增长仍将依靠投资，稳投资关键还是基础设施投资。二季度基建对其它投资对冲效果将更强。虽然低迷的经济需求仍将制约投资增长，但可以观察到投资出现一些积极信号。一是在基建带动下，新开工出现反弹；二是基建投资将继续加码，作为稳投资重要手段，配合“一带一路”建设的国内铁路、电力、管网基建将继续提速；三是地产销售见底，地产投资不会断崖式下跌，增速下滑可能放缓。

深交所：新兴产业整体发展态势良好

深圳证券交易所日前发布由深交所综合研究所年报分析课题小组撰写的《深交所多层次资本市场上市公司2014年报实证分析报告》。《报告》称，截至4月30日，在深市1672家上市公司中，1671家公司披露了2014年年报或年报数据。2014年至今，中小板、创业板IPO分别新增45家和91家上市公司，深交所上市公司在新兴产业、中小企业和民营企业群体中的代表性不断增强，年报数据从一个侧面反映出过去一年国民经济运行的整体情况，折射出我国经济转型的过程、方向和正在形成的突破口。

《报告》全样本统计分析显示，目前上市公司营业收入、利润保持增长态势；结构调整倒逼机制显现、行业分化明显；并购重组创出新高、产业整合向纵深发展；研发投入普遍加大，企业积极提高创新能力。三个板块差别化发展格局继续强化，主板传统行业继续做优做强，涌现一批市场化蓝筹企业；中小板稳步增长助力结构转型，领军企业已成规模；创业板服务新兴产业、新经济，凸显创新、成长特征。新兴产业整体发展态势良好，绿色经济、数字经济表现突出；行业投资增速有所分化，整体研发投入持续增加；外延式扩张和内生式增长并举，一批领军企业脱颖而出。

（张莉）（《报告》见A13版）

稳增长政策待加码

（上接A01版）

4月投资可能仍低位运行

本周起4月经济金融数据将陆续公布。交通银行金融研究中心预测，4月CPI或小幅回升，但投资或仍低位运行。4月食品价格环比显著上涨，非食品价格基本保持稳定，预计CPI同比小幅回升至1.8%。主要生产资料价格环比小幅下降，降幅与上月基本持平，但显著小于1、2月，PPI同比降幅可能收窄至-4.4%。

4月，投资增速、工业增加值低位运行，消费小幅回升。资金来源增速回升有助投资企稳，但近期并未出现投资回暖迹象，固定资产投资增速处于13.5%的较低水平。工业领域面临多重阻力，结构调整过程延续，工业增加值增速在6%的低位。基数较低助推餐饮消费增长，物价水平回升助消费名义增速回升。

险资二季度有望加仓

（上接A01版）

资金运用收益2135.3亿元，同比增加1251.9亿元，增长141.7%，平均收益率2.23%，同比上升1.11个百分点。其中，固定收益类投资中，银行存款和债券合计61853.8亿元，占资金运用余额比例为62.5%，较年初下降2.8个百分点；权益类投资中，股票和证券投资基金合计13055.8亿元，占比13.2%，较年初上升2.1个百分点，同比上升2.9个百分点。保险资产管理公司预计利润总额为13.6亿元，同比增加4.9亿元，增长56.8%。

某机构投资部人士表示，相比于其他金融板块，险资权益类投资配置比例仍较低，但与险资自身历史配置比例相比，已有很大进步，也说明在权益类投资窗口期出现后，险资及时参与其中。若窗口期能持续一段时间，险资还有很大提升空间，随着仓位增加，保险公司业绩弹性优势将进一步显现。

分析人士认为，以现有行业可运用资金量计算，若能在股票和证券投资基金等方面的配置提升1个百分点，则保守估计将至少再释放1000亿元以上资金进入权益类市场。

多重因素支持险资收益攀升

政策面上，自2014年8月保险业“新国十条”公布后，险资运用各方面条件相继得到进一步放宽，活动空间增大，更加灵活全面的资产配置方案成为保险机构关注的焦点。一方面，险资另类投资占比在2014年底达23.67%且增势延续；另一方面，积极主动研判“长牛慢牛”预期下的股市动向，成为权益类投资配置加大、投资收益率攀升的背景。兴业证券、方正证券等机构的多位分析师在上市保险公司一季报披露后，结合行业发展特点，对未来各公司投资收益率提升前景给出积极评价，股市上涨成为最大原因。同时，债券等市场给险资运用带来的机会也被看好。

长江证券分析师刘俊表示，2014年上市险企年报净利润高增长符合预期，保费和投资收益持续向好，减值压力开始释放，浮亏基本扭转，浮盈增加。在净利润同比增速略有分化的格局之下，保险公司保费结构和投资结构调整基本上步调一致，结构调整将对今年业绩产生较大影响。险资大类资产微调，压缩低收益品种、向高收益债靠拢、提升股票仓位和加大非标投资力度，均有利于保证高收益率。2015年，结构优化将会兑现为稳健增长，净投资收益率将维持在较高水平。

更正声明

因本报技术失误，将2015年4月30日A21版光大兴陇信托有限责任公司年报标题中的“兴陇信托”误刊登为“兴隆信托”，对公司造成不利影响。特此更正，并向光大兴陇信托有限责任公司致歉。

中国证券报社
2015年5月4日

国投瑞银瑞利基金上市定价分析

——海通证券金融产品研究中心

1. 国投瑞银瑞利基本情况介绍

国投瑞银瑞利（161222）是目前市场上首批公募定增基金产品。该基金优势在于：

1）基金封闭期18个月，在封闭期内不开放申购、赎回业务，但投资人可在本基金上市交易后通过深圳证券交易所转让基金份额，因此确保了基金的流动性。

2）该基金投资起点为1000元，使投资者能以较低门槛享受定增投资收益。

2.简单定价

2.1不考虑未来项目预期下的简单定价

无套利定价是封闭式基金上市定价的核心逻辑，即封基价格不应该给市场有无风险的套利机会。

封基折价的核心逻辑在于当前净值的不可得性。上市开放基金折溢价小的原因在于其单位净值即为投资者可兑现价格，而不可申赎的封闭式基金则不然，只能在到期日才可赎回，因此投资者需要有折价保护。

无套利定价的核心在于构建一个投资组合，能规避波动风险。在存在做空工具的背景之下，投资者完全可以通过卖空组合标的券的方式，对冲基金净值风险。如果封基二级市场折价过大，则可以通过二级市场买入封基，同时做空一定数量股票的方式，获取无风险利润。鉴于此，做空组合的成本，即构成封基二级市场的价格下限。具体定价公式如下：

P>=NAV*(1-C)/(1+r)^t

其中：

P：封基二级市场价格；

NAV：基金当前单位净值；

C：基金赎回费率；

r：总资金成本，包括卖空成本、交易费用和交易冲击成本；

t：上市日距离基金到期转型日的时间。

式左的4个变量要不是已知量，要不就是可以估算的变量，将其代入方程，即可得到上市首日的理论价格下限。低于该价格，投资者即可以通过买入份额，并卖空成分股的方式，获取无风险利润。

2.2考虑未来项目预期下的引申定价

实际定价比理论定价要略复杂一点，主要体现在以下两个方面：1）定增估值采用利润分摊的方式，并未完全体现折价收益；2）未来基金还会参与其他定增计划，价格会反映定增收益的预期。

3.参数估计

3.1当前待摊销收益

目前基金参与了5个定增项目。我们可以根据当前到每个项目解禁的剩余天数占整个定增时间的比例，计算其待摊销收益，再按照每个项目占基金净值比例，测算整体待分配收益。

根据上述逻辑，目前基金已参与项目的待摊销收益为3.75%，平均剩余天数为350天。

3.2未来定增项目收益预期

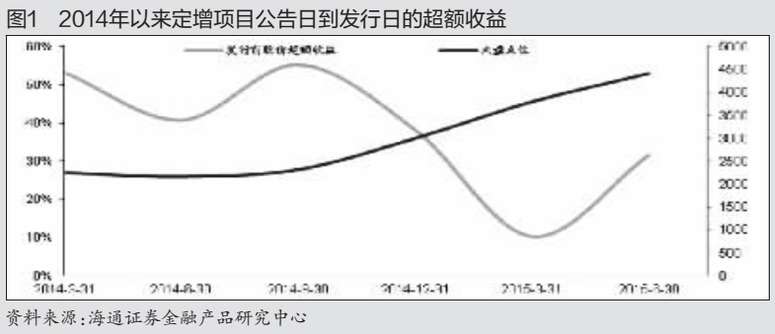
这块收益是最难估计的，既取决于每个项目的收益预期，也取决于基金公司参与定增的仓位比例。

√ 未来定增项目收益预期

定增项目的收益来自于两块：1）发行价格相对于二级市场价格的折价；2）发行人为了使发行日定增成功，在定增公告日到定增发行日做多正股，超越市场平均水平的动力。

我们统计了2014年1月以来662个定增项目的这两块收益，发现折溢价率与大盘点位直接相关，即市场涨幅越大，发行折价越深，不能一概而论，而发行人做多意愿导致的超额收益则与市场没有明显的相关性。（详见图1）

图1 2014年以来定增项目公告日到发行日的超额收益



资料来源：海通证券金融产品研究中心

考虑就连人民日报都认为4000点才是本轮牛市的起点，因此我们选择今年以来市场定增计划的平均折价率，作为未来折价率的估计。发行前的超额收益，则用2014年以来的大样本来进行估计。由此可得，未来定增项目的平均折价率的期望值为35.15%，发行前超额收益的期望值为36.99%。

√ 定增项目仓位估计

截至最新公开信息，瑞利的权益资产仓位为47.94%，其中已有定增项目估算仓位为18.45%，其他股票仓位为29.49%，债券仓位为4.47%。

我们无法揣测未来基金经理的意图，尤其是在牛市背景之下，因此我们将采用敏感性分析的方法，将定增仓位作为一个变量，考察不同假设下的二级市场折溢价水平。不过鉴于本基金的比较基准为50%的权益收益+50%的固定收益，同时投资目标中有较强的绝对收益思想，因此我们认为基金经理也不会对基准偏离太多，测算中将以当前定增仓位为下限，50%的定增仓位和25%的其他股票仓位为上限。

3.3其他参数估计

其他参数包括卖空资金成本、交易费用和交易时的流动性冲击。

√ 卖空资金成本

目前卖空对冲有两种方式：1）融入成分券卖空；2）直接卖空股指期货。前者对冲精度高，但是融券难度较大，且并无法精确知晓基金持仓，同时融券资金成本较高，后者贵在成本较低，但如果持券中小票居多的话，其对冲精度一般，不过中证500期货的出台让这个问题缓解不少。

实际当中的对冲必然是两种方法的组合。前者目前成本为6个月贷款利率+3%，约为8.35%/年，后者则为无风险利率，目前约在3.55%/年。取两者平均作为实际卖空资金成本，即5.95%/年。

√ 交易费用

交易费用占比较小，在此设为0.10%/笔。

√ 流动性冲击

流动性冲击需要有利差保护，关于这块并没有明确的估计方法。由于定增具有大宗交易的部分特性，与债券交易具有相似的地方，因此我们选择高等级债券相对于利率债的利差，作为流动性冲击所要求的利差保护。

从历史来看，流动性利差与利率的相关性一般，且2010年以来的波动幅度较小，因此我们以该时段的均值作为流动性补偿的估计，为0.67%/年。

4.上市折溢价分析

瑞利封基将于2015年5月4日上市交易，距离其基金到期日/转型日（2016年8月5日）还有1.26年。如果不考虑未来收益预期的影响，按照最新净值（1.115元，2015年4月30日），基金份额上市后的价格计算如下：

1.115* (1+3.75%)* (1-0.25%)/(1+5.95%+0.10%+0.67%)^1.26=1.063元

折溢价率为：

1.063/1.115-1=-4.64%

但如果考虑未来定增收益的期望，在1.5%/年的管理费和0.25%/年的托管费率条件下，其上市后价格的敏感性分析如下：(详见表1)

在分别得到含预期和不含预期的价格之后，假设采用这两种方式的投资者各占一半，采用简单平均，可以得到综合的上市后价格判断以及折溢价率（见表1最后两行）。

风险提示：1）作为主动型基金，基金经理对于基金业绩的影响因素较大，如果基金经理发生变动，基金业绩延续性将受到影响；2）二级市场交易存在流动性风险。

表1不同仓位假设下上市定价结果

	30%	35%	40%	45%	50%
上市价格（含预期）	1.242	1.276	1.309	1.342	1.375
折溢价率（含预期）	17.42%	14.71%	12.00%	20.37%	23.30%
上市价格（不含）	1.158	1.189	1.186	1.225	1.219
折溢价率（不含）	3.70%	6.59%	6.38%	7.97%	9.38%

资料来源：海通证券金融产品研究中心

瑞利简介

基金代码	161222
基金管理人	国投瑞银瑞利定增证券投资基金
基金成立日	2015/2/5
上市日期	2015/5/4
基金到期日	2015/8/5
最新净值（元）	1.115元（2015/4/30）
前十大重仓股	600714.SH，[illegible]（002384.SZ），[illegible]（300369.SZ），[illegible]（002207.SZ），[illegible]（002207.SZ）
基金规模（亿元）	1.67亿元
主要投资策略	不低于80%股票+可转债合计不低于50%
投资标的	[illegible]

—企业形象—