

分级基金井喷 同质化加剧

□本报记者 黄丽

对于公募基金行业而言，本轮牛市最大的不同就是，在杠杆的诱惑下，投资者对分级基金的热情被彻底引爆。忽如一夜春风来，一时间，几乎所有的基金公司都开始发行各行业、各类主题的分级基金，甚至有两家基金公司已经打出了“要做中国最大的分级基金供应商”的口号。而随着指数持续上攻，分级基金规模暴增，也引发基金公司的规模排名出现了不小的变化。

事实上，在牛市中，分级基金确实是快速掘金的利器，初始2倍的杠杆放大了牛市的赚钱效应。但由于分级基金持续火热，基金公司“抢发”分级基金产品的热情也在持续升温，同质化现象日益明显。最值得警惕的是，一旦市场震荡甚至走熊，这些在牛市里备受追捧的赚钱利器转眼间可能就会成为割肉的利刃，届时部分分级基金或将被弃若敝屣，规模大幅缩水，甚至沦为“僵尸”基金。

杠杆牛市引爆分级热情

这一轮杠杆上的牛市，让分级基金成为众多基金公司眼中的香饽饽。在牛市的普涨行情中，分级B的表现十分亮眼，年初至今已有10只分级基金成功翻倍，更有逆天者如创业板B，年初至今涨幅已达到210%，其杠杆属性为投资者在牛市中又增添了一倍的赚钱效应；而分级A由于具有约定年基准收益率，也引得众多诸如保险之类的稳健风格机构投资者大笔买入。对于基金公司而言，分级基金技术上并无太大难度，选择跟踪指数，设定好A类份额（稳健收益类份额）的约定年基准收益率，管理上无需付出太多精力，就可以坐等规模增长。

根据国泰君安证券统计，截至2015年一季度末，市场上已有的77只股票分级（含转债）总规模为2304.76亿元，较2014年末增加了775.34亿元。后备力量更加充足。根据证监会最新公布的新基金审批进度表，今年以来截至4月24日，证监会共受理了118只分级基金，其中股票分级基金有115只。如果申报过程顺利，这些基金都将于一季度后开始建仓。按照一季度的股票分级基金平均30亿元的规模计



CFP图片

算，近期分级基金规模大约将增加3450亿元。

在众多基金公司中，申万菱信基金、鹏华基金等公司可谓是最早受益的赢家。以去年年底爆红的证券B对应的母基金——申万菱信中证申万证券行业指数分级为例，2014年6月30日，该基金规模仅1.68亿元；2014年9月30日，规模上升至35.11亿元；2014年底，其净资产规模猛增至269.98亿元；最新数据显示，该基金规模已经达到461.89亿元。同期，申万菱信基金总资产规模变化路径是120.20亿元、165.95亿元、486.27亿元、759.72亿元。很明显，该基金对整个公司的规模增长贡献很大。这令不少基金公司眼红不已，纷纷布局分级基金，尤其以行业分级为主。

从目前的申报情况来看，鹏华一口气申报了证券分级、银行分级、医药卫生分级、环保产业分级等十余只行业及主题分级基金，易方达、信诚、招商、融通、中融、银华、博时、华安、大成等公司也是分级基金扩容主力。

同质化下的竞争

现在的问题是：目前A股的行业数量仅30个左右，而分级基金却有百余只，就必然存在重合雷同的基金。不出所料，近期将有11只银行指

数分级基金集体面世，主要跟踪的是中证银行指数、中证800银行指数等不同的指数。除了行业分级，公募圈还兴起了一股主题指数分级的热潮，例如安信、鹏华、长信、中融等基金公司都即将发行一带一路主题的指数分级基金。

“在中证一带一路指数发布的第一时间，我们就立刻申报了对应的分级基金，没想到大家和我们的想法一样。”深圳一家基金公司市场部人士向记者表示，审批下来后发现，两只基金本周五发行，另两只基金下周一发行，4只基金几乎同步面世，压力显而易见。“我们的优势就是基金采用最主流的条款，其次是费率很低。子份额的名字也很重要，待基金募集期间结束后，更多投资者会在二级市场上对A份额和B份额进行交易，肯定要选择和主题最贴近的名字，让投资者查找时能最快看到。一带一路的基金不好取名，我们申报的名字是一带一A和一带一B，因为只允许出现三个汉字。其他公司会怎么命名暂时还不知道。”

此外，产品设计上也大同小异。目前国内分级基金设计的主流模式仍然是融资型，A份额和B份额的资产作为一个整体进行投资，A份额获得约定收益，B份额获得剩余收益或损失。母基金是开放式指数基金，子份额

是上市LOF，份额配比多为5:5，其中转债类配比为7:3。可能会有所不同的是A份额的约定收益，通常是同期银行人民币一年期定期存款利率（税后）+3%，最高可+5%。

狂欢后或现落寞

分级基金在这轮杠杆牛市中崛起，为基金公司带来快速增长的资产管理规模和管理费收入，也为投资者带来撬动更高收益的工具。但值得深思的是，一旦市场走向个股分化行情或转熊后，各种行业、主题的分级基金是否会重回牛市前成交微弱的“僵尸”状态？

一部分基金人士显得十分淡定。“要是熊市真的来了，别说分级基金了，股票型基金都得完蛋。至少现在这个市场里，分级基金首发就能有十几亿元的规模，上市后还会再有50%-100%的增幅，有些上市不久的分级基金规模都接近100亿元了。”对于基金公司而言，这就是莫大的诱惑，难得一遇的牛市必须牢牢抓住。“其实分级基金最大的价值就是为投资者提供一种无门槛的加杠杆工具，为市场提供更为有效的交易品种。”

但事实上，在牛市中深受散户欢迎的分级B也有可能变成割肉的利刃。“涨起来是很慢，但跌起来也会更可怕。”一位有着十余年量化投资经验的基金经理告诉中国证券报记者，分级B初始杠杆默认为2倍，比一般的融资融券杠杆更高，风险也更大。“尤其要注意一些A份额约定收益率相对较高的分级基金，它们对应的B份额实际的杠杆比2倍还要高。而这也意味着，买入这种B份额的投资者融资的利率比一般的B份额更高。在这样的情况下，如果遇上市场大跌，损失会加倍惨重。”

然而，目前看来，创新的脚步仍略显迟缓。去年年底，上交所尝试的母基金上市和T+0套利被基金行业的专业人士认为效果不如预期，相关基金规模增长比较缓慢，原因是这两大创新，抑制了二级市场交易的价格波动，抹平了折溢价发生的空间，从而使得套利资金失去了交易的兴趣。如果分级基金无法借助创新，摆脱简单的“牛市杠杆”的刻板印象，难免会有部分基金在牛市结束后重回落寞。

盈峰资本钱晓宇：短期调整不改长牛趋势

□本报记者 黄莹颖

近日市场开始调整。盈峰资本副总经理钱晓宇认为，中小板、创业板的不少个股有较大的风险。但是牛市的趋势已经确立，短期调整不会影响长牛趋势。

中国证券报：你认为这一轮牛市背后的逻辑是什么？

钱晓宇：这一波牛市启动的逻辑，其中一个重要因素就是无风险利率下降。从2012年开始，信托兑付风险等变大，一些敏锐的资金已经开始怀疑“信托资产是否绝对安全”。同时，相关的绩优蓝筹股在当时已经非常便宜，股息率很高，比如银行股，而正是这些高派息蓝筹股激发市场做多的情绪，成为牛市的起点。资金的缓慢转变最终在2014年四季度形成大的趋势，最终推动了全面牛市的启动。

从这一波牛市的情况看，主线是经济转

型，围绕这条主线，从2013年开始至今，创业板、中小板已经走出了一轮结构性牛市。从相关的新兴产业上市公司表现来看，市场对经济转型的态度比较乐观，相当多的资本参与到并购重组的浪潮中。

中国证券报：如何判断目前宏观经济的状况以及与股市的关系？

钱晓宇：从历史经验看，股市的反应一般会提前于宏观经济表现。这中间可能会有错误反应，但是总体趋势是一致的。

虽然我国经济下行的状态仍将延续，但是随着产业结构调整对前期增长所引发的产能过剩等遗留问题的逐步消化，同时在改革政策的大举推进之下，新的支柱产业将会陆续形成，2015年经历了上半年的低位调整后，预计下半年经济出现企稳回升或将可期。中国经济已步入新常态，经济总量增速下行，结构渐趋改善：

新产业和服务业正逐步取代传统投资对国民经

济的支柱作用。同时，随着产业结构调整，前期过剩产能逐步消化，部分传统产业也逐渐走出亏损。现阶段无论是总量还是增速均不是关键，新兴产业及部分转型产业正在发生积极的变化，这点才是值得我们重点关注的。

中国证券报：近期有关海外资金流入A股、港股的迹象较多，海外机构的入场会给市场带来哪些变化？

钱晓宇：海外机构投资思维方式与国内机构有较大差异，比如，海外机构一般是等数据出来后，才逐步增加或减少投资。但是海外机构对中国市场的影响是一个缓慢的过程。中国经济体足够大，估值也不贵，这个市场对于海外资金有足够的吸引力，海外资金流入港股和A股的趋势短期不会结束。

中国证券报：若用牛市分段论解析，你认为目前市场处于牛市的哪个阶段？

钱晓宇：未来五年，A股将持续走出牛市

行情，也是投资最美好的阶段。当前中国经济正处于大变革时期，中国资本市场也将迎来跨越式发展，经济的结构转型和改革创新将驱动资本市场长牛。此刻，我们正站在伟大时代的起点上。2015年市场的运行逻辑主要有：改革深化将提升全要素生产率、境内外资产持续流入、转型升级改善企业经营效益。

中国证券报：在选择标的时，你最看重上市公司的哪些特质？

钱晓宇：首先是公司的诚信度，公司是否会如实反映公司基本面状况。我们的风格是长期投资，持股时间比较长，组合中不少个股持有时间都超过3年以上；其次是公司的治理，包括公司管理层素质等方面。总结起来就是从上市公司中找一帮好人，找一帮牛人，然后买入持有。我最关注的是长期变量。短期变量不会改变趋势，只会造成短期的波动，但是这种短期波动并不会影响长期趋势。

泰达宏利胡振仓：A股调整提高“打新”性价比

□本报记者 曹乘瑜

数据显示，今年以来打中一只新股平均有150%的稳健回报率，因此今年打新也吸引了不少资金。即将管理4只打新基金的泰达宏利基金经理胡振仓预计，2016年初注册制生效之前，市场低风险、高涨幅的打新特征不会变，而注册制实施之后，新股将有赚有赔，但预计公募打新基金在中签率提升和专业能力的辅佐下，收益率将更高。

赶上打新好时光

胡振仓认为，由于注册制的实施需要修改《证券法》，预计注册制正式生效要到2016年初。在此之前，新股较低的定价发行、高涨幅、低风险的特征不会改变，2015年接下来的时间里，仍是打新好时光。

此外，随着近期A股的调整，打新基金性价比也有所提高。今年以来，A股从3000点上涨至4500点，由于打新对资金有锁定期，且中签率有限，将部分追求高收益的资金排斥在外。胡振仓认为，A股在4000点之上，调整风险愈大，收益稳健的打新将吸引更多人。

胡振仓认为，即使是注册制推行，对于打新基金来说，也不会是“时代的终结”，反而可能是利好。因为注册制推出之后，新股发行频率加快。一方面，可选择的余地会更大，也更要求对股票价值进行专业判断，公募基金公司的优势将更凸显。

“现阶段对个股采取定价发行的制度，发行价格都比较低，上市之后有比较高的涨幅，因此对个股的选择并不那么重要；但注册制推出之后，在市场化的导向下，新股有可能会破发，到时打新将会有赚有赔，对个股的价值判断就显得更加重要。”胡振仓说。

另一方面，虽然标的增加可能导致涨幅下降，但是中签率会上升，对打新的整体收益率不一定会有大的影响，但资金的使用效率会更高一些。

从本周开始，IPO的发行频率已然提升。胡振仓认为，发行频率的提升将提高打新收益率，因为单次发行量将减少，发行规模降低，有望提高资金使用效率。

胡振仓认为，即便是注册制推行，对于打新基金来说，也不会是“时代的终结”，反而可能是利好。因为注册制推出之后，新股发行频率加快。一方面，可选择的余地会更大，也更要求对股票价值进行专业判断，公募基金公司的优势将更凸显。

“现阶段对个股采取定价发行的制度，发行价格都比较低，上市之后有比较高的涨幅，因此对个股的选择并不那么重要；但注册制推出之后，在市场化的导向下，新股有可能会破发，到时打新将会有赚有赔，对个股的价值判断就显得更加重要。”胡振仓说。

说起他的打新经验，可以用三个字总结——“准、快、稳”。首先是要入围，因此报价成为关键。“现在很多情况下都是差一分钱不

能入围。”他说，“需要多咨询主承销商、研究发行资料、敢于博弈。”

时间和申购量也有讲究。由于有的新股网上配售讲究时间优先，胡振仓与同事往往争取早报，公司专门为此形成一套快捷流程。除外，为了提升打新的资金使用效率，对于T+2日申购退回的款项，尽量争取当日再次“花出去”，这背后缘于与中证登、银行等机构的沟通，也需要对资金安排的技巧。

5月4日，胡振仓管理的另一只保守型混合基金——泰达宏利起点灵活配置混合型基金也开始发行，除了将充分利用泰达宏利的投研力量和打新经验，该基金的股票市值占比较少，股市的波动对其影响基本可以忽略。此外，除新股外，该基金将借助胡振仓12年的固定收益类资产投资经验，参与新发转债和交换债的申购，投资领域更广。

另一方面，虽然标的增加可能导致涨幅下降，但是中签率会上升，对打新的整体收益率不一定会有大的影响，但资金的使用效率会更高一些。

从本周开始，IPO的发行频率已然提升。胡振仓认为，发行频率的提升将提高打新收益率，因为单次发行量将减少，发行规模降低，有望提高资金使用效率。

在200亿元规模的资管产品入驻新三板的激烈竞争下，靠谱的做市标的成为稀缺资源，多家资管机构采用合作的方式来抢筹。据悉，国寿安保基金正与实力券商合作发行新三板产品。国寿安保基金有募集和管理能力，券商有项目储备，双方合作有助于挑选到质量较好、有做市潜力的标的。

国寿安保胡文飚：长期看好新三板市场

□本报记者 曹乘瑜

已发行3只新三板专户产品、相关规模约9亿元的国寿安保基金专户负责人胡文飚表示，近期新三板的调整缘于套利资金在政策低于预期背景下的离场，但新三板标的企业的业绩有确定性，不存在估值泡沫，调整后仍有上升空间，也有利于政策的落实。随着体量增加，分层竞价、降低门槛等政策有望逐步落实，对新三板市场仍长期看好。

胡文飚认为，前期涌人的大量资金看好分层制度、竞价交易、投资者门槛降低等制度红利带来的流动性溢价，抱着套利的心态进场，

胡文飚表示，新三板今年仍有比较明显的利好：首先，预计四季度注册制出台后转板制度会落实，到时有望进一步提升市场流动性；其次，随着市场回归理性，部分政策可能再次超预期；最后，从齐鲁银行挂牌来看，股转系统正努力增加稀缺标的，有望增加新三板体量。

我们对于新三板仍然长期看好。”胡文飚说，“投资者需要理解政策的出发点。”他表示，新三板并不存在估值泡沫，成长性非常好，从目前已经公告的1300多家一季报来看，平均业绩增速在40%，医药、TMT等新兴行业的业绩增速为60%，现在40多倍的市盈率完全合理。

天弘互联网基金7日登场

天弘互联网灵活配置混合基金将于5月7日-27日发行，投资者可通过天弘基金官网、邮储银行、招商银行、中信银行等渠道抢购。

天弘互联网基金是一只集灵活、专注等优势于一身的产品。作为一只混合型基金，天弘互联网基金投资股票的比例可以在0-95%内灵活配置，把握股债轮动机会；作为一只互联网主题基金，天弘互联网基金专注投资于“互联网+”受益领域，根据合同约定，在非基金资产中，投资于引领互联网技术发展升级的信息产业和相关受益行业不低于80%。作为业内最具互联网基因的基金公司，天弘基金在推出余额宝之后，又推出了天弘互联网基金，通过发挥大数据研究优势，精选出“互联网+”中的优质企业进行投资，从而力求为投资者获取收益。

除了天然的基因优势，天弘基金在大数据投研方面的应用也引领行业，打造了行业领先的新型投研体系。去年天弘基金率先成立了数据研究部，搭建技术的基础优势，打造数据研究平台，并通过对投资流程和方法的革命性改造，由传统单纯的卖方推荐、买方调研、基金经理决策的三次传导，升级为通过大数据平台和量化模型对行业及上市公司全面、真实、及时的数据流进行加工和筛选，为基金经理直接提供决策。（曹乘瑜）

博时基金招扬：下半年港股机会更多

近日，A股与港股同步出现大幅调整，博时沪港深主题基金拟任基金经理招扬对记者表示，在积累了大量获利盘后，市场已经有了调整的需要。“这次可以算作比较像样的调整，同时也表明慢牛可期。”对于下半年市场，招扬表示，港股表现或将比A股强。

“在现在这个时点，从做绝对收益的角度，想从今年一季度涨幅已经比较大、估值比较高的股票中获得绝对收益的难度比较大。”尽管目前创业板的调整幅度较主板小，但招扬表示，创业板的波动性不一定表现在短期内出现大幅度回撤，但他在创业板的仓位会有所控制。就蓝筹而言，目前A股市场股息率超过5%的个股还有很多，在今年的市场中还有比较大的向上空间。

港股市场近期也出现同步下跌，招扬认为下半年的港股市场相比A股市场或存在更多机会。“经过长期跟踪和分析，博时基金研究团队发现，港股的短期表现往往易受美股影响，但长期来看是跟随A股走势的。A股成功实现慢牛的可能性较大，可以预计，叠加港股的套利机会，未来半年到一年，港股表现可能会影响亮眼。”招扬说。

目前港股与A股之间还存在折价空间。据统计，AH股对标公司86家，其中84家A股较H股有溢价，平均溢价率达102.27%。未来沪港深全面互联互通后，价差将逐步缩窄，套利空间不复存在，因此，今年下半年可能成为港股最后的套利机会。

从资金面来看，公募基金、险资引入的大量资金对港股的影响力不断加大。从目前两地市场互联互通的趋势来看，无论是沪港通、QDII还是其他内地资金，未来进入港股的渠道将越来越多。资金正慢慢流入港股市场，对于港股中的科技类成长股等存在价值洼地的领域也会起到积极作用。

在配置上，招扬表示，近期市场回调为新基金带来建仓良机。由于博时沪港深优质企业报批得比较早，在使用港股通额度的基金中具有抢跑优势。出于对港股未来阶段的走势看好，建仓时他将在契约约定的范围内尽量提高港股比例。（黄丽）

华商优势行业回撤率低

大盘反复震荡加大了投资的变数，同时也让擅长大控制回撤的基金崭露头角。根据WIND数据统计，华商基金旗下产品整体表现稳健，5月5日当天，其旗下多数偏股类产品回撤比例低于同类平均水平。值得关注的是华商优势行业混合型基金。该基金成立于2013年12月11日，根据WIND数据统计，截至2015年4月30日，其成立以来最大回撤比例绝对值为-6.65%，低于全市场537只混合型基金-7.60%的平均水平。2015年以来，大盘在步步上攻的过程中，再度形成震荡格局，华商优势行业表现始终稳健。根据银河证券数据统计，截至2015年4月30日，其今年以来收益率达到了51.75%，在126只同类可比产品中名列第36，与之对应的最大回撤比例仅为-2.86%，显著低于混合型基金-3.93%的平均回撤水平。而5月5日当天，该基金最大回撤比例仅为-1.98%。

据悉，华商优势行业的基金经理吴鹏飞曾任泰康资产管理有限公司投资经理，长期专注于绝对收益为其积累了丰富的经验。专家建议，市场震荡加剧，增加了择股的难度，不妨选择仓位控制较好、回撤率较低的基金进行投资，以获取更为稳健的绝对收益。（曹乘瑜）

北京海淀区企业