

把握中期策略 发掘创新价值

□华商基金 周海栋

经历了一小波反弹之后，大盘再度跳水，引得市场唏嘘一片。后市会怎样？一系列热点轮番被炒高之后，市场是否还值得期待？对此，我们有如下看法。

从当前来看，此轮牛市的两个标志性特征并未改变：首先，创新与改革的趋势依然持续；其次，利率将在较长时间里维持相对低的水平。

上述因素在未来是否会改变？先看利率因素。从基本面判断，现在往后，经济将是一个自底部盘整的趋势。今年一、二季度的数据并不乐观，扣除金融的影响，势必更低一些。而从PPI上看，整个经济可以说已经处于通缩状态，未来低利率、低汇率包括积极的财政政策都是促进经济发展的必要手段。

其次看创新与转型。今年以来，代表创新的创业板估值偏高。我认为估值本身并没有多么可怕，对于新生事物，我们还是应该用动态的眼光去看待。若是优质公司，符合社会和经济发展变化的趋势，就有可能借助时间慢慢消化目前看来高企的估值。

未来，改革和创新势必成为中国经济最主要的两个驱动力。从宏观上讲，改革将大幅促进和释放整个经济的活力，但落实到具体企业层面，面临的变量和不确定因素更多一些，改革的方式方法和效果难以提前判断和量化，我们可能需要等待更明确的信息来对投资标的进行更加系统和全面的评估。

至于创新，相对的大方向是确定的，通常是在市场化的环境里发生，其面临的风险更多来自技术进步或市场竞争，但这些都是可以跟踪研究的。因此，我认



为相对改革而言，创新可能更有利于直接落实到投资标的上。

当前不论是货币政策还是财政政策都属于托底行为，经济内生的动力仍旧来自于供给层面，即改革和创新，未来这两个发动机会交替成为市场的主线，尤其是创新，回归市场热点应是题中应有意。本届政府对创新的重视程度非常高，企业微观层面也有长足进展，经过了上半年的热捧做铺垫，大范围的企业转型值得期待，在一年或一年半的时间内，一些企业会做出成绩，也会出现一些里程碑的事件，慢慢地市场情绪也会被激

发出来。

回到股票市场来看，经过此轮快速、大幅调整，场外配资得到有效清理，投资者风险偏好明显下降，我们预计市场将重归存量博弈的格局。而且，经过本轮剧烈调整，很多行业个股调整幅度超过50%，部分个股已经开始具备长期投资价值。基于上述判断，我们依然看好金融服务、互联网+、大消费、公用事业等领域。在未来的投资中，也将继续秉承均衡配置策略，不断精选个股，在这个动荡的市场中，以长期持有的标准来精选个股。

A股市场的变与不变



□华宝兴业先进成长混合型基金经理
季鹏

过去的一年多，A股市场发生了太多的事情和变化，有很多的经验需要总结，同时也将发生更加深刻的变化，我在这里将大胆地预测未来一些变化。

一是股市的最大参与者将是“国家队”。以前，国家大多情况下只是规则的制定者和监管者，股市参与者总体上是由上市公司、相对独立的公私性质的投资机构和很多的散户构成；而此次大规模救市行动下所诞生的拥有巨大资金规模的“国家队”，将成为未来市场中最大的参与者，这是以前没有的。尽管其长期投资目标和存续方式我们并不清楚，但

其身份、相匹配的权力及影响力，都远远超过了市场中的其他任何一方，市场上有形的手和无形的手越来越复杂，投资难度将更加复杂。

二是A股市场此轮暴涨暴跌的主要原因是过度杠杆化。短期来看，国家对它的监管将不断加强，但是中长期而言，杠杆的使用反而将更加广泛。首先，在适度控制散户和社会资金的杠杆幅度以外，机构投资者的杠杆化将越来越普遍。其次，随着更多结构化和衍生品的出现，杠杆的使用将不可避免。所以，如何利用杠杆获取较高收益，而又通过更广泛的衍生品控制风险将是未来杠杆交易的核心。

三是这次A股危机之后，随着更广泛

的政府参与，表面上看，我们似乎离国际市场规则更加遥远，但是事实上，随着人民币国际化和金融市场的深入，汇率、利率对A股的影响将更加敏感，国内外市场的联动将更加紧密。随着中国经济和金融开放的深入，投资的方法将越来越国际化和多样化。

四、随着更大的容量、更多的交易者、更多衍生工具的使用，A股长期运行的波动将减小；但是其投资的趋势性和反应速度将越来越强、越来越快。可能的原因有以下几个：一方面是杠杆交易的大幅度使用，自动交易活动的增多；另一方面是随着微信和更丰富的媒体资讯的使用，信息传播更快；与此同时，绝对收益者和相对收益者对投资目标和风险控制的不同，所运用的操作方式不同。

五是市场化推进之后，上市公司的数量越来越多，每只股票的个性越来越强，估值水平长期来看将下降，结构化行情将是长期投资的主要受益来源；但是鉴于A股齐涨齐跌的牛熊波动较为剧烈，仍不可轻视蕴于市场之中的机会和风险。

资本市场上，赚大钱和亏大钱的主要来源仍在于系统性机会的产生和风险的逆转与变化，所以要能及时地意识到环境的变化。在过去一年中，我们经历了二十年来A股历史中太多的第一，很多经验还没有得到充分总结，很多事情还在继续发展，但是投资者应该可以预见到很多长期的影响正在潜移默化地改变国内市场，而这些变化在一开始时，我们并没有明显地意识到：例如，这几年创业板对主板市场的替代效应，以及杠杆交易对A股波动加大的推动等。每一次独特的创新和开放所带来的影响都将是巨大的，不变的只有贪婪和恐惧的人性。

分级基金的三个关键词



□银华中证内地资源主题
指数分级基金经理 马君

目前市场调整加剧，分级A成为不少资金偏爱的避险品种。在指数下跌时，一方面，A份额由于采用固定收益的模式，可以取得稳定的收益，使得A份额受到追捧。另一方面，当市场恐慌，整体存在折价时，套利投资者会做折价套利，购买AB份额然后赎回，此时对于A份额的需求也将推动其价格上升。

分级基金的核心： 分级、杠杆、折算

分级基金的根本原理是稳健投资者借钱给激进投资者进行投资，其运作方式是母基金投资运作，把母基金的收益进行不对称分割。另外，母基金可以申赎，子份额不能申赎只能上市交易，母子之间可以配对转换。

子份额由于上市交易，就有两套定价：净值和交易价格。子份额的交易价格和净值之间存在的差异就是折价或溢价，折溢价是投资分级基金的重要风险指标。假如银华锐进的净值是1元，交易价格是1.2元，那么，溢价率就是20%。A的折价率取决于A的约定收益率，债券市场环境和二级市场的流动性。A的折价率决定B的溢价率中枢，B的溢价率会围绕这个中枢波动。通常A折价交易，B溢价交易。但也有特殊，如中航军A，由于约定收益率较高，理论上A应该溢价交易，B应该折价交易，投资者要看清楚条款。

杠杆：份额杠杆、净值杠杆和价格杠杆。份额杠杆是份额配比形成的杠杆率，恒定不变。净值杠杆是母基金净值变动1%对应B净值的涨幅倍数，是在份额杠杆上叠加了单位净值的效应。同样份额杠杆下，B净值越高，净值杠杆越小。价格杠杆是净值杠杆上叠加了折溢价效应。

同样的净值杠杆下，B溢价率越高，价格杠杆越小。由于子份额只能在二级市场交易，净值杠杆只有参考意义，价格杠杆才更加接近可实现的杠杆。

随着市场下跌B净值杠杆增大，博反弹的投资者会认为市场一旦上涨，B净值涨幅大，于是去炒高B，导致B溢价很高，此时价格杠杆会低于净值杠杆较多，有可能实现不了预期，投资者需注意高溢价的风险。另外，临近下折时，如果反弹无法实现，下折一旦发生，B的净值杠杆会被强制降到初始杠杆，之前由于高杠杆产生的高溢价就会损失掉大部分，这也是前段时间市场急跌，很多B下折，投资者一天亏损50%以上的原因。

折算：分为上折和下折。下折是对B的止损，上折就是对B的止盈。下折是指B净值达到0.25时，B的净值杠杆接近五倍，有可能大幅亏损，无法偿还A的收益，于是就把B的单位净值归一，在单位净值和基金份额之间做一个形式上的转换，使B恢复初始两倍杠杆。从净值计价角度，B资产没有变化，只是发生了单位净值和份额的形式转变。但由于单独持有B的投资者的成本不是净值，而是价格，多了溢价部分，一旦发生下折，B下折前的高溢价就会亏损掉大部分，因此，如果碰到已经触发下折的分级基金，最好卖出B，万一无法卖出，就去买A来对冲亏损。当B的净值大于等于2元时，杠杆接近1.3倍，触发上折，就把B净值1元以上的部分兑换为母基金份额给B的投资者，相应的B的杠杆恢复到2倍，更有可玩性。

震荡市分级A的投资思路

投资者在挑选分级A的时候需考察母基金折溢价率，母基金折价率或溢价率较高的分级基金对A级的走势会产生重要影响，在其他变量相差不大的情况下，可以优先选择母基金折价率较高的分级A，规避母基金溢价率很高的分级A。如果以配置为主要目的，则应根据分级A的隐含收益率和流动性、分级B的净值、母基金的折溢价、母基金的波动率来进行选择。事实上，分级A的债券价值所表现的价格取决于内在价值+供求，A的隐含收益率不代表买入持有就能获利那么多，隐含收益率只是A定价的一个重要参考标准。投资者应综合把握影响A份额价格的因素，不应盲目投资。

对于有向下不定期份额折算（下折）条款的分级基金来说，在分级B触发下折后，下折机制使得分级A大部分本金（通常75%左右份额）在下折发生后变为母基金形式，可以直接按净值赎回，由于之前投资者是从二级市场以折价买入的A，因此下折后可实现A的折价套利，这也就是A的下折期权价值。分级A在分级基金面临下折时，靠近期权行权，经常出现上涨，使得折价收窄。所以，对于折价率较高的分级A来说，下折提供了约“75%*折价率”的超额收益。反之，对于溢价交易的分级A来说，下折会带来小幅亏损。实际上，分级A折算后，还要面临母基金两个交易日暂停赎回的市场波动风险，因为办理下折，母基金需要有两个交易日暂停申购赎回，若期间市场出现动荡而导致母基金净值下跌，投资者也要承受相应的风险。