

观 潮

货币市场基金分级制度渐成潮流

继银华货币市场基金在业内首创份额分级制度以后,华宝兴业现金宝货币市场基金迅速跟进也采用份额分级制度。据了解,还有多家货币市场基金拟采用类似的分级制度。

□记者 鑫平 北京报道

继银华货币市场基金在业内首创份额分级制度以后,昨日公告招募说明书的华宝兴业现金宝货币市场基金迅速跟进也采用份额分级制度。据了解,还有多家基金公司拟就已成立的货币市场基金准备着手修改基金合同,引进类似的分级制度。这表明货币市场基金分级制度正被作为统一规范做法而日益得到广泛应用,货币市场基金分级制度已渐成潮流。在今后,开放式基金可以借鉴此模式着手探索根据销售渠道不同改变平台费用,从而为企业年金、保险公司等多种平台投资开放式基金业务提供便捷途径。

投资视点

基金投资新思维

□兵器财务有限公司 翁开松

年初的证券市场指数虽然变化很小,但个股分化加剧,一些股票从年初到现在,跌幅在20%左右,另外,也有一些股票涨幅在15%以上,如振华港机、深赤湾、烟台万华、中集集团等,大部分的个股基本上原地踏步。发掘投资机会的难度已日益加大。

市场的四种深刻变化

市场这种新变化的背后,是机构投资者的力量在强化,像商业银行设立基金管理公司,保险公司可以直接入市,标志着中国资本市场机构投资者力量进一步壮大,同时对市场产生一系列新的影响。

第一,中国资本市场关注的焦点,不再是市场是否缺乏资金,而是市场是否有好的公司让大家投资,市场估值有没有吸引力,2004年市场最让大家担心的是资金链的断裂,2005年的市场让大家关注还有哪些好公司估值有吸引力。

第二,市场的博弈将从简单的资金博弈,演变成更加专业能力的比拼,更加考验机构的专业研究能力和市场应变能力,原先靠“操作”赚钱的机会在不断减少。

第三,市场会出现投资者的专业分工,机构投资者的增多,机构投资者的偏好也会分化,有的机构可能只投资低风险品种,有的只专门投资指数,有的只投资某一类股票或几只股票,有的机构会专门寻找无风险的套利机会。

第四,市场的两极分化将加速,一些好公司由于高回报、高分红,会不断受到市场追捧,股价会不断上涨,有的公司由于基本面不断变差,股价会不断走低,就像香港,50元以上的股票不少,0.10元以下的股票也成为一种习惯。

基金的三种应变措施

在这种变化的市场中,基金也在调整,顺应这种变化。一方面,基金以不变来应万变,就是基金在投资中,去找一些盈利比较稳定和清晰的公司,其估值又不高,主业突出,市场透明度高的公司,来规避市场的风险;另一方面,基金以变来应变,市场变了,基金就去了解变化的原因,寻找市场变化的一些规律,对症下药,提前准备,比如市场的接轨加快,市场的机会会出现在差价大的H股或B股的优质上市公司上,像今年以来,中集B涨幅达50%,万科B、招商B涨幅在30%,振华B、深赤湾B涨幅20%以上,其B股的吸引力远高于A股;像市场开始崇尚分红回报,高分红、高回报的公司,如佛山照明、新兴铸管,就是基金关注的重点;比如市场比较重视公司治理,对那些治理不规范,主业不清晰,基本面可能变坏、变差的公司,就可以提前采取应对策略。这样,基金就会掌握主动。

通过观察基金组合的变化,可以看到基

动感地带

东吴嘉禾开放日常申购

□记者 徐国杰 上海报道

记者从东吴基金公司获悉,东吴嘉禾优势精选混合型开放式证券投资基金定于2005年2月25日开始办理基金日常申购业务(基金代码:580001)。基金托管人为中国工商银行。

投资者申购基金,代销网点的首次申购最低金额1000元(含申购费),追加申购的最低金额为1000元;直销网点的首次申购最低金额为5万元(含申购费),但在直销网点已有

昨日,华宝兴业现金宝货币市场基金的招募说明书因为继银华货币市场基金之后引入了份额分级制度而引起了业内人士的广泛关注。该基金根据投资金额的不同,设置不同基金份额等级,并对各级基金份额按照不同的费率计提销售服务费用。记者发现,该基金份额被分为A、B两个等级,销售服务年费率分别为0.25%和0.01%,A、B两个等级以500万份为临界点。其分级与销售服务年费率也与银华货币基金基本相同。

前期成立的货币市场基金在投资者认购(申)购时免费,只统一收取0.25%的销售服务费,销售服务费实质上相当于其他类型基金的认(申)购费用。而其他类型的基金在投资者认

(申)购时,费用按投资金额的大小采用了不同的认(申)购费率。货币市场基金的分级制度,是对原有收费制度的继承。由于一个小账户与一个大账户在维护的服务成本上几乎均等,因而不分投资金额大小,收取相同费用,造成了对大额投资者的不公平。采用分级制度使收费与成本相匹配,可以公平对待所有投资者,使基金公司在实际运作过程中,采用了透明收费制度,减少了销售服务费处理上的诸多周折,因而有利于货币市场基金更加健康地长远发展。

由于销售服务费率的不同,基金收益率会有所不同。记者观察了银华货币市场基金近日的净值表现,发现其A级和B级的7日年化平均收益率基本相差0.24个百分点,其B级基金份额

投资策略

看好上证50走势就买ETF

□长江证券 雷泽

昨日是上证50ETF上市交易的第二天,市场成交非常活跃,折价幅度也较小,显示了国内证券市场较高的市场效率。应如何把握其中的投资机会、套利机会?

ETF交易的国际经验

国际经验表明,国内型ETF的交易价格基本在其净值附近波动,较少出现巨额折/溢价情况,即使有较大的折/溢价出现其持续时间通常很短。以美国为例,Salomon Smith Barney(2000;2001)对美国国内型ETFs的抽样统计分析结果显示,2000年的样本中ETFs当日买入价的平均折溢率为-0.167%,加权平均买入

价的折溢率为-0.039%;当日卖出价的平均折溢率为0.196%,加权平均卖出价的折溢率为0.094%;其中,最高折价率为-1.481%,最高溢价率为1.108%;而2001年5月的样本中ETFs当日买入价的平均折溢率为-0.18%,加权平均买入价的折溢率为-0.07%;当日卖出价的折溢率为0.07%。其中,.ETFs最高折溢率为-0.86%,最高折溢率为1.03%。BGFPA (Barclays Global Fund Advisors)在2001年5月11日的报告认为,美国国内ETFs基本维持在溢价+0.05%和折价-0.02%之间,法律问题专家凯瑟琳女士的一份研究报告也显示,美国著名ETFs产品如SPDRs, MidCap SPDRs, DIAMONDS, QQQ和Select Sector SPDRs等,其折溢价幅度都相对较小,如在1993年1月29日至2001年6月29日期间,SPDRs的最大偏差也没有超过2.5540%(折价-2.5540%)。从折溢价持续时间看,美国国内ETF的折溢价持续时间通常较短,Robert Engle Debojyoti Sarkar两位学者通过建立ETFs的真实NAV定价模型,就ETFs的溢价进行了分析。美国国内型ETFs的溢价较小,即便ETFs出现了较大的折价/溢价,但持续通常在5-10分钟之间。

高盛(中国)公司对台湾TTT的研究表明,在所研究的6406笔成交记录中,16笔存在

7日年化平均收益率与华安现金复利基金、南方现金增利基金等货币市场基金相差不大,更是高于同期成立的未采用分级制度的货币市场基金,已经显示出了一定的收益优势。作为现金管理工具,采用分级制度的货币市场基金,无疑将更受青睐。

据了解,设置基金份额等级,区别计提费用已成为国际发达基金市场主流,并遵循两个基本原则:一是公平对待投资者的原则;二是收费与成本匹配的原则。在美国,单只开放式基金会根据客户类型、销售渠道和前后端收费的不同而设立不同的基金份额等级,虽然基金资产统一运作,但是各级基金份额等级有独立的基金代码,且各项费用单独

套利机会, 并主要集中在开盘时和刚上市阶段, 套利机会在所有成交记录中只占0.25%, 可见ETFs的市场价格与其净值基本保持一致, 少有巨幅折/溢价情况发生。

上证50指数的基本特征

上证50指数于2004年1月2日正式发布。其指数成份股是上市公司中流通市值较大、流动性较好的50只股票,主要分布于金融保险业、交通运输仓储业、电力煤气及水的生产与供应业、金属非金属等行业中。统计显示,目前,上证50成份股加权平均市盈率14.68倍,较市场水平小30%左右,其2004年第三季度加权平均每股收益约0.29元,较市场平均水平的0.17元高出约70%。

从收益情况看,上证50指数正式运行以来以收盘价计算的周平均收益率-0.26%,收益率标准差2.89%,期间最大周收益率6.43%,最小收益率-6.01%。从风险特征看,上证50指数以天相流通指数为基准计算的周数据β值介于0.79-0.93之间,平均值为0.89,周数据的α值-0.0012-0.0023之间,平均值为0.00073。

2004年4月以来,股票市场整体调整幅度较大,上证50指数成份股主要构成行业如金融行业、交通运输和电力行业等也有较大幅度的调整,而2005年来相应均有不同程度的回升,相当部分质优股票价值已出现低估。随着《国九条》的逐步落实和宏观经济的健康运行,股票市场风险已得到较大程度的释放,预计未来市场向好的概率较大。

	买入价	中间价	卖出价	价差率
2000.9				
平均	-0.167	0.014	0.196	0.36
最大	0.246	0.667	1.108	
最小	-1.481	-1.167	-0.853	
加权平均	-0.039	0.028	0.094	0.13
2001.5				
平均	-0.18	0.01	0.21	0.39
最大	0.40	0.63	1.03	1.53
最小	-0.86	-0.76	-0.66	0.02
加权平均	-0.07	0.00	0.07	0.14

计提、基金份额净值单独核算,以便收费和成本相匹配,并为不同销售渠道和客户类型提供个性化服务。

在国内,开放式基金在客户维护收费上的分级设置也已广为运用,但目前仅限于基金的认(申)购费用。由于遵循了收费与客户维护成本匹配的原则,所以在实际执行中广为投资者所理解。至于管理费、托管费、赎回费项目,从公平对待投资者角度出发,实行统一定价。而对于货币市场基金,其销售服务费实质上等同于其他类型基金的认(申)购费。因此,为贯彻公平原则,有必要实行基金份额分级、费率区别设置。这对国内货币市场基金来说,既是规范,又是创新。

套利机会有限,获利需靠分析指数涨跌趋势

上证50ETF是我国基金市场最重要的创新之一,是一只完全复制上证50指数的被动式管理的指数基金。因此,上证50ETF的绩效表现相当程度上决定于上证50指数或大盘的走势。种种迹象和研究表明,目前市场处于风险较低区域,且未来市场向好的可能性很大,但由于市场热点转化很快,多数投资者通常难以把握市场热点的变化,并将其转化为投资收益,因此,我们认为选择一只能够在相当程度代表大盘走势且具有较好流动性的投资工具是当前较理想的投资策略,因而可以根据其风险偏好适当买入ETF。相信上证50ETF以其交易的便利性和良好的流动性等基本特征会逐渐得到投资者的青睐,并带领ETF产品队伍的不断壮大。

ETF的交易价格通常会在其净值附近波动,通常不会出现巨幅折/溢价情况,国际经验表明,折/溢价幅度多数情况不会超过5%,即使有较大折/溢价交易情况出现,其持续时间也会很短,一般在交易的初期阶段可能会出现较大幅度的折/溢价情况。因此,作为套利交易的机会相对有限,且难以捕捉,对于具有较高交易技巧和交易效率的机构投资者来讲,这种机会可注意把握。

套利成本分析

套利成本分析。从上述的分析来看,进行一次ETFs的无风险套利,必须进行三种操作,而且三种操作必须在尽可能短的时间内完成。这就决定了上证ETFs投资者的套利成本主要包括三类:交易成本、冲击成本和延时成本。(1)交易成本,是指投资者完成套利需要支付的交易费用,包括在一级市场申购、赎回ETFs的费用,在二级市场买卖ETFs和股票的费用。对于不同类型的交易者,交易成本有所差异。一级交易券商不需交纳交易佣金和申购赎回费用,因此,其套利交易成本是最低的。普通交易券商不需要交纳交易佣金,但需要交纳申购赎回费用,其套利交易成本居中。普通投资者既需要交纳佣金,又需要交纳申购赎回费用,因此普通投资者的交易成本最高。

(2)冲击成本,在投资者进行交易的时候,并不能完全按照最新成交价格成交,最好的情况是按买一或卖一价格成交,也很可能按照买二或者卖二成交,甚至买五卖五价格成交。(3)延时成本,是指投资者持有的股票或ETF没有及时买卖,或者套利过程的时滞而造成的ETF价格与净值波动成本。这部分成本是不确定的,与市场的流动性密切相关。在市场流动性非常好的情况下,延时成本甚至可以忽略不计;但当市场流动性较差的情况下,延时成本可能很高,甚至造成仓位损失。

ETFs名称	SPY	DIA	QQQ
正值	72	32	75
均值	13	12	9
中间值	6	8	5
最大值	230	75	62
标准差	31	15	9
负值	37	59	35
均值	8	16	6
中间值	5	6	3
最大值	77	329	39
标准差	13	43	8

基金经理面对面

重视投资价值与成长潜力的平衡

——访富国天瑞基金经理徐大成

□记者 徐国杰

富国天瑞强势地区基金正在发行,据介绍这是内地首次引进GARP选股策略基金,其投资强势地区的概念也引起投资者关注,带着这些问题,记者采访了天瑞基金经理徐大成。

记者:请简单介绍一下富国天瑞基金。徐大成:富国天瑞基金属于混合型中的偏股型基金。富国天瑞主要投资于强势地区(区域经济发展较快、已经形成一定产群规模且居民购买力较强)具有较强竞争力、经营管理稳健、诚信、业绩优良的上市公司的股票。该基金遵循“风险调整后收益最大化”原则,通过“自上而下”的积极投资策略,在合理运用金融工程技术的基础上,动态调整投资组合比例,注重基金资产安全,谋求基金资产的长期稳定增值。

记者:介绍一下富国天瑞的投资思路,有哪些特点?徐大成:富国天瑞基金是采用“自上而下”的主动投资管理策略,在充分研判宏观经济状况、资本市场运行特征的前提下,以强势地区内单个证券的投资价值评判为核心,追求投资组合流动性、盈利性、安全性的中长期有效组合。

富国天瑞基金先是选择强势地区,借助强

势地区的经济发展,采取GARP策略精选股票,优中选优,使得投资者能充分分享中国经济发展带来的收益。

富国天瑞基金主要是利用富国3S股票滤网系统,挖掘具有投资价值的股票。在富国3S股票滤网系统中的核心部分——“多因素综合价值评估模块(Multifactor Valuation Pipeline)”中,主要基于“定性定量分析相结合,动态静态指标相结合”的原则,运用“价值为本,成长为重”的合理价格成长投资策略(GARP-Growth At Reasonable Price)来确定具体选股标准,评估上市公司的综合素质,研判股票的投资价值。

富国天瑞基金的最大特点是选用了现在国际上通用的GARP选股策略,采用定性化与量化相结合的方法,选择个股。

记者:有报道称,富国天瑞是目前首次引进GARP投资法的基金,请介绍一下何为GARP投资法?

徐大成:GARP投资法(合理价格成长投资法)是目前国际上普遍使用的一种投资法,其代表人物是彼得林奇(Peter Lynch)。GARP投资法将价值投资(Value Investing)与成长投资(Growth Investing)有机结合,核心思想是以相对较低的价格买入成长性较高的公司股票。此方法不再沿袭将股票划分为成长型股票或价值型股票,将其割裂、对立,而是重视投资价

值与成长潜力的平衡,既规避投资标的价格高企的风险,又强调投资标的具备高速成长的优势。因此,应用GARP投资法存在着两个潜在收益渠道,即在没有考虑成长潜力下,价值回归中的投资收益;以及成长潜力释放过程中带来的价值增长。

GARP投资法有一系列的选股指标,主要包括:市盈率指标(P/E)、市净率指标(P/B)、动态市盈率指标(P/E/G)、股票市值/主营业务收入/主营业务收入增长率指标(P/S/G)等。此外,GARP投资法与成长型投资法类似,比较看重净资产收益率指标(ROE)。

市净率指标(P/B)主要是衡量股票的投资价值,而动态市盈率指标(P/E/G)主要是考察股票的成长性,将价值和成长结合能更好的选择具有投资价值并有增长潜力的股票。

这里选择GARP方法利用历史数据模拟来验证该方法的有效性。首先根据富国3S股票滤网系统(3S-Stock Screening System),在强势地区内挖掘具有投资价值的股票,在备选股票库构建两个数量指标:PB和PEG,在备选股票库中选择指标低于市场平均水平的股票,作为我们的模拟对象。这里只是利用量化方法选股,并没有结合行业研究的定性化选股,因此模拟收益只是量化结果,实际结果可能比此模拟数据要好。

实证研究

昨天ETF几无套利收益

上证50ETF套利实证研究

以上证50ETF上市两个交易日以来最大理论套利收益

投资者类型	估计成本均值	上市首日成本以上的成交量	上市首日理论最大套利收益	上市第二日成本上的成交量	上市第二日理论最大套利收益
一级交易券商	0.35%	30360790	802071.8	9773324	6196
普通交易券商	0.55%	18290433	309645.7	0	0
普通投资者	0.9%	10792896	25093.79	0	0

□海通证券研究所基金评价中心 娄静

从ETF上市两天来的交易情况来看,其交易非常活跃。第一天换手率为22%,第二天换手率也达到7%。其中,套利交易也起到了一定促进作用。那么,投资者如何实现套利?套利空间究竟有多大呢?套利行为对市场的影响如何呢?

1、套利方式分析。套利交易方式有两种:(1)当上证50 ETF的交易价格小于上证50ETF的净值达到一定幅度时,投资者可行的套利方式为:在二级市场买入ETF,同时将其在一级市场上赎回为股票,再在二级市场将股票瞬时卖出。(2)当上证50ETF的交易价格大于上证50ETF的净值达到一定幅度时,投资者可行的套利方式为:在二级市场买入股票,同时将其在一级市场上申购为ETF,再在二级市场将ETF瞬时卖出。

2、套利成本分析。从上述的分析来看,进行一次ETFs的无风险套利,必须进行三种操作,而且三种操作必须在尽可能短的时间内完成。这就决定了上证ETFs投资者的套利成本主要包括三类:交易成本、冲击成本和延时成本。

(1)交易成本,是指投资者完成套利需要支付的交易费用,包括在一级市场申购、赎回ETFs的费用,在二级市场买卖ETFs和股票的费用。对于不同类型的交易者,交易成本有所差异。一级交易券商不需交纳交易佣金和申购赎回费用,因此,其套利交易成本是最低的。普通交易券商不需要交纳交易佣金,但需要交纳申购赎回费用,其套利交易成本居中。普通投资者既需要交纳佣金,又需要交纳申购赎回费用,因此普通投资者的交易成本最高。

(2)冲击成本,在投资者进行交易的时候,并不能完全按照最新成交价格成交,最好的情况是按买一或卖一价格成交,也很可能按照买二或者卖二成交,甚至买五卖五价格成交。

(3)延时成本,是指投资者持有的股票或ETF没有及时买卖,或者套利过程的时滞而造成的ETF价格与净值波动成本。这部分成本是不确定的,与市场的流动性密切相关。在市场流动性非常好的情况下,延时成本甚至可以忽略不计;但当市场流动性较差的情况下,延时成本可能很高,甚至造成仓位损失。

套利实证分析

从上市第一天的情况来看,开盘时上证50ETF的折价最高达到1.13%左右,并且折价在0.5%以上保持了将近20分钟,为投资者提供了良好的套利机会。此后,密集的套利机会就消失了,取而代之的是脉冲式的套利机会。上市第二天,套利机会也比较少,以脉冲式为主。下面,我们根据不同套利者的成本,简单估算了上证50ETF上市两个交易日以来的最大理论套利收益:

对一级交易商来说,上市首日的最大理论套利收益为80万左右,对普通交易商只有31万左右,而对普通投资者最理论套利收益仅为2.5万左右。而上市第二天,只有一级交易商可能获得6000元左右的套利收益,其他两类投资者套利收益为0。对于一级券商来说,由于其套利交易成本最低,获得套利收益的机会也比较多。而根据海通证券研发设计的套利交易系统,在上市第一天的套利交易中就成功获得了套利收益。

套利交易对市场的影响

在一个高效的市场中,套利机会是不多的,也就是说ETFs的交易价格与净值的折溢价非常小,这在我们目前的市场中就已经得到验证。但同时我们也看到,ETF上市以来多数时期都处于折价状态,也就是说投资者可行的套利方式是在二级市场买入ETF,同时将其在一级市场上赎回为股票,再在二级市场将股票瞬时卖出。如果这种现象长期存在,将会造成一些不良影响,即ETFs的规模将在套利行为的存在而有所下降,成份股也将因折价套利行为的存在而受到抛压。当然,目前ETF存在单边折价可能是三个原因造成的。首先,上证50ETF的持有者大多盈利,因此获利了结的心态,造成ETFs的抛压太大而导致折价。其次,封闭式基金和LOF的折价对投资者造成了一定的心理暗示,使得投资者不愿意以高于ETF净值的价格购买ETF份额。最后,在比较低迷的市场环境中,投资者投资参与热情不高,导致价格处于折价状态。当然,从国外成熟市场的发展来看,ETFs的折溢价现象是共存的,不存在单边折价或单边溢价市场。而且,在折价空间很小的情况下,这种套利行为的负面影响也会比较小。