



■金牛评委特约专栏

细看分类 巧选债基



□招商证券 宗乐

按现行规定，基金资产80%以上投资于债券的基金统称为债券基金。因此，债券基金之间的主要差异，可以看剩余的20%资产的投资方向如何约定：若债券基金只能投资于债券，完全不参与股票投资，则被称为纯债基金；若基金合约规定只能在一级市场上打新股，参与股票增发，并不在二级市场主动持有股票，就被叫做一级债基；至于二级债基，除了上述可以在新股、增发等范围投资，还可以在20%的限度内投资股票二级市场。

这三种不同特性的债券基金，因为可投资范围与股票市场的关联度不同，自然会体现为风险收益特性之不同，而这种风格特征，可以由相对沪深300指数的beta系数来衡量。我们用过去三年的数据算了一下，结果是一级债基、二级债基、纯债基金的收益率与股票市场收益率的beta系数均值分别为0.10、0.13及0.04，且

具有显著性。从统计上讲，这组数据正好说明，前两者的回报与股票市场有较低、但显著的正相关，也就是说，这两类基金因参与股票投资，其收益当然会受到股票市场波动的影响。股票市场好的时候会有正收益贡献，但这也是去年不少债券基金出现大幅度、债券涨跌不可能导致的净值损失的原因。

一级债基的出现，其实和国内股票市场上新股发行管制，以及到目前为止，新股上市后较为确定的正回报有关。2009年至2011年一级债基的打新股收益贡献度平均为2.86%、4.98%和1.51%，市场上的这些基金，其回报自然就是在债券回报基础上至少多出几个百分点），在国外似乎没有相同的基金产品。

自去年以来，打新股收益率已开始下降，而新任证监会主席有关新股发行制度改革的意见，以及拟议中与此有关的改革计划，至少意味下一阶段打新股的回报还会下降，甚或最终出现有亏有赢、总体年化收益率并不明显高于债券的情形。这样看来，一级债基增强回报的策略中，新股投资已然不具有引力，值得期待的还剩下可转债投资。

无论是一级债基，还是二级债基，除了直接投资新股或二级市场股票之外，通常都会投资可转债，而且在投资比例方面按债券计算，没有严格的比例限制。这导致一种可能，即在基金管理人看好未来股市时，就可能会为了博取高收益，通过配置大比例

股性偏高的可转债，来增强投资组合的股性（不幸的是，国内市场经常出现可转债处于债性极低，基本只剩股性的情况）。经测算，2011年共有7只一级债基的beta系数超过0.2，个别一级债基的beta竟高达0.46。在股市下跌时，这些beta较高的基金给投资者带来了超出预期的亏损。基金管理人的此种资产配置策略，尽管没有直接违反基金合约中对投资范围的约定，但和一般认知相违。通俗讲就是顶了个债券基金的名义，但其实资产更多是股票方面或者股票连接的，名实不大相符。

至于二级债基，除了打新股、买可转债之外，更进一步可以在20%之内投资已上市的股票，这当然就是这些基金在过去几年beta系数平均高达0.13的关键原因。以2011年为例，在77只二级债基中，beta系数超过0.2的竟高达25只，这些基金在去年股市大跌20%以上的情况下，投资亏损超过了同类平均水平，带来超出投资者预期的损失。

许多投资者去年在债券基金的投资中，遭遇比较大的损失，细究其原因，固然也有因债券市场波动导致的小幅亏损，但是更大幅度的亏损来自于股市。而据我们观察，这些投资者大部分并不清楚其所购买的债券基金，还有部分资产是直接或间接投资在股票上的。

这个教训告诉我们，债券基金投资者在作投资决定时，真正要看到同是债券基金，因股票投资方面的限制和约束不同，可能

在未来带来不同的收益与风险。这不是简单看看基金名称就可以的，还得仔细阅读基金产品招募说明书，以及基金的投资组合，搞清楚潜在回报多大程度基于打新股、可转债和二级市场股票投资，然后看看股票市场、债券市场的风向，才可能做出好决策。

在我看来，投资者买入债券基金，不外两种考虑：一，获得低风险或无风险条件下的固定收益回报；二，从战略配置的角度来说，投资者之所以在组合中配置债券基金，主要是看重债券投资收益和股票投资收益之间的低相关性，从而达到降低组合整体收益波动的目的。但在这两种情形中，债券型基金在一、二级市场的股票投资所带来的收益增强（或亏损），其实都不是投资者持有债券基金的主要目的。

显而易见，对前一情形，持有单个或多个纯债基金就是合理的选择。至于第二种状况，如果投资者风险承受水平较高，既有计划持有股票有关资产，又需投资部分债券资产，鉴于一级债基新股投资方面的优势恐难继续，二级债基在股票方面的实际投资不易把握，最佳的办法并不是持有增强型债券基金，而是将一部分资产投资纯债基金，另一部分资产投资典型的股票型基金。因为只有如此，才能清楚地看到自己投资的基金到底具有何种特性，并且可以根据对债券市场和股票市场的判断适时调整资产组合，避免以为投资债券基金却意外承受股票市场带来的损失。

我们以银华金利为例来推演可能的获利空间。若在2011年12月19日以收盘价0.912买入银华金利10000份（净值为1.05，折价率约13%），且假定短期内某个时间点上，标的指数下跌导致鑫利净值跌至0.25触发下拆条款，并假设此时金利的实际净值仍为1.05。下拆条款触发后，金利首先确定性获得（1.05-0.25）*10000=8000的收益（以母基金份额的形式并忽略母基金短期波动），并留存2500份净值为1的金利份额。在股债市场均未发生大幅波动的情形下，金利在折算前后折溢价率应保持不变（假设仍为13%），则折算后金利合理交易价格约0.87，即折算后2500份金利可以以2175变现。整个操作过程中，总收益率为（8000+2175）/9120-1=11.6%。

若市场上理性的投资者发现了这样的低风险套利机会，则在条款可能被触发之前，这部分潜在的获利空间就直接以金利交易价格上涨的形式反映出来。回过头来看，2011年12月底由金利带动的全市场A类份额大幅上涨，就是投资者对银华90下拆预期在交易价格上的提前反应。如果市场在接下来再次出现大幅的回调，银华金利可能再次出现上述投资机会。

■全景扫描

一周开基

基金整体正收益

根据中国银河证券基金研究中心三级分类标准，参与统计的274只标准股票型基金上周净值平均上涨2.11%，115只标准指数型基金净值平均上涨4.18%，43只偏股型基金（股票上限95%）上涨2.30%，56只灵活配置型基金（股票上限80%）净值上涨1.67%。债券基金亦实现全面上涨。77只普通债券型基金（一级）和91只普通债券型基金（二级）上周净值分别平均上涨0.34%和0.42%。

纳入统计的115只标准指数型基金上周仅2只亏损，其余指基均实现盈利。由于上周煤炭、有色等资源类股票大幅上涨，国联安上证大宗商品股票ETF及其联接、国投瑞银中证上游资源产业指数(LOF)由此受益，上周净值表现最好，其净值增长率均在9%以上。除此之外，博时上证超大盘ETF、诺安上证新兴产业ETF以及银华中证等权重90指数分级紧随其后，分别上涨了5.90%、5.71%和5.66%。纳入统计的274只标准股票型基金中仅7只净值下跌，其余基金净值均上涨。其中东吴行业轮动股票基金以10.23%的净值增长率列全部基金周收益率排行榜首，收益超过第二名南方隆元产业主题股票近5个百分点。

QDII基金上周亦整体实现正收益。34只QDII股票平均周净值增长率为2.56%，表现最好的为嘉实恒生中国企业指数(QDII-LOF)，一周净值增长率为5.32%。（银河证券 宋楠）

一周ETF

ETF总份额近千万

上周，市场前两个交易日大幅反弹，随后反弹势头有所渐缓，上证综指周涨幅为3.75%。ETF整体实现净申购15.33亿份，总份额已近千万，达967.63亿份。ETF场内交易方面近乎全线飘红，逾六成周涨幅超过4%。其中，商品ETF上涨10.84%，涨幅最大。

上交所方面，上证50ETF上周申购4.48亿份，赎回7.08亿份，净赎回2.6亿份，周成交额为41.95亿元。上证180ETF上周申购18.21亿份，赎回8.13亿份，净申购10.08亿份，周成交额为22.22亿元。此外，申赎较多的包括治理ETF净申购1.01亿份，超大ETF净赎回0.5亿份。

深交所方面，深证100ETF上周净申购7.13亿份，期末份额达313.37亿份，周成交额为33.81亿元。中小板ETF期末份额为14.64亿份，周成交额为8.92亿元。深成ETF期末份额为30.89亿份，周成交额为1.23亿元。（李菁菁）

一周封基

南方开元领涨封闭股基

截至2012年1月13日，纳入统计的25只封闭式普通股票型基金上周净值平均上涨了1.79%，涨幅小于开放式股票型基金。其中表现最好的为南方开元封闭，周净值增长率为4.47%，大幅领先于排名第二、三位的博时裕隆封闭和长盛同盛封闭，这2只基金上周净值分别增长2.79%和2.77%。二级市场方面，25只基金价格平均上涨1.37%，价格整体表现弱于净值表现。其中国泰金泰封闭、鹏华普惠封闭和博时裕阳封闭3只基金价格下跌，其余基金价格均上涨。

封闭式普通债券型基金（一级）上周净值全部上涨，平均涨幅为0.39%。其中广发聚利债券封闭、万家添利债券分级以及易方达岁丰添利债券封闭表现最好，净值分别增长0.76%、0.71%和0.69%。二级市场价格方面，封闭式一级债基价格平均上涨0.33%，价格表现略弱于净值表现。4只封闭式二级债基平均净值增长率为0.36%，其中大成景丰债券分级封闭表现最好，周净值增长率为0.73%，表现优于其他几只债基。（银河证券 宋楠）

责编：李菁菁 美编：王 力

银华鑫利连续上涨并非过度炒作

□银华基金量化投资部

在2012年年初的反弹行情中，银华鑫利9日和10日两个交易日连续涨停，11日一度触及涨停。由于其在分级基金中突出表现，短期内吸引了大量投资者的关注，甚至有投资者产生鑫利被过分炒作的疑惑。我们可以从鑫利的杠杆率和鑫利的净值计算公式两个方面，来探究鑫利是否被过分爆炒以及它的合理涨幅。

连续涨停的逻辑

以银华90为代表的融资类分级基金，杠杆份额的即期杠杆水平计算公式如下：杠杆率=[NAV(A)*A份额比+NAV(B)*B份额比]/NAV(B)*B份额比。由于90的子份额鑫利和金利是1:1拆分的，而成立时初始净值均为1，因此初始即期杠杆率为2，即母基金上涨1%，鑫利的净值上涨约2%。

目前鑫利的净值较低，以2012年1月9日的前日净值0.341为例，当日的杠杆率根据上述公式计算应约为3.9倍，简单乘以当日银华90基金的涨幅估算出鑫利净值的涨幅应约为14%。而如果根据基金合同中鑫利的净值计算公式，也可以直接得到这一净值涨幅。鑫利净值在9日和10日的涨幅分别约为14%和13%，尽管鑫利交易价

格连续两日上涨10%，若不考虑溢价率的变化，仍未反映出净值的合理涨幅，因此在指数并未上涨时而鑫利却继续上涨，实际上是在继续弥补净值的涨幅。

通过上述分析我们可以得出如下结论：鑫利连续涨停和交易价格的大幅上涨是对其净值的合理反应。在目前的蓝筹股反弹行情中，鑫利的标的指数就是投资于两市大盘成长股，且当前具备较高的杠杆水平，是具吸引力的投资工具。

稳健类份额 相对于债券的吸引力

指数分级基金的稳健份额本质上是浮息的永续年金。以银华金利为例，一方面，其每年定期折算份额的比例为“1年期定存+3.5%”，另一方面，除了每年的定期份额折算外，并没有做出偿还本金的约定。在定期折算比例上，相对于目前一般的债券产品较高，吸引力较强，但其不偿还本金的特点，又降低了其作为短期投资的吸引力。那么如何衡量稳健份额与其相似风险水平的债券的吸引力呢？

我们可以通过对比金利与不同风险债券的收益率水平来对比它的吸引力。由于金利是浮息设计，为简化收益率计算起见，

我们假设未来的1年期定存收益率固定为过去十年的人民币存款基准利率均值（约3%），则金利每年约定收益约为6.5%。在金利的交易价格为0.863时，其内部收益率由永续年金计算公式可得6.5%/0.863=7.5%。由于合同中的不定期折算条款，使得其基本不存在违约风险，即风险水平应与长期国债相当。目前长期国债收益率（50年）不到4.3%，远低于金利当前的收益率。仅从收益率的角度（不考虑期限），金利已经与风险较大中短期票据（AA-）收益率曲线相当。因此，以银华金利为代表的高折价稳健份额，即使扣除浮动利率和以份额折算代替现金分红因素的影响，从收益率的角度相对于债券也仍有相当的吸引力。

不定期份额折算引发投资机会

分级基金通常包含不定期份额折算条款，即当基金净值过低或者过高时，母基金和子份额的净值都归1，杠杆和稳健份额仍保持1:1配比，而折算前稳健份额净值高于杠杆份额净值的部分，全部折算为净值为1的母基金份额，相当于为A类份额提供了大比例偿还本金的机会。目前A类份额大幅度的折价，若标的指数继续下跌触发该条款，可以引发出较大