



■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,至少意味着下一阶段打新股的回报还会下降,甚或最终出现有亏有盈、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,新股投资已然不具吸引力,值得期待的就还剩下可转债投资。

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,忍耐继续,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。

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炒作以及它的合理涨幅。

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。以银华鑫利为例,一方面,其每年定期折算份额的比例为“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,

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,以银华鑫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

的获利机会。我们以银华鑫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买入银华鑫利10000份,净值为1.05,折价率约13%,且假定期内某个时间点上,标的指数下跌导致鑫利净值跌至0.25触发下折条款,并假设此时金利的实际净值仍为1.05。下折条款触发后,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下折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,银华鑫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名榜首,收益超过第二名南方隆元产业主题股票基金近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,这两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%,表现远优于其他几只债基。(银河证券 宋楠)