

■ 水煮基金

基金经理的打新“智慧”

□ 本报记者 李良

新股上市首日暴涨再现，令沉寂一时的打新热潮大有卷土重来之势，“形势一片大好”之下，打新股的主力——基金自然蠢蠢欲动。据中国证券报记者了解，自2月中旬码信息和 中国交建“低调”定价发行后，参与新股询价的机构数量明显上升。截至目前，已确定发行价的20只新股，在招股过程中平均每天只有42家机构前来询价，这一数字，相比春节前的33家，明显“触底回升”。

不过，在经受了此前疯狂打新股却导致累累亏损的教训后，此番重登打新舞台，基金经理态度已明显谨慎。许多基金经理对参与新股询价设置了高门槛，无论是动态估值，还是所处行业发展前景，都需要符合基金经理的心理预期，才肯出手询价。而在基金经理们严苛条件的推动下，此前动辄被推高至八九十倍市盈率的新股高价发行热渐渐降温，新股首发市盈率跌至三四十倍甚至更低者比比皆是。而正是新股首发市盈率的大幅下降，才为新股上市首日二级市场爆炒创造了空间，打新热潮渐渐回归。



CFP图片

了空间，打新热潮渐渐回归。

从某种角度而言，基金经理们通过设置严苛的新股询价条件，迫使新股首发市盈率回归至市场合理水平，一方面是理性价值投资的体现，另一方面，其实也是保障基金们维持打新市场中巨大利益的必要手段。如果基金们不断出手压制新股高价发行愈演愈烈的风潮，那么，势必使新股上市后二级市场快速

回归合理价格成为常态，这不仅会导致锁定长达3个月的网下配售出现亏损，而且会打击整个打新市场中投资者的热情，最终葬送打新市场的前途。很显然，对于在打新市场中握有较大话语权

的基金而言，并不愿意看到自己在打新市场中的利益受损，更不愿意看到打新市场因此陷入泥潭。因此，借市场各方抨击新股高价发行的东风，不少基金

公司颇有“默契”地对新股发行“施压”，最终迫使新股首发市盈率大幅降低，为基金们腾挪出利益空间。

需要指出的是，基金联手压低新股首发市盈率，从本质而言并未损害各方利益，相反却实现了“三赢”局面：从基金角度而言，打新股风险陡然降低，打新股的利益却将有望得到延续；从上市公司角度而言，

■ 热点直击

地产股跳水 券商股或发力

□ 本报记者 曹淑彦

受政策调控影响，房地产板块股票14日午后开始全线下跌。与房地产板块相关的水泥、煤炭、建筑等权重板块指数也大幅下挫，基金业内人士表示，地产板块近期走势可能更多体现为“交易型机会”。

尽管地产股短期下跌，但是底部会在波动中逐步抬升，在基本面较差时反而可以积极关注，等待基本面恢复带来的上涨机会。然而不宜追涨杀跌，重点配置大中型房地产公司。

地产龙头价值犹存

大成新锐产业股票基金拟任基金经理刘安田认为，政策强调继续调控，意在促进房价合理回归。但整体来看，此前的调控政策已经有所成效，今后政策大起大落的可能性较小，以维持现状继续观察市场情况为主。目前，房地产行业投资与新开工增速的下滑趋势并未结束，短期而言，行业难言已度过冬季。

在天弘基金高级策略分析师刘佳章看来，前期地产板块有所活跃，一方面由于该板块连续调整所形成的静态超低估值对反弹行情中的资金具有一定的吸引力；另一方面，今年前两个月房地产资金状况有所好转，体现在房地产资金来源中开发贷款、按揭贷款同比增长16.3%和1.2%，尤其是按揭贷款，一举扭转前期下滑的趋势，地

产企业购地支出也增加5.8%，同时销量亦有所回升。这两方面因素对房地产股股价构成了支撑，但从刚刚结束的两会政府表态看，地产板块近期走势更多的还是体现为“交易型机会”。

尽管地产股短期下跌，但是底部会在波动中逐步抬升，在基本面较差时反而可以积极关注，等待基本面恢复带来的上涨机会。然而不宜追涨杀跌，重点配置大中型房地产公司。

刘安田认为，尽管房地产建设高峰期已过，但房地产行业整体处于低估值，行业中的那些业绩锁定性强，产品开发能力、销售能力、融资能力等优势突出的龙头公司的投资价值应该正在显现。

下阶段看好券商板块

14日午后大盘突然快速跳水，上证综指跌破2400点整数关口，众多个股跌停。市场在此前憧憬的两会行情并没有出现，究其原因，南方基金首席策略分析师兼基金经理杨德龙认为，一是两会期间政策利好没有兑现，二是大盘的第一波反弹接近尾声，短期调整压力增大。

本轮反弹从年初2132点一直反弹到接近2500点，许多个股反弹幅度甚至超过30%—50%，而中间并没有经

过如此大的调整，获利回吐压力很大。全年来看，上证综指震荡反弹格局没变，年内高点应能收复去年失地，即超过2800点。本轮调整不会太深，预计2300点以上即可完成，后市走势将取决于政策放松力度和经济增速放缓之间的博弈。

未来不会出现流动性过度释放，而是引导新的经济增长模式。博时基金投资经理邹倚天认为，以传统行业为主的大盘蓝筹股，如果业绩不具有成长性，在经济转型中起不到助推作用，则表现不会太好。下一阶段比较青睐两个板块：一是食品饮料，受制于过去一段时间的高成本压力，今年CPI下降对其成本降低有较大帮助，该板块表现可能超过大盘；另一个是券商板块，市场人气复苏，证监会推出新业务、新产品的速度加快，资本金比较充裕的龙头券商将受益于创新业务的推出，值得期待。以新兴产业为主的中小盘股，往往对政策敏感度较高，但需要看到实际业绩支撑，远离概念炒作。

对于券商股，刘佳章认为，受市场连续反弹和高收益债即将推出的利好刺激，市场盈利预期提升，加之券商股与股指表现敏感性高，因此市场持续活跃也在情理之中。

■ 养基心经

震荡市投资股基策略

□ 陆向东

虽然沪深两市自2012年以来就摆脱了单边下跌的走势，但不论是延续以前思路，选择一直持有中小盘股票基金、新兴产业股票基金，或者是医疗保健行业股票基金等有抗通胀概念的投资者，还是紧跟最近市场热点，买入银行、钢铁、电力等具有周期特征的股票基金，内心一定都有焦虑：因为既没有人能知道前期表现一度十分突出的中小盘股票、文化传媒等新兴产业股票以及“喝酒吃药”概念股票陷入调整后什么时候会东山再起，同样也没有人知道，再次受到追捧的银行、能源、有色金属等拥有低估值优势的品种什么时候又会为市场所冷落。

那么，如何做才能心中有数：一是构建好自己的“基金池”。需要说明的是，首先，“基金池”代表的只是拟投资对象，只有当其符合买入条件时，方可实施买入。其次，虽然现阶段沪深两市所有上市公司可分别归入32个行业，但你只需关注阶段受到政策重点扶持的行业（如医疗保健、新能源）和受到政策调控打压的行业（如房地产、钢铁），可将重仓持有这些行业龙头股票的基金选入基金池。其中，对于由明星经理掌控的基金尤其应该加以格外关

■ 投基有道

分级基金套利分析

□ 李茜

2007年第一支分级基金国投瑞银瑞福成立以来，分级基金规模迅速增长，目前已突破1100亿元，成为场内基金重要力量。

分级基金套利需要条件：只具备“配对转换”机制的分级基金才能进行套利，目前市场有18只分级基金具有配对转换机制。受杠杆作用以及投资者非理性等因素影响，对于具有配对转换的分级基金，其优先份额和进取份额按比例加权后的价格与母基金净值间往往存在折溢价，当这种整体性折溢价超出一定范围（高于申购赎回成本、场内交易成本和冲击成本）时，可能存在套利机会。

溢价套利

当子基金加权价格超出母基金净值达到一定幅度时，则存在溢价套利的可能性。投资者可于T日在场内申购母基金，T+2日可确认申购结果并申请拆分，然后于T+3日在场内卖出，以获得溢价套取收益。注意由申购场外份额跨系统转托管至场内后再申请拆分所需要的时间为T+5，因此溢价套利一般均是通过场内申购的方式来操作。

溢价套利的固定成本为1.4%，其中包括母基金申购费用1.2%（根据基金类型不同、申购金额不同申购费率也不同，这里采用最高申购费率）和场内交易费用0.2%（根据券商不同、交易金额不同，交易费用也不同，这里按0.2%计算）和母基金赎回费用0.5%（根据基金类型不同、申购金额不同申购费率也不同，这里采用最高申购费率）。

折价套利

当子基金加权价格低于母基金净值达到一定幅度时，则存在折价套利的可能性。投资者可于T日在场内按份额配比购买优先份额和进取份额，于T+1提出配对合并申请，并于T+2日申请在场内赎回。此时折价套利的固定成本为0.7%，其中包括场内交易费用0.2%（根据券商不同、交易金额不同，交易费用也不同，这里按0.2%计算）和母基金赎回费用0.5%（根据基金类型不同、申购金额不同申购费率也不同，这里采用最高申购费率）。

案例分析

通过国泰信用互利分级基金案例来分析分级基金套利过程。国泰信用互利分级基金是去年12月29日成立的一只分级债基，母

注。凡是很少获得政策关照的行业（如木材、家具），不必入选。

二是针对震荡市的特点确立严格的投资纪律：首先，要意识到，在不能证明市场已经转为牛市状态前，万万不可使自己的资金悉数暴露在市场风险里。因而须明确规定在震荡市状态下可用以投资股基资金的使用比例。通常可为30%至50%，其余均用以投资债基和货基，严禁突破上限。其二，提前明确规定买卖条件。这样既可以防止你在突发性消息的压力下，由于惊慌而不加辨别地误听某一种观点，草率行动；还可以防止当你面对各种信息甚至对立的看法时由于心存疑虑而延误了最佳的操作时机。第三，要意识到震荡市与牛市的表現不同，在单边上扬的牛市中只需一次性买入后等待资产增值，震荡市却大部分时间表现为忽高忽低，难以准确预料，因而，须采用既能够防范套牢，又能够提防踏空的操作方法：当市场整体处于升势阶段时，可先买后卖；当市场整体处于跌势阶段时，则必须先卖后买。不论买卖，均分期分批进行，每次买卖的基金份额或金额可为总量的10%至15%，并且只有当事实证明前次操作正确后，方可继续进行后续操作。一旦事实证明前次操作错误，则须进行反向操作。

基金跟踪中证全债指数，子基金A、B份额1月17日上市。该基金A、B份额比为7:3，即10份国泰信用互利分级基金分成7份国泰信用互利分级A和3份国泰信用互利分级B。下面是该分级基金上市以来的交易数据：

我们发现上市前三天存在明显的折价套利机会，2月14日—2月17日存在明显的溢价套利机会。我们就这两个时间段分别分析其折溢价套利过程。

1月17日发现有折价套利机会，1月18日可以在二级市场买入7000份国泰信用互利A和3000份国泰信用互利B，假设均按收盘价购买，1月19日申请合并母基金国泰信用互利，1月20日按照母基金净值1.002元在场内赎回10000份国泰信用互利，扣除交易费用，整个过程获利410.8元，套利收益率为4.3%。

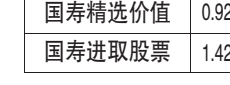
再看溢价套利机会，2月14日发现有溢价套利机会，在2月15日场内申购10000份母基金国泰信用互利，2月17日确认并进行拆分，拆分成7000份国泰信用互利A和3000份国泰信用互利B，2月20日场内卖出7000份国泰信用互利A和3000份国泰信用互利B，假设均按照收盘价卖出，整个过程获利340元，套利收益率为3.38%。

套利风险

当然，分级基金的折溢价套利并不是无风险的，存在折溢价率收敛风险、短期持有头寸的系统性风险、流动性风险。折溢价率收敛风险是指套利空间可能受大盘波动而收窄，导致套利亏损。短期持有头寸的系统性下跌风险是指由于大盘的下跌而使得套利过程中最初持有的多头头寸承受损失的风险。流动性风险是指在二级市场的交易过程中，由于各分级基金的交易不够活跃，价格可能会出现跳跃甚至涨跌停的情况，额外增加了交易成本和风险。另外，由于母基金的净值是每一交易日结束后公布，因此盘中的实时折溢价情况存在较大的不确定性，需要对其进行实时预估。

国泰信用互利分级基金
母基金及子基金的交易数据

日期	国泰信用 互利分级 A份额 (元)	国泰信用 互利分级 B份额 (元)	母基金 净值 (元)	A、B相对 母基金 的整体溢价率 (%)
2012年				
01-17	0.914	1.080	1.0020	-3.81
01-18	0.900	1.080	1.0020	-4.79
01-19	0.910	1.080	1.0020	-4.09
01-20	1.000	1.084	1.0020	2.32
02-13	0.950	1.179	1.0040	1.46
02-14	1.002	1.290	1.0040	8.41
02-15	1.080	1.419	1.0050	17.58
02-16	0.976	1.358	1.0050	8.52
02-17	1.009	1.357	1.0050	10.79
02-20	0.946	1.290	1.0060	4.29
02-21	0.962	1.260	1.0060	4.51



中国人寿保险股份有限公司

“国寿裕丰投资连结保险”单位价格公告

本次评估日期:2012年3月9日至2012年3月15日

账户名称	3月9日		3月12日		3月13日		3月14日		3月15日		投资账户 设立时间
	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	
国寿稳健债券	1.2493	1.2248	1.2514	1.2269	1.2523	1.2277	1.2521	1.2275	1.2523	1.2277	2008年5月4日
国寿平衡增长	1.1616	1.1388	1.1688	1.1459	1.1612	1.1384	1.1483	1.1258	1.1512	1.1286	2008年5月4日
国寿精选价值	0.9299	0.9117	0.9278	0.9096	0.9379	0.9195	0.9088	0.8910	0.9046	0.8869	2008年5月4日
国寿进取股票	1.4280	1.4000	1.4380	1.4098	1.4447	1.4164	1.4109	1.3832	1.4137	1.3860	2008年5月4日

以上数据由中国人寿保险股份有限公司提供



95519
客户服务热线

www.e-chinalife.com