

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月中旬朗玛信息和中国交建“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致累亏的教训后，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度下降，才为新股上市首日二级市场炒作创造



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。如果基金们不果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，这不仅会导致锁定期长达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，

虽然发行价降低意味着募集资金金额的减少，以及股东纸面财富的缩水，但却换取了发行成功和顺利上市，而且二级市场价格空间有望打开，上市公司正面形象得以树立；而从投资者角度，打新股的无风险收益率再度来临，利润诱惑之下，更多的投资者重归一级市场打新大军之中。

不过，尽管新股首发市盈率如愿下降，新股上市首日爆炒再现，令打新市场重新活跃起来，但这并不意味着新股发行市场正因此变的健康。事实上，从市场的角度而言，新股发行市场的健康标准其实只有一个，那就是拥有优质基本面和诚实守信的上市公司才能得以上市，优胜劣汰”的标准能够贯穿始终，而这与显然不能靠单一的首发市盈率和发行价格指标决定。因此，抑制上市公司高价发行冲动，将新股首发市盈率降低至合理水平，只是新股发行市场走向健康的第一步，而对于基金们来说，作为价值投资理念的领头羊和执行者，他们还需要做另外一件重要的工作，即用价值投资的量尺测出拟上市公司的成色，令新股发行市场远离“鱼龙混杂”。

养基心经

震荡市投资股基策略

□陆向东

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，千万不要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机会。第三，要意识到震荡市与牛市的表现不同，在单边上扬的牛市里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，难以准确预测，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。

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，但你只需关注现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

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，以获得溢价套利收益。注意由申购场外份额经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。

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。

折价套利

当子基金加权价格超出母基金净值达到一定幅度时，则存在折价套利的可能性。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，以获得溢价套利收益。注意由申购场外份额经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。

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。

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，母基金

日期 2012年 互利分级A市价(元) 互利分级B市价(元) 国泰信用互利分级母基金净值(元) A、B相对母基金的整体净值率(%)

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 3.32

02-13 0.950 1.179 1.0040 1.41

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

金牛观市

大成基金
市场博弈看政策预期

大成基金认为，目前市场流动性存在向好趋势，但经济转型的过程具有长期性和艰巨性，转型期市场震荡会有所加剧。未来一个阶段，市场博弈的重点仍为政策预期，大成基金比较看好金融、汽车、家电、品牌消费品等板块，以及受益于中国经济结构性转型的、代表新兴生产力和社会发展趋势的新兴产业，具体包括新能源、新材料、高端装备制造、生物医药、节能环保等行业。另外，随着居民收入的提高、生活方式的变化以及新商业模式的出现，精神领域的消费升级空间增大，娱乐及新媒体是未来值得看好的细分领域，包括电影、视频网站以及相关的设备供应商。房地产继续调控，意在促进房价合理回归。整体来看，当前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。

兴业全球
看好“轻资产”市场潜力

随着国内经济整体进入二次转型，“轻资产模式”正在成为越来越多的企业寻找的突破方向。淡化规模总量，主动降低增长速度，为新兴产业发展腾挪空间受到关注，随着企业从追求速度转向追求质量，采用“轻资产模式”的企业战略会日益显现出其独特的魅力。

可以从三个方面来把握轻资产公司的选择，一是看行业。有些行业天生就是轻资产的行业，比如咨询服务业、金融业，主要竞争力是人的智慧。二是在可轻可重的行业发掘轻资产公司。比如服装行业，和由重资产向轻资产转换的一些公司。三

画说市场



偏爱/陈英远



“基”遇/陈英远



同舟共济/夏明



这个值/为因

中国人寿

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									
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

1.“国寿裕丰投资连结保险”是中国人寿保险股份有限公司一款具有保险保障和投资理财功能的产品。

2.本公司每一工作日进行各投资账户投资单位价值评估。如需了解每日价格，客户可以通过中国人寿保险股份有限公司咨询电话95519或电子商务网站(www.e-chinalife.com)查询有关信息。

3.投资单位价格仅反映各投资账户以往业绩，并不代表未来投资收益。

95519 www.e-chinalife.com

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，母基金

日期 2012年 互利分级A市价(元) 互利分级B市价(元) 国泰信用互利分级母基金净值(元) A、B相对母基金的整体净值率(%)

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 3.32

02-13 0.950 1.179 1.0040 1.41

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 0.96