

■全景扫描

一周开基

指基持续场内领跑

上周上证指数报收2406.86点，上涨2.02%。金融改革成为本周股市的关键词。基金市场方面，除QDII(FOF)基金平均下跌0.19%，其他类型基金全部取得正收益。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286只标准股票型基金周净值平均上涨0.88%，120只标准指数型基金净值平均上涨1.56%，43只偏股型基金(股票上限95%)上涨0.67%，61只灵活配置型基金(股票上限80%)净值上涨0.70%。债券基金持续稳步上涨，78只普通债券型基金(一级)和91只普通债券型基金(二级)上周净值分别上涨0.48%和0.49%。

上周市场持续反弹，振幅加大，在蓝筹股带动下大盘周线三连阳。上周标准指数型基金表现良好，其中国泰上证180金融ETF和国泰上证180金融ETF联接表现良好，分别上涨2.95%和2.82%，涨幅居前。标准股票型基金方面以南方隆元产业主题股票与景顺长城公司治理股票表现尚佳，分别上涨3.12%和3.02%。(银河证券)

一周封基

封闭股基折价率收窄

上周封闭式基金除三只外其余全部上涨。截至2012年4月20日，纳入统计的25只封闭式普通股票型基金周净值平均上涨了0.90%，较上周略有回落，小于开放式股票型基金净值涨幅，平均折价率为12.43%，折价率较上周略有回落。与封闭股基不同的是，封闭式债券型基金价格表现弱于净值。封闭式一级债基上周全部盈利，周平均净值上涨0.6%，其中万家添利债券分级表现最好，周净值增长率达1.14%。价格方面，封闭式一级债基价格平均上涨0.36%，平均折价率继续收窄至3.19%，折价率持续收窄，较封闭股基幅度更大。

创新封基方面，大成优选表现突出，一周净值上涨1.57%，今年以来上涨11.80%，大幅超越标准股票型基金平均5.30%的涨幅。封闭式债券型分级子基金本周平均净值增长0.83%，其中发行不久的金鹰持久回报债券分级封闭(B级)表现良好，价格上涨9.11%，溢价率为6.24%。(银河证券)

一周ETF

ETF上周净申购逾20亿份

上周市场延续反弹，上证综指上周上涨2.02%。ETF二级市场交易方面连续第二周全线飘红，其中，金融ETF上涨3.19%，涨幅最大。ETF基金也一改前两周连续净赎回的态势，上周整体实现净申购21.339亿份，创年内周净申购量新高，两市ETF场内流通总份额已逾960亿。

上交所的ETF场内申赎情况，上证50ETF上周净申购1.31亿份，周成交额为26.88亿元。上证180ETF上周净申购4.56亿份，周成交额为11.09亿元。

深交所方面，深证100ETF、中小板ETF和创业板ETF场内份额均大幅提高，上周分别实现净申购14.33亿份、9250万份和8600万份，份额分别提高4.37%、8.05%和13.28%。(李菁菁)

ETF融资活跃度提高

上周市场延续反弹走势，交易所数据显示，截至4月19日，两市总融资余额达2.24亿元，较前一周末的1.91亿元增长17.45%。两市融券余量小幅下降至8707亿股，较前一周末的1.07亿股下降18.85%。

截至4月20日，上交所方面，ETF上周融资余额小幅提高，达1.54亿元，融券余量与上周几乎持平，为5536万股。其中，上证50ETF融资余额再度突破亿元大关，达1.15亿元，融券余量小幅下降至3472万股；上证180ETF融资余额、融券余量均有所提高，分别为3484万元和2035万股。

截至4月19日，上周深交所方面ETF总体融资买入活跃，周融资买入额为3775万元，较上周环比提高逾一倍，融券卖出量为5333万股，融资余额为7658万元，融券余量为4064万股。(李菁菁)



■金牛评委特约专栏

股票分级基金

折算条款蕴含“危”与“机”

□海通证券基金研究中心 娄静

了解分级基金的投资者对于折算条款并不陌生，不过在普通大众的眼中，该条款无非就是各类分级基金份额间的相互转换，似乎并不如杠杆、折溢价率、合并/分拆套利等名词来得时髦和直白。但我们可以千万不能小视这看似不起眼的规则，里面可能暗藏着丰厚的权益机会。股票分级基金的折算条款通常可分为到期折算和到点折算两种。

到期折算条款多数情况下利好处于折价的A份额。

到期折算是指契约约定在每年某一固定日期，分级基金净值重新归1，超过1元部分返还给投资者等额的母基金份额，这种条款在分级基金A类份额中较为常见。

目前多数股票型分级基金没有固定的存续期限，但与开放式基金不同的是，A、B两类份额不可单独申赎，只能配对转换为母基金后才可赎回。因此，投资者无法基于基金份额单位净值来要求基金管理公司兑现其资产，而在二级市场买卖份额则又容易受到折溢价率波动的影响，因此需要一种确定性更高的方式来让投资者来回收投资收益，到期折算就起到了这样的作用。

到期折算条款带来的“危”与“机”：对于只有A份额设置了到期折算条款的基金来说，每到折算日，A类份额都可以以母基金份额的形式来获得其净值超过1元的部分(即每期约定收益率)，

而赎回这些母基金份额即可兑现每期的约定收益，这种方式使得A类份额具有了优先股的特征：能定期兑现收益，但本金仍需通过二级市场卖出的方式来回收。由于目前的多数股票分级基金的A份额都是折价的，对于资产流动性要求不高、希望稳定跑赢CPI增速的投资者来说，到期折算机制相当于使部分折价的资产以净值兑付，增加了A类份额的吸引力。多数产品没有对高风险的B类份额设置到期折算条款，对于少数B类份额也设置了到期折算条款的基金来说，对A和B份额的影响类似下面分析的到点折算条款，这里不再赘述。

到点折算条款，向下到点折算显著利好A份额，向上到点折算对B份额的利好不确定。

到点折算是指当分级基金B份额净值低于约定值或者母基金净值过高时，A份额和B份额的净值会重新归到约定值，对于低净值的子基金类似缩股，对于高净值的子基金则会将净值超过约定值部分以母基金的形式返还给投资者。

到点折算机制设立的目的是要抑制分级基金B份额的杠杆过大或者过小，这是因为分级基金的杠杆并不是一个常数，会随着市场的涨跌而变化。简单来说，当市场上涨时，杠杆会逐渐缩小，反之亦然。而一旦市场出现大幅上涨或大幅下跌时，杠杆要么显著变小而使B类份额失去魅力，要么变得过高而使风险奇大无比，

为避免极端杠杆出现，到点折算条款便应运而生了。到点折算可分为向上和向下两种方式，分别对应了杠杆的加载和卸载，折算后杠杆将回复到初始水平。

到点折算条款带来的“危”与“机”：到点折算条款的规则描述起来非常拗口，普通投资者理解起来有点难度，我们还是通过一个例子来说明吧。以常见的母基金、A份额和B份额三类基金净值归一型向下到点折算为例，当市场大幅下跌导致B类份额到达折算点时(假设为0.25元)，A类份额和B类份额净值都重新将调整为1元(即净值归1)，类似于为提升股价而进行的缩股操作，此时每4份B类份额将缩减为1份。为保持初始份额配比不变，A类份额也必须按4:1的比例进行缩减，这时B类份额资产总量不变，A类份额数量将比折算前减少了3/4，同时净值也会减少到1元，为保持折算前后A类份额资产总量一致，大量A类份额的资产将以母基金份额的形式返还给投资者。而此时A类份额的绝佳投资机会就出现了：由于A类份额二级市场一般都会折价交易，因此折算后可让投资者以净值兑现大部分折价买入的资产，从而在短期就能套取较高的折价收益。这还不是全部，由于折算前B类份额因杠杆较高通常会大幅溢价，折算后杠杆将降至初始水平，其溢价率会因吸引力的下降而显著降低，在整体套利机制的作用下，A类份额的折价率也会随之收窄，进而带动

其二级市场价格的提升。2011年10月份股票分级基金A份额的大幅上涨行情就是因为B类份额净值接近向下到点折算而引发的。

与之相对，当基金净值较高，B份额杠杆大幅下降时就会触发向上到点折算，而向上到点折算对B份额的影响却具有不确定性。益处是向上到点折算将提升B类份额的杠杆水平，让某些因市场上涨、杠杆减小而产生的“迟钝”型产品重获生命力，进而推动其溢价率回升；而弊端却是B份额多数是溢价的，到点折算相当于部分溢价的资产以净值兑付。两类影响因素一正一负，因此向上到点折算对B类份额的影响具有不确定性。不过目前高杠杆的B份额溢价率通常较高，而低杠杆的B份额溢价率很低，在这种情况下，利大于弊的概率较高。

总的来说，常见的向下到点折算对A类份额显著有利，而向上到点折算则对B类份额的利好微弱甚至存在不确定性。此外，某些产品折算条款较为特殊，其交易方式与上述案例存在一定差异(如申万深成的“同涨同跌型”向下到点折算，即当B份额净值低于约定值时，A份额和B份额不是回到初始杠杆，而是共同承担市场涨跌)，投资时还需要细看规则，切莫一概而论。需要特别提醒的是，当临近折算点时，相应子基金的二级市场价格通常会提前反映折算预期，如果届时折价率已经缩窄或溢价率已经提升，慢了一拍的投资者还是不要盲目追高为妙。

■操盘攻略

立足价值蓝筹风格基金

□天相投顾 闻群 王静进

近期，货币政策宽松预期升温、多项政策利好出台，市场震荡上行。截至4月19日，4月份以来上证指数上涨115.85点收于2378.63点，涨幅5.12%。从行业表现来看，45个天相行业全线飘红，但行业表现分化仍然显著，首末涨幅相差13.93个百分点。其中，证券、城市交通仓储、贸易、园区土地开发、保险行业居涨幅前五位，铁路运输、银行、石化、石油、电力行业居涨幅后五位。从风格指数来看，小盘指数继续领涨，涨幅9.13%，中盘指数和大盘指数分别上涨6.20%和3.78%；成长指数上涨7.89%，价值指数上涨5.26%。

在此背景下，304只积极投资开放式股票型基金303涨1平，加权平均上涨4.64%；196只混合型基金195涨1平，加权平均上涨3.81%；228只开放式债券型基金218涨10跌，加权平均上涨1.03%。行业表现的分化使得基金业绩表现分化也较为显著，整体来看，重配稳定增长且估值合理的证券、贸易、保险等板块的基金表现居前。

偏股型基金：立足价值蓝筹风格基金。进入4月份，股指波动范围逐步收敛，市场分歧逐步弱

化有利于稳定投资情绪。低于市场预期的宏观经济数据或将使得政策预调微调的节奏加快；考虑到4月份央票和正回购到期量较上月有所减少，外汇占款增幅也不会出现明显改善，为保证信贷的适度增长，满足实体经济发展的合理资金需要，预计4月央行有可能下调存款准备金率。由此判断，二季度货币政策将比一季度要宽松，信贷投放力度将加大。而在经济仍处于惯性下滑通道，且下行幅度超预期的背景下，政策面将会加大预调微调力度。

当然，未来市场能否延续强势走势，关键在于预期中的政策利好是否可以如期而至。此外，当前市场进入季报集中发布期，我们认为一季度上市公司净利润增速出现较大幅度回落可能性较大，下阶段上市公司基本面回落将成为抑制A股持续上行的主要压力。基于上述判断，我们认为市场对于货币政策宽松预期的升温将使得周期行业短期股价表现出较高的弹性，低估值高弹性的价值蓝筹板块如证券、保险、地产等可继续关注；从组合安全边际角度来看，景气回升确定的大消费板块如食品、医药、商业等仍具投资价值。

偏股型基金品种配置方面，建议投资者关注把握低成本配置时机，积极布局后市组合以期将来能更为充分地分享市场上升所带来的收益。一方面，立足价值蓝筹风格基金，重点持有重配业绩稳定且估值合理的证券、保险、地产等板块，且管理人投研实力较强的基金；另一方面，从组合安全边际角度考虑，继续持有重配受经济周期波动较小的食品、饮料、医药、商业等消费服务板块的基金。

固定收益品种：配置债券投资管理能力领先、业绩稳定的债基。4月流动性在财政存款回笼，外汇占款不力的环境下适度宽松的局面或许会暂缓，但在央行“稳中求进”的政策基调下降准的预期概率较大，流动性宽松预期较为明确，这些因素在基本上对债市构成支持。但鉴于各券种在不同的经济发展阶段板块轮动行情显著，因此具体配置方面，建议投资者关注债券投资管理能力领先、业绩稳定，且持有较多高收益、利差优势突出的中低等级信用债的债基。对于具有一定风险承受能力的激进型投资者，建议关注打新积极、股票投资获益能力强、规模适中的债券基金。稳健

型投资者可在利率债的调整行情下逐渐关注需求旺盛的国债、金融债、高等级信用债，以待利率下降助推下一波行情。

封闭式基金：顺应市场变化选择契合封基。4月份以来(截至4月19日)封闭重仓指数、封闭核心指数分别上涨4.87%和5.00%。在此背景下，25只传统封闭式基金净值全线上涨，加权平均上涨4.04%。从二级市场表现来看，25只传统封闭式基金价格均有不同程度上涨，加权平均上涨3.90%。由于封闭式基金的净值相对好于二级市场价格表现，25只传统封闭式基金整体折价率由3月末的12.55%扩大至12.68%。其中，基金丰和、基金久嘉、基金银丰持续高折价，折价率均在18%以上。

我们注意到，基于市场风格的变化，近期封闭式基金的业绩表现也出现了较大的轮换，部分前期表现一般的基金近期表现突出。因此，在封闭式基金的投资上，我们建议一方面要关注其折价率、到期年化收益率的动态变化；另外一方面，要顺应市场变化选择契合市场风格的基金进行投资。在创新型封闭式基金的投资上，投资者可以结合自身对市场的判断来选择是否参与投资。