



■金牛评委特约专栏

申万进取触发阀值

临界点附近申万收益现投资机会

□招商证券 宗乐 张夏

申万菱信深证成指分级基金(以下简称“申万深成”)成立于2010年10月22日，母基金为跟踪深证成份指数的指数基金，子份额申万进取和申万收益的份额配比为1:1。其中，申万收益的约定收益设定为“一年期定存利率+3%”(2012年约定收益为6.5%)，每年年初折算。折算时，申万收益的约定收益将以母基金份额的形式支付给投资者，投资者可以通过赎回母基金份额获取现金收益。

在正常情况下，申万收益每天的单位净值均会以应计提的基准收益 $6.5\% / 365$ (递增)。但是，当申万进取份额净值过低时，则会按照“极端情况净值处理规则”计算各类份额的净值。根据基金契约，当申万进取净值跌破0.100元后，申万进取和申万收益的净值将按照母基金份额的涨跌幅度同涨同跌，也就意味着，申万收益和申万进取净值波动特性和指数型基金相同。

按照基金契约，如果未来深证成指止跌回升，当申万进取回涨至净值0.100元后，超过0.100元的部分将优先用于弥补申万收益自极端情况发生以来正常情况下

应累计的收益，直至申万收益净值达到理论净值水平(极端情况发生前净值+极端情况发生日以来的积累约定收益)，若补足后还有剩余，则剩余部分归属于申万进取份额，此时申万进取净值方可超过0.100元。

截至2012年11月16日，申万进取的单位净值正好为阀值0.100元，而申万收益的单位净值则由11月15日公布的1.057元下降至1.052元，稳健份额单位净值的下降说明极端情况已经发生。

与其他分级基金不同的是，申万深成分级基金在触发极端情况时不会进行份额折算，但其子份额的风险收益特征将会发生显著变化。具体来说，触发极端情况之后，申万收益由原来的类债券低风险品种变成了一直高风险的指数基金，其约定收益将无法保证，甚至有可能出现本金亏损的情况，而申万进取的杠杆特性也将暂时消失。

在临界点附近，申万收益的投资机会凸显，我们将分以下两种情形分析申万收益的投资价值：

在第一种情况下，假设市场只是经历了较短时间内小幅下跌，随后深证成指就开始触底反弹，换句话说，如果申万进取净值

只是在临近0.100元下方保持了一小段时间，那么市场仍预期其净值会很快回升至0.100元以上，并重新获得极高的杠杆倍数。那么，申万进取的溢价率可能不会有太大回落，这是因为激进的投资者会提早部署，博取反弹。如果进取份额净值回到阀值上方，投资者则可考虑以目前较大的折价(25.6%)买入申万收益，在明年年初定期折算后，其中分红部分可以净值赎回，从而获得折价部分的价差收入。

第二种情况下，假设市场跌幅较深，申万进取净值长期保持在0.100元下方，随着时间的推移需要弥补申万收益的约定收益越来越多，申万进取净值向上的弹性大幅降低，杠杆失效，投资者则需承担较大的溢价回落的风险。在配对转换机制下，申万收益的折价将会相应收窄，其最终的价格走势将取决于折价收窄和净值下跌的双重作用，较难预测涨跌。但可以预期的是，申万收益的价格走势将明显优于其净值走势，投资者可以通过股指期货对冲来锁定申万收益净值下跌风险，从而获得折价缩小收益。

在第二种情况下，如果申万收益净值下跌，且在明年初折算

时净值仍低于1.000元，那么申万深成分级基金将不会进行定期折算，投资者不能获得折价部分的价差收入。如果申万收益净值下跌，且在明年初折算时净值介于1.000元至1.650元之间，那么当年6.5%的约定收益不能完全获得，但该基金仍会进行定期折算，投资者将得到净值超过1.000元的那部分收益折算而成的母基金份额，折算带来的套利收益则相应降低。

需要指出的是，尽管今年的约定收益未能实现，但只要未来市场上升，母基金净值涨幅达到一定程度，申万收益以前各年度未实现的约定收益均会得到追溯补偿。2013年申万收益的约定收益为6%，在2014年年初份额折算时，投资者将会同时得到2013年度的约定收益以及2012年度未实现的约定收益。换言之，即使在阀值之下股票市场继续下跌，今年未实现的约定收益也会累积至明年，投资者只需承担收益延期支付的风险，对稳健的中长期投资者来说，短期内的净值波动并没有实质性影响。

综上，不论从长期投资价值还是从短期套利机会的角度看，申万收益均具有较高的投资价值。

■全景扫描

一周开基

固定收益类基金稳中取胜

上周上证指数报收2014.72点，周跌幅为2.63%。银河证券数据统计，320只标准股票型基金周净值平均下跌2.65%，113只标准指数型基金净值平均下跌2.88%，43只偏股型基金(股票上限95%)平均下跌2.45%，69只灵活配置型基金(股票上限80%)净值平均下跌2.11%。92只普通债券型基金(一级)上周净值上涨0.06%，113只普通债券型基金(二级)上周净值下跌0.07%。货币基金与短期理财继续维持稳健表现。

今年以来债券型基金发行火爆，纯债基金更是异军突起备受关注。基金方面，320只标准股票型基金上周受市场影响无一上涨。113只标准指数型股票基金亦受指数影响整体下挫。债基方面，普通债券型基金(一级)表现不一，其中国联安信心增长定期开放债券(A类)和泰信增强收益债券(A类)表现最优，均上涨0.38%和0.34%。普通债券型基金(二级)跌幅大于一级表现不佳，其中以泰信双息双利债券与招商信用增强债券表现最优，分别上涨0.50%和0.40%。泰信双息双利债券过去一个月上涨1.23%，位列同类型基金第一位。(银河证券)

一周封基

股基折价率小幅扩大

上周封闭式基金股基亦表现不佳。国泰估值分级进取封闭(B级)持续下挫，周跌幅达到12.15%，延续其高风险大波动特性。截至2012年11月16日，纳入统计的25只封闭式普通股票型基金仅一只上涨。周净值平均下跌2.22%，平均价格下跌3.11%，平均折价率为12.20%，折价率小幅扩大，并且突破近几个月以来震荡区间。从净值表现来看，国泰金泰封闭表现最好，周净值上涨0.03%。

封闭式债基上周表现继续略优于开放式。纳入统计的34只封闭式普通债券型基金(一级)上周无一下跌表现较好，周净值上涨0.23%。其中，天弘丰利债券分级表现最好，周净值上涨0.57%。价格方面，封闭式一级债基价格平均上涨0.24%，平均折价率1.10%，较前一周略微收窄。(银河证券)

一周ETF

ETF中止连续两周净赎回

上周上证指数下跌2.63%。ETF基金场内交易近全线下挫，平均跌幅达2.67%。场内申赎方面，上周两市ETF除港股ETF外总体小幅净申购0.561亿份，中止了近两周来连续净赎回态势。

上交所方面，上证50ETF上周净赎回1.71亿份，周成交额为15.26亿元。上证180ETF上周净赎回1.02亿份，周成交额为5.11亿元。华泰柏瑞沪深300ETF上周净赎回1.93亿份，周成交额为41.88亿元。50等权ETF、500沪市ETF上周总份额缩水均逾一成，分别净赎回0.42亿份和0.2亿份。

深交所方面，深证100ETF上周净赎回0.35亿份，期末份额为332.14亿份，周成交额为11.23亿元。嘉实沪深300ETF上周净申购1.84亿份。(李菁菁)

ETF融资余额再创新高

上周市场连续下挫。交易所数据显示，截至11月15日，两市ETF总融资余额、融券余量较前一周环比均提升逾一成，分别达15.8亿元和1.0亿份。其中两市ETF总融资余额再创历史新高。

上交所方面，ETF总体周融资买入额为5.46亿元，周融券卖出量为7.79亿份，融资余额为13.46亿元，融券余量为4256万份。其中，上证50ETF融资余额为4.28亿元，融券余量为1067万份；上证180ETF融资余额为1.44亿元，融券余量为604万份。

深交所方面ETF总体周融资买入额为4557万元，融券卖出量为1.38亿份，融资余额为2.33亿元，融券余量为5751万份。其中，深证100ETF融资余额、融券余量分别为9205万元和2390万份。(李菁菁)