

水煮基金

ETF“换购门”折射潜规则

□本报记者 李良

南方沪深300ETF的“换购门”风波，再度掀起了ETF投资中的另类潜规则”。

所谓“换购门”，是指南方沪深300ETF大手笔接受客户以永泰能源股票换取ETF份额，导致南方沪深300ETF净值波动明显偏离跟踪指数，从而导致投资者意外损失。据南方基金新闻发言人介绍，2013年3月初，一家持有沪深300成份股永泰能源大量股份的机构投资者提出以永泰能源股份换取南方沪深300ETF。2013年3月11日，公司对于已停牌的永泰能源，按照不超过近期该股票日均成交量的50%接受了该机构投资者的换购申请，并根据南方沪深300ETF招募说明书的相关规定，按照永泰能源最近交易日的全天成交均价12.60元进行了换购。由于此后永泰能源持续跌停，这笔巨量申购导致南方沪深300ETF的净值一度持续偏离跟踪股指，令投资者蒙受了不必要的损失。

这种行为，招致了监管层极其严厉的处罚。证监会新闻发言人指出，经核查，发现南方基金公司在南方沪深300ETF投资过程中未能履行谨慎勤勉义务，内部控制方面存在内部控制制度建设薄弱，缺乏ETF募集期股票



劲头十足却风险意识淡漠的背景下，证监会的此记“当头棒喝”来得及时。

事实上，虽不为普通投资者所知，但如此次南方沪深300ETF“换购门”一般，利用ETF的申购赎回漏洞实现大小非减持、一二级市场套利的案例却早已在机构投资者中“流行”，并因此引发了多次风波，许多ETF的投资者稀里糊涂地就成了“牺牲品”。但为了吸引更多机构投资者的加盟，扩张ETF产品的份额，许多基金公司不仅默认了这些行为的存在，甚至偶尔还会在一定程度上主动推进这些行为。这便造成ETF运行中种种潜规则的存在。而这些潜规则的使用一旦失控，便会出现如同南方沪深300ETF“换购门”、博时深证F200ETF被意外套利等现象的发生。

业内人士指出，在此次处罚决定中，证监会特别指出“内部控制方面存在内部控制制度建设薄弱，缺乏ETF募集期股票换购的相关制度规定；合规及风控管理制度未能覆盖ETF基金投资环节”等内容，表明监管层对于ETF发展过程中各种漏洞的重视。而基金公司在快速发展ETF的过程中，需要对内部控制制度进一步严格，在种种ETF运作过程中可能出现的风险提前有一定的预防意识，认真执行合规流程，以防止给投资者带来不必要的损失。

金牛观市

热点直击

二季度基金投资“身体”“环境”两手抓

□本报记者 李菁菁

本周二沪深A股市场遭遇暴跌，随后市场于2200点附近反复震荡，延续了四月以来震荡走势。但基金普遍认为对二季度的行情不必过分悲观，部分基金经理认为股票市场的表现仍值得期待，二季度市场或将迎来反弹行情，医药、环保成为被基金看好最多的板块。

市场表现仍值得期待

五一假期前，A股市场仍然维持低位震荡筑底走势，但大部分基金经理对后市总体持谨慎乐观的态度；预计市场可能呈现震荡向上的格局，进入5月，随着经济数据的好转和外资入场，A股仍有反弹的机会。

目前虽然经济复苏的过程出现了一些波折，但经济就此大幅下滑的概率不大。易方达中小盘基金经理张坤表示，在经济温和曲折复苏的背景下，市场整体估值从横向和纵向比较均属于较低水平，对于后市仍持谨慎乐观的态度，认为具备寻找结构性机会的基础。短期来看，需要警惕经济疲弱对企业盈利的负面影响，以及股票市场融资放开对中小盘股票估值带

换购的相关制度规定；合规及风控管理制度未能覆盖ETF基金投资环节；关于永泰能源投资的相关决策过程未能留痕等问题。而针对这些问题，证监会决定对南方基金采取责令整改3个月的监管措施；在南方基金整改期间，证监会暂停受理和审核该公司所有新产品和新业务申请。此外，对基金经理潘海宁采取认定为不适当人选，3年内

不得担任基金经理或实际履行上述职务的监管措施，对ETF投资总监刘治平采取出示警示函的监管措施。不仅如此，证监会还责成南方基金公司运用自有资金4799万余元对相关基金份额持有人进行赔偿，如此处罚力度在基金业中十分罕见。

从表面上看，利用单一股票换购

ETF份额，是ETF申购赎回制度中的

一部分，也已演变成基金行业中的普遍现象，南方沪深300ETF的行为并未触犯相关法律法规。但监管层却依然对此次行为施以严惩，其所指并非南方基金的个案，而是直刺目前ETF市场的种种“潜规则”，杀一儆百、整顿规范ETF市场的意图跃然纸上。在当前ETF发展正呈突飞猛进之势，各家基金公司快速“跑马圈地”，抢市场

来的压力。长期来看，随着改革的逐步推进和越来越多的行业向民营资本放开，我们有信心看到制度红利的逐步释放。

南方基金杨德龙认为，一季度经济增长数据低于预期，但随着开工旺季的到来，二季度经济数据将环比好转。而一季度的融资同比增速维持高位，在通胀低预期之后，未来货币政策不会过于紧缩，因此货币政策支持经济的基础还不会发生改变。临近“五一”小长假，A股市场维持低位震荡筑底走势。从高点下来，本轮回调的幅度已经很大，上证指数有望在2100点之上完成本轮调整。进入5月，随着经济数据的好转和外资入场，A股仍有反弹的机会。

对于市场二季度走势，华夏盛世精选基金经理阳琨在刚刚公布的季报中指出，下阶段国内经济处于温和复苏的轨道中。由于融资成本明显下降，预计未来一两个季度上市公司盈利将继续环比好转，股票市场仍处于有吸引力的地位。经过了部分行业和板块市场估值的快速修复，投资者关注点将转到上市公司的业绩上，业绩增长持续性较好的公司将有继续表现的空间。因此，我们预计市场

可能呈现震荡向上的格局，虽然短期内牛市重临可能性不大，但在通胀不构成实质性威胁前，股票市场的表现仍值得期待。

信达澳银则认为对中国经济前景的准确判断尚需进一步的数据支持，但在重新确立经济增长步入上行通道之前，A股市场将维持弱势震荡整理格局。信达澳银认为，中国政府有充足的动力保持经济的平稳增长，因此对于股市的下行空间不需要太悲观；而从右侧投资的角度来说，等待政策调控转向是一个合适的转多时机。并且相对确定的一点是，未来流动性方面将保持充裕格局，因此A股市场将不会缺乏结构性机会。从全年来看，A股市场有望在政策拐点出现后重新进入上行格局，因此建议坚定长期价值投资理念，耐心等待和布局。

二季度偏爱医药环保

从公募基金一季报来看，医药、环保板块成为被看好最多的板块。此外，新兴产业、文化传媒等成长性行业也普遍得到较高的认可度。

华夏复兴基金经理程海泳指出，行业方面，在成长型行业内，医药行业尽管涨幅较大、整体估值稍高，但

股票众多、为自下而上选股提供充足的空间，仍可以在细分行业内发掘到低估值的个股。此外，环保节能、天然气等清洁能源、4G投资、婴幼儿用品、军工等领域存在主题投资机会。

在二季度行业配置上，嘉实基金经理陈勤仍坚定看好业绩增长确定性高且估值仍在合理范围的油气开发、药、传媒等行业，但由于行业整体估值水平较高，强调集中于行业内的优质品种；同时，看好估值合理且业绩增长确定的家电和银行；其次，看好受益于国家政策推动的节能环保行业。

博时创业成长基金经理孙占军认为未来重点关注三大类机会：一是长期受益于经济结构调整，有较大的发展空间的成长性行业如军工、节能环保、文化传媒等。二是看好中国消费升级受益者，如部分高端医疗、品牌消费、旅游等。三受益于中国制造升级的行业：如高端装备、煤化工、新材料等。

广发消费品精选基金经理冯永欢认为，目前虽然经济呈弱复苏格局，但机会仍然会不少，从三年的时段来看，目前被市场抛弃的白酒、服装等消费品行业处于非常低的估值水平，未来收益率将非常可观；医药行业长期看好、只是短期估值基本到位。

养基心经

如何动态修正卖基目标

□陆向东

许多基民已经认识到，在投资股票基金过程中通过提前设定卖出目标位，可以起到减少情绪化操作，防范踏空和套牢风险的作用。但真的付诸实施后却往往碰到两种让人哭笑不得的结果：一是刚刚进行了止损或止盈卖出，市场却朝着你预期的反方向运行，甚至越走越远；二是市场持续处于弱市震荡状态，以致陷入了时而微盈时而微亏却迟迟达不到目标点的窘境。那么，怎样才能摆脱这种被动局面呢？

其实，问题的关键在于即便你在设定卖出目标时经过了周密而细致的分析研究，但股票基金、混合型基金以及转债基金、二级债券基金均系中长期投资品种，市场运行状态更是不断变化，由此决定了你当初设定的目标总是同市场的实际表现存在着或大或

小地偏差，甚至背离。不过，应该看到，虽然证券市场每次运行状态发生改变的时间并不相同，但由于经济总是围绕着复苏、过热、衰退和滞胀等形态循环，证券市场总是在牛熊之间轮回，大多数人固有的诸如贪婪、盲目攀比等本性也并未改变，因而，只要通过对与你所持品种相同的基金在以往具有相近相似市场特征里的业绩表现，进而对基金的止盈目标进行阶段性动态修正，就可以防止刻舟求剑行为出现：

第一种情况，实体经济在历经了一段时间低迷后开始向好，货币政策已经由从紧转为宽松，市场资金充沛，市场也在经历了长期大幅度下跌后，开始由单边下跌转为震荡上升。可供参照的市场阶段：如，2008年四季度至2009年四季度。在此期间，沪深指数的累计涨幅超过50%。至2009年底，据中国银河证券基金研究中心数据统计，124

只标准股票型基金2009年平均收益率达到71.54%，72只偏股基金平均收益率为64.56%，高仓位的指数基金平均收益率达到90.97%，其中，业绩表现最突出的基金年度收益率达到了116.19%。如果你发现尽管时间不同，但市场特征却非常相似，则不妨参照2009年同类基金收益情况，酌情调高止盈目标，延长持基时间。

第二种情况，前期投资的股票类基金已经为你带来了不菲的收益，基金公司推出的新基金正在受到基民们的热烈追捧，但政府为了抑制过热的经济和过高的通胀开始调升存款准备金率甚至存款利率，而市场在经历了长期大幅度上涨后，呈现出放量下跌的疑似头部特征。可供参照的市场阶段：如，2007年四季度至2008年四季度。在此期间，沪深指数的累计跌幅超过70%。至2008年底，按银河证券的分类，股票型

基金的平均年收益率为-50.63%，指数型基金的平均年收益率为-62.60%，混合偏股基金为-49.75%，混合平衡基金为-42.75%，甚至连混合偏债基金的平均收益率也下跌了24.82%。然而，受益于债市的走强，债券型基金年内的平均收益率则达到了6.52%。如果通过对比分析发现这两者间具有极高的相似度，则不但应大幅度降低止盈目标，甚至应通过将部分基金转投债券型基金和QDII基金来分散风险。

第三种情况，市场在经历了一轮暴跌后又转为阶段性的升势，但经分析确认，导致市场出现下跌的主要因素并未发生根本性改变。由此可以断定，这种市场状态仅适合短中期投资，所以必须针对升势持续不了多久再创新低的风险，参照2011年6月和2011年10月的市场表现，分别设定幅度很小的止盈目标和止损目标。

投基有道

混合型基金选择防御性灵活产品

□东航金融 李茜

截至4月22日，混合型基金最近一个月的算术平均净值增长率为0.2091%，好于同期上证指数-3.7%的涨幅和深证指数-3.05%的涨幅。排名前五的分别是汇丰晋信2026、国投瑞银新兴产业、华商价值共享灵活配置、泰达宏利风险预算、上投摩根双核平衡。期间收益从4.67%-9%不等。上个月我们推荐的上投摩根双核平衡最近一个月上涨了4.67%，排名进入前五。中银中国精选上涨了2.8%，排名第21。泰达宏利效率优先和华夏回报期间表现居中。汇添富优势精选最近一个月表现不佳，排名中下，主要由于仓位过高，在下跌行情中高仓位处于劣势。

最近一个月，上证指数从2328点震荡下行，在这样的行情下，控制好仓位的基金占优势。上月排名居前的基金仓位都不高，华商价值共享灵活配置由于3月份刚刚成立，还未披露季报，因此没有公开披露的仓位信息。泰达宏利风险预算的仓位只有50%，剩余三只，上投摩根双核平衡仓位在67%，其余两只仓位在76%左右。

过去一个月，各个行业表现差距比较大，受房地产行业销售良好的影响，房地产以及与其关联的家电、建材涨幅居前，同时小盘股风格的信息服务、电子行业也表现也不错。过去一个月，大宗商品出现了历史性的暴跌，COMEX黄金最近一个月下跌了11.5%，特别是4月12日和4月15日分别下跌5.67%和8.45%，并在4月16日创下近两年的低点——1321.5点。与此同时，NYMEX原油最近一个月也下跌4.8%。大宗商品的其他品种铜、螺纹钢、锌也出现了大幅下跌。因此，A股与商品有关的有色、煤炭行业也出现了暴跌。受对银行理财产品的规范以及对银行间债券市场的清查，金融股表现不佳，申万金融指数下跌了5.3%。受禽流感疫情的影响，交通运输、餐饮旅游等行业也出现了较大幅度的下跌。排名居前的基金大多契合了最近一个月的行情特点，投资风格多是小盘成长的风格，在行业配置上偏重信息技术、电子、医药等行业，回避了强周期行业。

对于未来一个月的市场判断，疲弱的经济数据使投资者对经济复苏的担忧增加。刚刚公布的4月汇丰PMI预览只有50.5%，比上个月下降11个百分点，仅比春节的2月份多了0.1个百分点。3月的经济数据除了固定资产投资还算可以以外，工业增加值、PMI、库存、需求、消费都比较疲弱。因此，疲弱的经济数据使我们对5月的股市走势比较谨慎。另外，今年天灾人祸比较多，IPO箭在弦上，势在必发，这些都成为压制市场上涨的因素。

由于我们对5月的市场比较谨慎，因此，我们选择仓位比较低的混合型基金。我们选择长期历史业绩优异，操作风格灵活，选股能力强的，在震荡市场中具备一定优势，具有良好的风险控制能力，能够获得超额阿尔法收益的混合型基金。

我们推荐中银收益，泰达宏利风险预算，上投摩根双核平衡。中银收益自成立以来，业绩优异，并具有良好的持续性，投资风格稳健，在震荡市场和下跌市场中具有较好的风险控制能力。该基金在下跌市场和震荡市场中收益排名居前，比如最近3年市场基本是震荡行情和下跌行情，该基金在这样的行情中的收益率在混合型基金中排名前十。另外，该基金对下跌风险控制的比较好，该基金的1年的下跌风险和3年的下跌风险在混合型基金中排名中等水平以下(下跌风险越小越好)，因此，该基金风险调整后的收益——1年和3年的夏普比率都比较高，在混合型基金中排名前十。

泰达宏利风险预算仓位比较低，只有50%，由于我们对下月行情偏谨慎，因此，将它加入我们的投资组合。另外该基金业绩优异，近1年和近3年的总回报在混合型基金中排名前五，并且对下行风险控制的比较好，该基金的下跌风险1年和下跌风险3年在混合型基金中排名后十名(下跌风险越低越好)。因此，该基金的风险调整后的收益——1年和3年的夏普比率在混合型基金中都排名第一。

上投摩根双核平衡注重选股，风格侧重于成长股，该基金业绩领先，风险调整后的收益的排名也居前，我们认为5月仍然是成长股比周期股要好，该基金的投资风格契合我们预期的市场风格，因此，我们在本月的投资组合也加入该基金。

征稿

本版邮箱 wwwei@tom.com

这是一个基民互动园地，欢迎基民踊跃投稿。《投基有道》欢迎专业人士介绍购买基金盈利的机会和窍门。《养基心经》欢迎读者就有关基金的话题发表高见，讲述百姓“养基”过程中的经验教训，趣闻轶事和心得体会。《画说市场》则是用漫画来评说基金。

来稿请尽量以电邮的形式。

地址:北京宣西大街甲97号中国证券报周末版基金天地

邮编:100031

画说市场



理由/陈英远

调整心态/刘军

阴晴不定/丁圆

有冷有热/黄夏伟