

上海证券新基金价值点评

代宏坤

广发聚利债券：
稀缺封闭式债基品种

该基金采用创新封闭式管理，基金合同生效后三年内为封闭期，基金份额不得进行申购或赎回，但可在交易所进行交易转让；封闭期过后，该基金将转换为上市型开放式基金(LOF)。封闭运作方式，可避免频繁申购赎回对基金管理的冲击，还可更多配置久期长的高收益债券品种，有利于基金绩效的提高。该基金还允许在一级市场上申购新股、参与股票增发来提升业绩，因此风险高于普通的纯债基金。作为目前市场上稀缺的封闭式债基品种，该基金值得低风险投资者关注。

嘉实黄金：
专注境外黄金指数基金

嘉实黄金是一只投资于海外黄金市场的主动型上市交易基金，优先选择有实物黄金支持的黄金交易型开放式指数基金(ETF)，此类基金投资比例不低于黄金类投资的80%。从长期来看，配置一定比例的黄金资产有利于降低资产整体的波动性。同时，作为LOF基金，相比实物黄金投资，具有较好的流动性，避免了实物变现和交割保管的困扰。

兴全保本：
嵌入可转债基因

该基金是兴业全球基金公司旗下的首只保本基金，为认购并持有三年到期的基金份额提供保本。该产品将发挥可转债投资优势，及时锁定已实现收益。该基金是唯一一只同时采用时间不变性投资组合保险策略(TIPP)和基于期权的组合保险策略(OBPI)的保本基金，使得本金安全更有保障。与国内多数保本基金采用固定比例组合保险(CPPI)的保本策略不同，兴全保本采用TIPP策略来实现保本目标，相比CPPI策略整体风险更小。由于提前赎回不保本，因此，投资者要立足长期投资，该基金适合对风险比较敏感的投资者。

工银瑞信添颐债基：
生命周期理论运作

工银瑞信添颐债券型基金采用生命周期理论，以五年为一个运作周期。在每个周期内，该基金的风险逐渐降低，前三年股票资产占比不高于20%，在第四年、第五年股票投资比例分别不高于15%、10%。该基金以五年定存+1.5%的绝对收益作为基准，通过积极的权益类资产投资策略来追求基金资产回报。添颐债基分为A、B两类份额，A类收取赎回费，B类收取销售服务费，且两类份额均不收取申购费和认购费，可满足不同投资者的需求。

(作者单位：上海证券基金评价研究中心)



借鉴定投思路 下半年不妨分步申购基金

证券时报记者 刘明

今年上半年，A股市场大跌，不少基金亏损逾10%，获得正收益的基金寥寥无几，投资海外的合格境内机构投资者(QDII)基金业绩也是难如人意，让投资者亏损不少。那么投资者下半年又当如何投资基金呢？东北证券与海通证券均认为，目前市场在筑底过程中，下半年上涨概率较大，投资者不妨在市场调整过程中借鉴定投思路分步申购基金。

结合市场走势与基金行为综合判断，东北证券认为，目前市场可能处于震荡筑底过程中。未来中期市场向上的概率要大于向下的概率，而年内大盘有可能重新立于三千点以上，甚至更高。

基于上述判断，东北证券认为，在仓位和操作层面上，投资者不必过度悲观，持有的基金不要盲目赎回。对于手中持有现金等待人

市的投资者，可以借鉴定投的思路，在2700点、2800点下方分步申购。可以将周K线作为操作指标，小跌小买，大跌大买，以期获得市场反弹直到拉升阶段的收益。在基金配置层面上，确立全球配置的投资战略；利用热点轮动主动出击主题基金，近期应当关注消费主题、新兴产业主题、通货膨胀主题基金。

海通证券也在近日的交易型基金半年度策略报告中表示，下半年A股市场将在筑底完成后实现上涨。因此，交易型基金具有良好的右侧交易机会。海通证券认为，在风格上，价值股可能先启动一波估值修复的行情，但是这波行情更多表现为相对抗跌或者温和上涨，而后将迎来成长股的反弹，当然，市场的风格可能是交替的。考虑到时间的跨度，海通证券判断，下半年是一个风格中性或者略偏成长的市场，建议投资者优选风格转换适应

能力强的主动型基金，以及风格偏成长的被动型产品。

海通证券认为，中短期投资的话，筑底过程中可耐心等待，看涨首选偏成长的高风险份额。适合做中短线投资的基金产品主要包括交易型开放式指数基金(ETF)和股票型分级产品中的高风险份额，对于波动较大的产品而言，在震荡筑底的过程中应当耐心等待机会，当预期市场上涨，高杠杆基金是较好的选择。当然，也要考虑杠杆基金的折溢价率，如果溢价率太高可能会稀释杠杆基金的收益。首选那些能很好顺应市场风格转换的主动型基金。被动产品优选行业分布相对均匀的指数。

中长期投资方面，下半年整体存在机会，选基金关键重业绩。尽管中长期投资并不能发挥交易型基金的最大优势，但由于交易型基金特殊的产品设计以及交易属性带来的机会，使得部分交易型基金体现出优于一般开放式基金的风险收益特征，从而带来



了中长期投资机会，如业绩优异的高折价封闭式基金、具有高年化折价回归收益且即将到期的低风险份额，以及下方风险较小而上涨收益与股票型基金类似的债券分级基金的高风险

富国天成
今年第三次收益分配

富国天成红利混合基金7月1日公告，将实施2011年度的第三次分红，分红方案为每10基金份额分配现金红利0.1元，权益登记日为7月1日，现金红利发放日为7月6日。本次分红方案的收益分配基准日为6月30日，基准日基金可供分配的利润为9760.49万元。(刘明)

泰达宏利聚利A
调整约定收益率

泰达宏利聚利分级的优先份额聚利A7月1日公告，2011年第3季度聚利A的约定基准收益率为4.63203%。依照合同，聚利A的约定基准收益率(单利)=1.3x5年期国债到期收益率，根据中央国债登记结算公司编制的中国固定利率国债收益率曲线上对应的今年2季度末最后5个交易日5年期国债到期收益率的算术平均值乘以1.3。2季度最后5个交易日5年期国债到期收益率的算术平均值为3.5631%；因此聚利A今年第3季度约定基准收益率为4.63203% (=1.3x3.5631%)。据了解，此前聚利A的约定收益率为4.56586%。(刘明)

一二级市场存价差 把握ETF四大套利技巧

蒋占刚

交易型开放式指数基金(ETF)综合了开放式和封闭式基金的优点，既可向基金公司申购或赎回基金份额，又可像封闭式基金一样在二级市场按照市价进行买卖。同时，ETF在买卖、申购赎回过程中，还有一些特定的交易规则：1、当日申购的基金份额，同日可以卖出，但不得赎回。2、当日买入的基金份额，同日可以赎回，但不得卖出。3、当日赎回的证券，同日可以卖出，但不得用于申购基金份额。4、当日买入的证券，同日可以用于申购基金份额。也就是说，ETF在单一市场实行T+1交易制度，但是两个市场结合，可以实现T+0交易。

由于跨市场间交易形式和交易机制的不同，基金一级市场份额净值和二级市场买卖价格间会存在价差的情况，这样套利空间应运而生。

技巧一：瞬间套利

ETF基本的套利交易主要有两种。一是折价套利，当ETF基金份额二级市场价格小于基金份额净值时，可通过二级市场买入ETF，之后在一级市场赎回一篮子股票，

卖出股票组合获取现金。另外一种为溢价套利，和折价套利的方向相反，当ETF二级市场价格超过份额净值时，可买入股票组合，一级市场申购基金份额，之后在二级市场卖出获取现金。这两种就是ETF最常规的套利模式——瞬间套利。需要注意的是由于ETF申购赎回都有最小规模限制，例如100万份，瞬间套利并不适合中小投资者操作。

技巧二：延时套利

作为瞬间套利的延伸，ETF套利可以采取延时套利模式，也就是说投资者“非同步”地买卖ETF和一篮子股票，完成一圈完整交易的时间较长，这类套利其实更像是T+0交易。

充分利用ETF交易规则，在相对低点，申购或买入ETF，在相对高点，再将ETF卖出或赎回。和瞬间套利相比，这类套利能否成功更看重指数短期的走势，风险更大。在实际操作中，为了确保收益的稳定性，减少风险，一般是当天完成一个交易轮回。

技巧三：事件套利

第三类ETF套利是事件套利。

当ETF标的指数成分股停牌或涨跌停时，可利用ETF进行事件套利，套取看涨的股票或者减持看空的股票。事件套利的收益取决于停牌成分股的个体因素，具体包括两种模式。如果预计成分股在复牌后大幅度上涨，折价套利具体操作是在二级市场买入ETF，在一级市场进行赎回，得到一篮子股票组合，留下停牌股票，卖出其他股票。

例如，2008年10月9日长安汽车停牌，2009年2月16日复牌，期间深100指数涨幅32%，汽车板块因国家政策鼓励涨幅更甚，预计长安汽车开盘后会涨停复牌，投资者二级市场成功买入可能性较低。可通过赎回深100ETF，按停牌前价格3.67元获得长安汽车股票，复牌后该股有7个涨停板。如果预估成分股在复牌后会大幅度下跌，溢价套利具体操作是在二级市场买入其他成分股组合和利用“允许现金替代”的标志，用现金来替代停牌股票，然后在一级市场申购ETF，然后在二级市场上卖出ETF。2008年的“长电事件”是这种套利的典型案例，当年5月8日，长江电力因整体上市开始停牌，此后沪深股市大幅下挫，上证指数跌幅近50%，为了降低损失，将长电套现，可先从二级市场市价买入上

证50ETF其他49只股票，之后一级市场申购上证50ETF份额，再在二级市场卖出上证50ETF，顺利将长江电力出货。

技巧四：期现套利

股指期货和融资融券的推出，为做空A股市场提供了较好的工具。沪深指数期货是国内A股市场第一只也是唯一一只股指期货品种。沪深300指数包含的成分股多达300只，采用完全复制法难度较大，ETF根据标的指数，且能在二级市场交易，是期现套利中较好的现货工具。由于技术上的原因，国内目前还没有直接标的沪深300指数的ETF，多数进行期现套利的投资者采用的是“75%上证180ETF+25%深证100ETF”复合指数ETF作为现货替代品。

自从2010年4月16日股指期货上市以来，上证180ETF和深100ETF二级市场成交量大幅激增。例如，股指期货上市初期，期货相对现货存在着一定的溢价，所谓的套利基本都是买入ETF，卖出股指期货合约，而在期现价差消除后，套利平仓盘卖出ETF，买入股指期货合约。

(作者单位：招商银行湖南省株洲市分行)

绕开三大误区 正确认识基金定投

刘亦千

一、定投的理由

为什么要投资？新西兰的投资大师马丁·霍斯认为，投资的含义是今天牺牲一些东西，为将来能够收获更多，从而为明天创造更美好的生活。而从长期来看，由于经济总是在增长，证券市场总是向上，即相对于储蓄，只要时间足够长，投资就一定可以获利。由此揭示了投资的理由：投资可以获利，从而为明天创造更美好的生活。

而在市场波动起伏之间，投资者发现，如果能够高抛低吸，可获取难以想象的高额收益！市场看似规律性的波动起伏，也让投资者产生幻觉：把握市场波动、高抛低吸并不难！

但中国证券投资者保护基金发布的《2009年中国证券投资者综合调查报告》显示，2009年1月1日至10月29日，期间中证流通指数大涨83.01%，但仅34.15%的股票投资者获得正收益，28.9%的投资者甚至亏损。海内外其他投资者调查报告无不证明，“市场先生”似乎更加聪明，能够有效择时的投资者极少，绝大多数投资者无法把握时机、战胜市场，部分投资者甚至扩大了其投资风险，遭受巨大损失。

投资的必要性和择时的负效应告诉我们，定投或许是绝大多数投资者的最优选择；通过定投，投资者不仅可分享经济长期增长和市场长期向上的平均收益，还可摆脱对择时的困扰。同时由于大多数投资者其收入具有持续性，而小额资金不具备交易上的经济性，选择积累一段时间之后再行投资，既可养成长期投资的良好习惯，同时也能充分分享长期投资带来的收益。

二、认清定投的几个误区

但伴随定投的推广，关于定投的噪音大量出现，导致投资者对定投的理解产生一些误差。

1、定投可以创造超额收益？

在推广定投的过程中，一些机构过度渲染了定投获取收益的潜力，用“复利”的魔法为定投投资者勾勒出一幅绚烂的前景，从另外一个角度给投资者造就过高的期望：定投可以获取高额收益，教育、养老、买房……定投去解决！

但蒙特卡罗模拟结果显示，在2000年至2011年6月24日之间随机投资于上证指数，盈利超过100%收益可能为15.40%，亏损的可能为26.66%，而定投投资者则在放弃高盈利的同时规避了其亏损可能，获得了一个相对稳定、等于市场平均收益的投资总回报(约45.20%)。

定投或许是绝大多数投资者的最优选择：通过定投，投资者不仅可分享经济长期增长和市场长期向上的平均收益，还可摆脱对择时的困扰。

定投作为一种投资手段，其投资收益主要依赖于投资标的的具体表现。

基金定投的投资周期与实际投资效果相关性不大。我们认为，基金投资基于对长期投资效果的信任，短期内效果难以对长期业绩造成显著影响，投资者不必过分纠结于定投扣款周期的设立。

定投于波动利率更高的产品其收益能力并未得到明显改善，反而降低了风险-收益之间的交换效率。换言之，业绩长期稳定持续的基金更为适合定投。

显然，定投作为一种投资手段，其投资收益主要依赖于投资标的的具体表现，投资无法获取超额收益。而任何投资手段均无法解决投资本身存在的问题，妄图利用某种技术手段来达到投资本身无法达到的目的，其结果必将是缘木求鱼。

此外，定投的长期“复利效应”依赖于“复利”这个假设的长期存在和投资的长期性，且还需投资者可以承受短期巨幅亏损的压力，后者决定了定投是否可持续的关键。正如巴菲特所言，“人生就像滚雪球，重要的是找到足够湿的雪和很长的坡”，定投也是如此。

2、定投扣款周期越短越好？

基于“越早投资，越早受益”的投资思想，部分投资者热衷于高频率短周期的定投方式，其定投频率甚至高达每周一次。

但对不同定投周期进行测算，结果显示，在较长时间内，扣款周期更短的定投方式导致最终的投资总回报不仅没有体现出明显优势，甚至呈现一定劣势；而随着投资周期延长，不同扣款周期下的投资总回报逐渐接近，没有显著差别。

显然，基金定投的投资周期与实际投资效果相关性不大。我们认为，基金投资基于对长期投资效果的信任，短期内效果难以对长期业绩造成显著影响，

投资者不必过分纠结于定投扣款周期的设立。考虑到投资周期缩小将导致操作频繁，从而花费更多投资者的精力和时间，相对较长的定投扣款周期(如一个季度)更具经济性。

3、定投于波动率越高的产品越有优势？

部分投资者认为，定投于高净值波动率的基金效果更好，因为有更多机会在净值下跌的阶段累积较多低成本的基金份额，待市场反弹后可获利更多。

然而，通过对2000年来管理业绩较为接近的3只封闭式基金进行实证，结果发现基金净值的波动率与定投的最终效果难以挂钩，即定投于高净值波动率的基金产品不具优势。我们认为，定投于净值波动较大的基金尽管较有机会在净值下跌的阶段累积较多低成本基金份额，但由有更多的可能在净值上涨阶段不断买入高成本基金份额，两相抵消，不仅难以获取超额收益，还将导致基金资产的大起大落，加大投资风险。

实证数据进一步显示，随着时间的推移和定投行为的持续，基金资产逐渐积累，投资标的的后期表现将显著地影响最终投资总回报，从这个角度来讲，定投于波动率更高的产品其收益能力并未得到明显改善，反而降低了风险-收益之间的交换效率。换言之，业绩长期稳定持续的基金更为适合定投。

三、关于智能定投的思考

由于定投完全放弃择时，部分机构引进了择时的量化指标，试图对普通定投进行优化，形成了所谓的“智能定投”。

智能定投是否更为优越？选择市盈率(PE)指标作为择时指标对其进行实证检验。结果显示，在不同时间阶段，智能定投在投资效率方面均优于普通定投。但从投资总回报来看，智能定投并未体现出明显优势，两者孰优孰劣主要取决于具体投资标的的具体情况和市场环境演绎。将其择时指标与定投结合起来，其效果与基于PE的智能定投效果基本一致。

但在执行智能定投过程中，我们需面临以下问题：对市场时机判断的方法是否持续有效？投资者能否在长期低估阶段维持超额买入，在长期低估阶段忍受长时间的等待而痛苦？时间是投资的朋友，因规避短期的风险降低投资额度而失去长期获益机会是否更为合理？

综上，尽管智能定投体现出更高的投资效率，但在操作上更繁琐，且投资总回报没有明显优势，在当前投资渠道相对匮乏的时候，单纯追求投资效率或许并不具备更大的意义。从这个角度来看，或许普通定投才是定投投资者的最优选择。

(作者单位：上海证券基金评价研究中心)