

# 从一日售罄到乏人问津 分级基金跌落神坛一年间

## 大幅折价和B类份额巨亏刺破分级基金赚钱神话;基金公司为扩大规模仍然盲目上报和发行分级基金

短短一年时间,分级基金便经历了从被哄抢被抛弃的急剧变化,一年前还是“一日售罄”风光无两的分级基金,如今却要为了达到2亿元的成立门槛而苦苦挣扎。

很多人将造成这种戏剧性变化的原因归结为过去一年股市和债市的双重重挫,从而给当初认购分级基金特别是高杠杆份额的投资者造成巨大损失。

基金公司依旧在拼命上报和发行分级基金,依旧做着依靠分级基金“发家致富”的美梦。

证券时报记者 朱景锋

### 高风险份额亏损惊人

为牛市而生的分级基金一旦遇到熊市,其高杠杆便成为一种灾难,带来巨大杀伤力。由于今年以来股市和债市双双重挫,使得无论是股票型分级基金还是债券型分级基金均遭遇了重创,一些分级债券基金的亏损幅度甚至超过了股票型基金。

据中国银河证券基金研究中心统计显示,截至9月16日,今年成立的三只股票型分级基金的高杠杆份额全部亏损,其中3月17日成立的银华鑫利亏损幅度最大,9月16日单位净值仅为0.648元,成立半年时间亏损达35.2%。2月11日成立的信诚中证500B类份额单位净值只有0.772元,累计亏损达22.8%。5月6日成立的建信双利策略进取份额最新单位净值为0.905元,亏损近10%。而在去年成立的几只分级基金中,申万进取(去年10月22日成立)表现最糟糕,截至上周五该基金单位净值仅为0.553元,今年以来亏损30.96%,成立以来亏损44.7%,接近腰斩。

分级债基方面,今年成立的8只分级债基的进取份额中,除了一只刚成立不久单位净值保持在1元面值之外,其余7只单位净值全部跌破面值,其中表现最惨的当属6月10日才成立的博时裕祥B,截至9月16日该基金单位净值仅剩0.689元,成立三个多月时间便亏损31.1%!今年成立最早的嘉实多利进取(6月23日成立)最新单位净值为0.7929元,亏损超过20%。而在去年成立的3

只分级债基中,表现最糟糕的为大成景丰B,该基金目前单位净值为0.677元,今年以来亏损幅度达30.35%,自去年10月15日成立以来累计亏损32.3%。以上这些分级基金高风险份额的亏损幅度超过不少股票型分级基金。

今年成立的其他分级债基的高风险份额也出现亏损,但亏损幅度比以上基金要小得多,单位净值多在0.9元以上。但这对于那些期望通过高杠杆放大债市收益的投资者来说,无疑是相当大的打击。

### 从一日售罄到无人问津

海富通基金近期公告,该公司旗下首只分级基金海富通稳进添利分级债券基金成立,首发规模只有2.2亿份,可以说勉强超过2亿份的成立门槛,这也是继中欧鼎利分级和长信利鑫分级基金之后,连续第三只分级债基首发规模不足10亿元。相比今年前期分级基金的热销和去年下半年分级基金的一日售罄,当前分级基金已经彻底陷入发行困境。

分级基金特别是分级债基自去年下半年推出以来便受到市场热烈追捧,首只分级债基富国汇利去年9月1日发行上演一日售罄盛况,30亿元的首发额度被一抢而光。接下来发行的大成景丰分级债基虽然没有一日售罄,但也仅用10天便募得32.44亿元,提前结束募集。而在去年11月25日首发的天弘添利分级债基再度上演一日售罄好戏,30亿元的发行规模对天弘基金而言无疑是巨大的蛋糕。

今年上半年大部分时间,分级基金发行延续了去年热闹的局面,虽然没有再度上演一日售罄的壮举,

但首发规模大部分都较大,超出其他类别基金。

但很快,伴随着债市的持续下跌、已发行分级基金高杠杆份额净值的快速跳水、以及新分级基金上市后连续暴跌并大幅折价,分级基金发行迅速降温,并最终遭遇冰封,今年以来轰轰烈烈的分级基金“圈地运动”遭遇重大挫折。

记者注意到,对于采取低风险份额和高风险份额独立分开销售的分级基金而言,只购买B类份额的投资者无疑是本轮分级基金发行潮中最大的受害者。风险偏好者遭受巨大损失,这是对分级基金发行构成的最大障碍。

### 基金公司“霸王硬上弓”

据证监会网站公布的信息显示,截至9月9日,已经上报待批的新基金达到105只之多,其中的主力品种便是分级基金,数量多达31只,占比近三成。抛开市场环境不说,同质化申报已经成为分级基金面临的重大问题,在一家公司已经发行或者申报跟踪某只指数的分级基金之后,仍然有其他公司跟着申报,暴露出基金公司一贯的“圈地”思维。例如3月10日信诚基金申报了沪深300指数分级基金,浙商基金和华安基金却分别于4月26日和9月9日再度申报同样的基金;信诚基金已经于今年初发行设立了首只中证500指数分级基金,工银瑞信、华商基金、金鹰基金等三家公司却又分别于3月22日、6月27日、7月19日上报同样的分级基金。银华和国联安已经发行跟踪深证100和中证100的指数基金,并已经取得了一定成功,广发和国海富兰克林基金却也要来凑热闹。

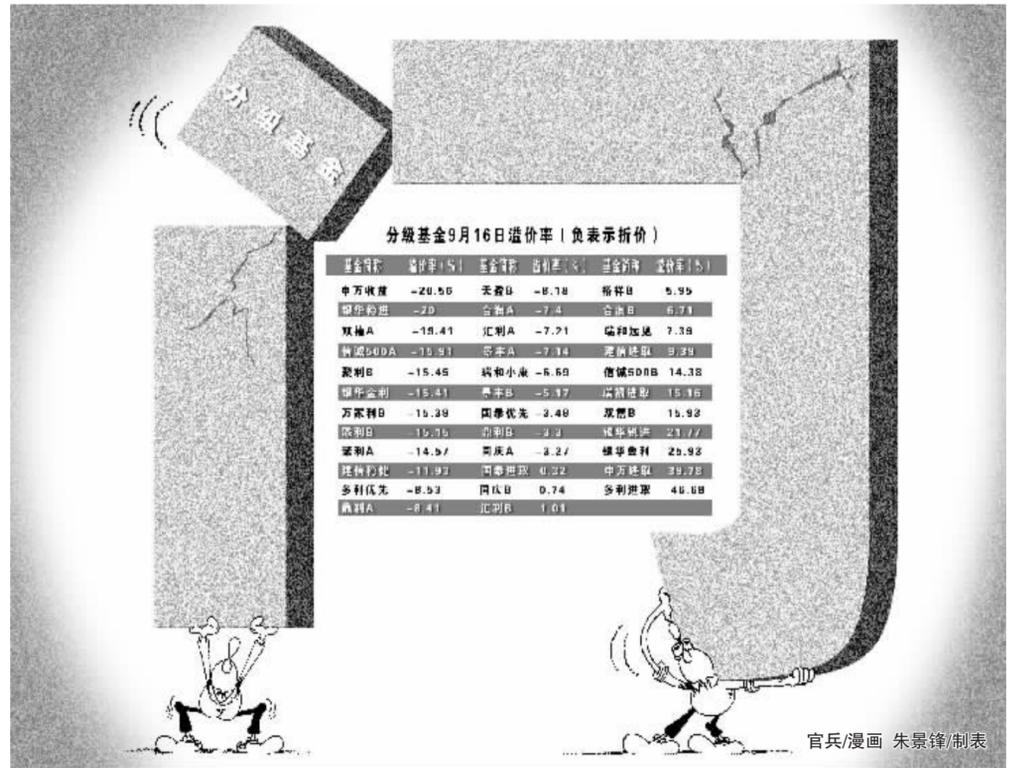
在当前的市场环境下,如此多的分级基金要发行,基金公司已经感受到了压力。深圳一家基金公司市场部人士告诉记者,他们4月上报的分级债基有望很快获批,目前已经启动发行前期的准备工作,但最让他们头疼的是如何找到风险偏好的投资者把高风险份额卖出去,在该人士看来,高杠杆基金带有一定的赌性,投资者应该“愿赌服输”。

上海证券基金评价研究中心长期跟踪研究分级基金的某分析师表示,分级债基本身是很好的产品设计,只是由于今年债市不佳,使得分级债基

的风险充分暴露了出来。分级基金的发行和发展需要一个较为明确的向

上的市场环境,这样才会发挥分级基金的优势,形成良性循环,在市场不

明朗的情况下,盲目上马分级基金可能并不是明智的选择。”他说。



# 分级基金高杠杆份额不受机构待见

分级基金销售降温的背后是基金公司无法找到愿意购买高杠杆份额的机构客户,而无法寻找客户的原因,除了雷同产品众多外,主要是因为近期分级基金业绩遭遇滑铁卢。

北京一家基金公司机构销售总监日前异常烦恼,公司的分级基金即将上报,而他日前却找不到愿意购买B类份额的机构投资者。“机构投资者一直是新基金发行非常重视的客户类型,只是分级基金的B类份额更需要机构投资者购买,否则按比例匹配的低风险A类份额发行规模将受到限制。”他告诉记者。

据上述人士介绍,在最近一次圈内人士的交流会上,同行们见面就互相打听客户的购买情况。上海一家大型基金公司机构业务负责人表示,因为一直找不到合适的机构客户,公司的分级产品已经受阻。“现在的机构客户根本不愿意购买B类份额,机构需要短期套现。但此前几只基金上市都出现大幅下跌,套现成本太大,所以都不愿意购买这类产品。”

数据统计显示,近一个多月以来,分级债券基金的上市表现异常“惨烈”。根据Wind数据,按照9月15日收盘价计算,除了嘉实多利进取外,债券型

分级基金B类份额的平均折价率为8.99%,其中泰达宏利聚利B、万家添利分级B和天弘添利分级B的折价率均在15%以上,一些新上市的债基如博时裕祥B首日就出现跌停。

好买基金分析指出,如果未来几年的债券市场都不佳,可能会出现基础份额收益率低于稳健份额约定收益率的情况,目前部分激进份额的折价率在10%以上,高折价足以抵消对稳健份额补偿的影响,从二级市场上买入高折价的品种并持有到期还是可以获得正收益。(程俊琳)

## ■ 摩根天下 | J.P. Morgan View |

# 美国经济不会陷入双底衰退

真正驱动股市表现的因素,不一定是企业实际盈利本身,而是盈利能够持续超越分析师预期的程度。基于企业边际利润仍将稳定的预期,我们继续看好盈利因素对股市构成的支撑作用。

最近一段时间以来,美国经济的宏观数据疲弱,消费市场萧条,令投资者忧心忡忡,这也拖累美国股市剧烈波动。展望未来,摩根资产管理认为,影响美股后市的关键因素在于企业盈利,假如盈利能够持续超越预期,就仍有机会在宏观经济疲弱的环境下驱动美股上涨。

面对二连三的负面消息,投资者的恐慌情绪已接近于极端水平,瑞信冒险欲指数大跌至1980年代初成立以来的最低点,而且下挫步伐与股市的跌幅同样急剧。历史上,当瑞信冒险欲指数处于恐慌水平时,通常都是入市的信号。市场极度恐慌,或可视为反而应该坚守风险资产的指标。

近期最戏剧化的新闻,也许并非美国主权债务被降级,而是二季度本地生产总值数据表现强劲,以及历史数据的向下修订。由于经济学家是基于历史数据而对未来增长作出预测,因此数据向下修订亦会令预期受压。

市场上有一种观点相信,美国经济增长一旦降至2%以下,就会停滞不前甚至陷入衰退。尽管现时增长正是处于这一水平,但我们的基本假设仍然显示,目前美国只是处于周期中段的放缓,而非非步向双底衰退。

在疲弱的美国经济背景下,投资者难免怀疑美股市场能否在经济并无增长之下录得进账。我们则认为,关键在于企业盈利。企业要在盈利方面取得增长,当然会比以往困难,但企业边际利润却可望比目前分析师所预期的坚挺。

市场共识相信,企业边际利润会被压缩回落至长期平均值。然而,当前的周期其实有别于以往,因为现时存在大量闲置产能,而在长期高失业率影响之下,劳工议价能力亦有限。由此可见,边际利润压缩的过程或会延长,暂时可对企业盈利构成支撑。

至于营收方面,则很大程度上将取决于现时的市场恐慌将维持多久。倘若最终证明这是为期仅数周的短暂下跌市,企业营收受影响亦将有限。但假如跌市持续更长时间,消费者情绪同样可能会迅速恶化,令企业营收受压。

真正驱动股市表现的因素,不一定是实际盈利本身,而是盈利能够持续超越分析师预期的程度。基于边际利润仍将稳定的预期,我们继续看好盈利因素对股市构成的支撑作用。

综上所述,虽然投资者往往容易受到恐慌情绪的影响,但在作出投资决策时仍要以基本面因素为依据。我们认为,目前美国经济只是处于周期中段的放缓,而不会陷入双底衰退,加上刺激政策继续提供支持,令我们对美股保持正面展望。我们认为美国股市现在的估值水平具备一定的吸引力,企业边际利润的抗跌能力也可能超出分析师目前的预期。

摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management) 隶属于摩根大通集团,是全球最大资产管理公司之一,拥有两个世纪的卓越投资管理经验,现于世界各地管理资产 13,000 亿美元。

# 几家欢喜几家愁 危机下美国共同基金众生相



梁锐汉

利空消息近期再次袭击股市,美国小盘股基金形势严峻,美国空头再一次享受到危机带来的“犒赏”。

### 危机中的赢家

约翰·怀斯曼自称是永远的卖空者。前几个星期的股市表现,不出意外,对他的基金十分有利。怀斯曼策略总回报基金 (Hussman Strategic Total Return) 在报告期内表现为正收益,从2.3%的回报率逆市上升至3.8%,排名从之前的91名跃升到同类第一。怀斯曼投资风格非常谨慎,几乎全仓买入货币工具和债券。

艾可焦点基金 (Akre Focus) 的基金经理查克·艾可之于美国经济也是一样谨慎,但和怀斯曼不同的是,他通过购买保守型产品来实现增值。他将15%的资金投资于货币工具,这部分资本是没什么风险的。这样一来,他的收益从1.9%只降到了-2.2% (相对于其他基

效,前几个星期股市的波动又一次印证了这一策略的有效性。该基金今年的排名从79位上升到了27位。而且基金5年期收益排在同类前2%。

还有两只可以信赖的保守型基金,分别是特维迪布罗尼全球价值基金 (Tweedy Browne Global Value) 和罗伊斯特特殊股票基金 (Royce Special Equity)。这两只基金8月份的排名都上升了50%。

### 回报变化最大的基金

现在我们从总回报角度来研究基金。国债基金的收益最好,但现在我们来关注价格表现最好的配置基金和股票基金。

PIMCO 全资产投资基金 (PIMCO All Asset All Authority) 是极少有的几只能够盈利的配置基金中的一只,其收益从7月底的6.4%小幅下降到了4.4%。基金经理罗伯·安诺特因为联邦的财政赤字严重,一直看空美国市场。这只基金给了他很大的自由度,让他可以充分对自己看好的机会进行投资。他针对美国股票买下了12%的看跌期权,并看涨一些新兴市场的投资组合以及太平洋自由债券基金 (PIMCO Unconstrained Bond) 组合。

并购套利基金 (Merger Fund) 的收益也变为负值,今年以来收益为-0.6%。这种基金涉及大量的兼并套利操作,需要买多标的物并卖空购买者。如果他们的判断是正确的——兼并能持续下去,他们就能获益。如果判断失误,他们则需要承担保证金的损失。换句话说,这种交易方式的收益可能是无限的,而亏损则是有限的。不管最后成功还是失败,这一战略都不会受到市场剧烈波动的影响,因此市场不景气时往往能表现得更好。

PIMCO 全球多样化基金 (PIMCO Global Multi Asset) 今年以来的收益仍有1%。该基金买入了看空期权来减少风险敞口,这样可以抵消市场不景气造成的巨额损失。

### 危机中的输家

我们再来看看8月以来市场表现下滑幅度最大的几只基金。

德雷福斯机会小盘基金 (Dreyfus Opportunistic Small Cap) 今年的业绩从之前的-1%下滑到了-19%。基金经理大卫·格罗把资产投资于技术股、零售股和周期股,这些股票在市场下滑阶段表现糟糕。2008年时他的业绩就很不理想了,这次的困窘可算是第二次走进同一条河流。

施奈德小盘价值基金 (Schneider Small Cap Value) 今年的损失已经达到27%,而在7月底其损失仅有11%。不出意料,这只基金在2008年的表现也是很受打击。施奈德涉足了许多不景气的行业中的那些濒临困境的公司,这些公司业绩只要出现拐点,就会带来巨额的回报。但经济的衰退可能重创这些苦苦挣扎的公司。如果投资者能够对市场逐渐恢复有信心,这一基金可能会会有一个漂亮的反弹;但它还有很长的路要走。

小盘股的状况确实不容乐观。我们看到,布理德威小盘增长基金 (Bridgeway Small-Cap Growth)、布理德威微盘基金 (Bridgeway Micro-Cap Limited) 和特纳小盘增长基金 (Turner Small Cap Growth) 都有大幅度的亏损。每只基金8月份都跌了约15%,但起跌的时间有所区别。布理德威小盘增长基金从月初就开始了跌,而另外两只基金则是在一定的高位上跌下来。

(作者单位: Morningstar晨星(中国)研究中心)