

杠杆指基溢价率全面走低 博反弹杠杆成本更低

证券时报记者 刘明

近几个月来，杠杆指基溢价率持续走低，部分杠杆指基溢价率更是创出了上市以来的新低。华泰证券基金研究中心总经理王群航表示，杠杆指基溢价率持续走低意味着这类品种的投资机会正在积聚与显现。不过，也有投资人士表示，杠杆指基溢价率走低可以理解为实现获得杠杆的成本下降，但投资杠杆指基前提还是要看好后市，而杠杆指基溢价率走低在一定程度上反映市场情绪仍然较为谨慎，对后市并不太看好。

溢价率与股指齐走低

在林生看来，正常情况下股指越低，反弹的空间越大，同时股指低点时，杠杆指基净值往往也较低，杠杆因而也较大。这时候通过杠杆指基博取的反弹收益应该会越高，杠杆指基的溢价率也应该更高。但近期股指处于 2100 点附近的低点位置，杠杆指基的溢价率反倒处于历史的低位，这为看好后市博反弹的投资者提供了很好的机会。

数据显示，剔除申万收益的特殊情况，目前市场上 21 只无期限的杠杆指基平均溢价率为 7.84%，这低于今年 6 月底的 14.46%（当时杠杆指基 13 只），而今年年初杠杆指基的溢价率为 17.07%（当时为 7 只）。

杠杆指基溢价率走低的情形，在一些交投活跃、上市时间较长的产品中也能较好反映。以银华锐进、银华鑫利为例，银华锐进于 2010 年 6 月 7 日上市交易，上市交易之初并未出现较大折溢价的情况，从 2011 年 9 月开始，银华锐进的溢价率开始持续高于 20%，在今年 7 月到 9 月期间基本处于 30%以上。在 9 月 20 日溢价率达到 40.27%的高点，此后一路向下，在 11 月 7 日达到 18.43%的低点，至 11 月 9 日（周五）有所回升至 21.62%。

今年 8 月底发生过不定期折算的银华鑫利溢价率更是在 11 月 7 日（周三）创出了上市以来新低。银华鑫利于 2011 年 4 月上市，上市以来溢价率始终为正，在去年年末与今年年初溢价率频频高于 40%。在今年 9 月初折算复牌上市后，溢价率初为 10%以上，此后一路下降，至 11 月 7 日降至 1.5%，为 2011 年上市以来新低。不过至 11 月 9 日（上周五）溢价率有所回升，回升到 2.06%。

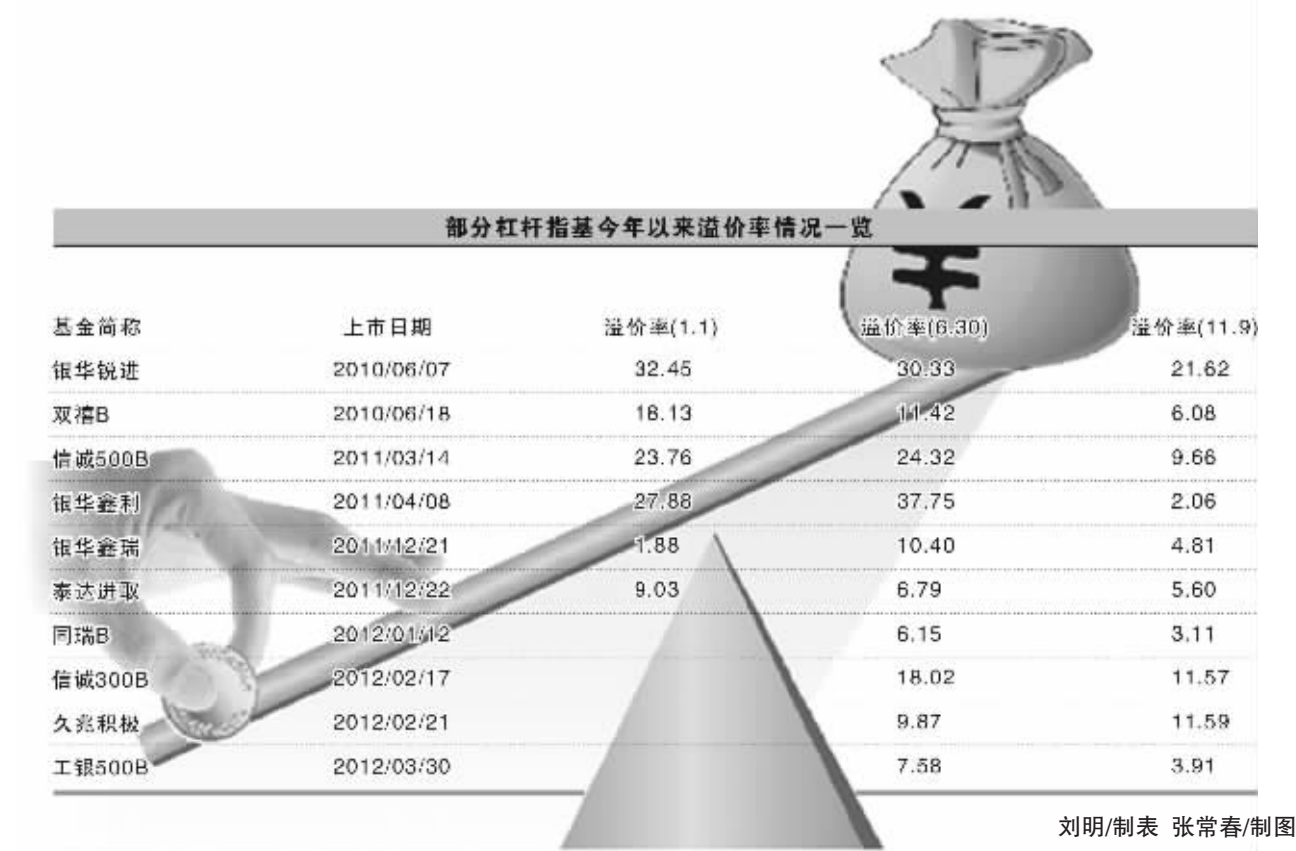
在溢价率走低的同时，上述杠杆指基的净值杠杆却在增加，意味着更低的溢价率反而获得了更高的杠杆。如 11 月 9 日银华锐进的净值杠杆 3.38 倍，高于 9 月 20 日溢价率最高的时候的净值杠杆。

博反弹更具吸引力

对于杠杆指基溢价率的走低，华泰证券基金研究中心总经理王群航认为，分级基金优先份额的价值重估是杠杆指基溢价率走低重要原因，由于场内外套利资金的存在，优先份额受资金青睐价值重估折价率降低，必然会导致杠杆份额的溢价率也随之降低。

王群航表示，无限杠指的平均溢价率在走低，很多品种的市价已经降低到了上市以来的最低，或者近一段时间以来的新低。这种情况的出现，换个角度来看，就是此类份额可投资价值及机会的积聚和临近。

长期从事分级基金投资的林生则从获



刘明/制表 张常春/制图

分级基金A份额点评

定期开放A份额：

为债券分级基金低风险份额，获取约定收益，由开放当日基础利率决定。其在分级期内流动性较差，一般 6 个月开放一次申购赎回。其竞争者是 6 个月左右的银行理财产品，但预计今年内后者对其冲击有限。

封闭型A份额：

为封闭式分级基金低风险份额，约定收益率多为固定值。其上市交易，价格收益即为实际收益，流动性较好。投资策略：其一，在二级市场买入，持有到期转化为基础份额 LOF 产品再赎回锁定收益。其二，在二级市场买入，由于基金快到期时通常会有折溢价率向无折溢价状态收敛的情况，届时可视情况卖出。

开放型指数A份额：

约定收益率与 1 年期定存利率挂钩，可上市交易，但不可申购赎回。目前指数 A 份额的主流产品为永续型实际收益分为两种情况。其一，有折算时，实际收益是“折算收益”加“本金收益”。其二，没有折算时，实际收益就是 A 份额的价格收益。

得杠杆的成本角度来看待杠杆指基溢价率情况。林生表示，溢价率高的时候，相当于杠杆指基的投资者支付给优先份额的融资成本较高，而溢价率低的时候表明融资成本更低。利用杠杆指基博取反弹的成本更低。

上海另一位基金分析师表示，如果看好后市，那么现在投资杠杆指基确实划算。投资杠杆指基的前提是认为市场会反弹，如果股指继续下跌，那么投资杠杆指基仍将面临较大损失。尤其像银华锐进、信诚 500B 存在较近距离的不定期折算导致杠杆倍数改变的风险。同时，杠杆指基溢价率走低也是市场情绪低迷的一个表现，说明投资杠杆指基的资金并不太看好后市。这也与目前市场预期维稳行情结束后可能面临大跌的市场看法较一致。

把握分级基金A份额年底潜在投资机会

中信证券研究部金融产品组

年关将至，股票市场行情仍犹疑不前，我们不妨在分级基金 A 份额里寻找潜在的投资机会。

定期开放型债券分级基金A份额

定期开放 A 份额为债券分级基金的低风险份额，获取约定收益。其在分级期内流动性较差，一般 6 个月开放一次申购赎回，特例是天弘添利 A，其每 3 个月开放一次。

定期开放 A 份额实际收益即为约定收益，确定性很高，由开放当日基础利率决定。A 份额获取的约定收益与 1 年期定存利率挂钩，最新范围为 3.9%到 4.5%。截至年底，有 8 只产品将迎来开放，对收益要求明确的投资者可考虑参与其中约定收益率较高的产品。

定期开放 A 份额的竞争者是 6 个月左右的银行理财产品，但预计今年内后者对其冲击有限。一方面，A 份额投资下限为 1000 元，相对于后者投资下限为 5 万元，具备投资门槛优势。另一方面，A 份额收益率与后者旗鼓相当。

封闭型分级基金A份额

封闭型 A 份额为封闭式分级基金的低风险份额，约定收益率多为固定值。其上市交易，价格收益即为实际收益，确定性略逊色于定期开放型产品，但流动性明显较好。

影响封闭型 A 份额价格最重要的因素是市场利率。A 份额价格与市场利率反向，且与信用债价格表现同向。其获取约定收益，有固定期限，类似于信用债券。当然，其价格也受

其他因素影响，如 A 份额价格随剩余期限的临近而接近净值；此外，A 份额价格不仅是净值的预期，也是供需双方博弈的结果。

封闭型 A 份额的投资策略可有两个思路：其一，在二级市场买入，持有到期转化为基础份额 LOF 产品再赎回锁定收益。其二，在二级市场买入，由于基金快到期时通常会有折溢价率向无折溢价状态收敛的情况，届时可视情况卖出。投资者可尽量挑选实际收益较高、剩余期限 1 年以内、风险控制能力强、折价稳定、流动性较强的产品。

开放型指数分级基金A份额

开放型指数 A 份额的约定收益率与 1 年期定存利率挂钩，可上市交易，但不可申购赎回。目前指数 A 份额的主流产品为永续型，无固定期限，无法通过持有到期的方式获取约定收益。收益的确定性相对于上述两类产品较差。

永续型指数 A 份额实际收益分为两种情况。其一，有折算时，实际收益是“折算收益”加“本金收益”。A 份额设置折算条款，比如每年初，将约定收益转化为基础份额后，投资者再赎回，获取“折算收益”；本金仍需在二级市场卖出，即为“本金收益”。其二，没有折算时，实际收益就是 A 份额的价格收益。

永续型指数 A 份额价格主要有两方面影响因素：标的指数走势和折算机制。其一，若标的指数上涨，长期折价的 A 份额可能出现折价率缩小，即价格上行。其二，折算临近时，因约定收益将实现，折价率可能下行即价格上涨，甚至出现套利机会。

这样的交易机会绝不是靠运气，现在小散户借助计算机程序专门捕捉这样的交易机会。他的投资方式本质上和国内外的量化投资基金一样，即利用数学、统计学、信息技术的量化投资方法。不同的是他专注的是债券市场上一个很狭小的套利空间。债券市场价格相对稳定，且大多数投资者主要是为了获得利息收益，而非差价。但债券市场上乌龙不断，有时基金、其他机构或其他投资者为了尽快变现会牺牲一点价格以实现快速成交，当上述情况发生时，就会出现交易价格低于正常价值的瞬间。

对于这样的交易机会，专注债券市场的投资者谁都不想放过。谁能抓住机会，最终比的还是谁的下手速度最快。小散户充分利用了工科男计算机强的优势。除此之外，散户还要不断实际测试哪家券商的通道速度会更快一些。小散户表示，虽然一开始设计麻

投资者基金组合存三大硬伤

秦红

考虑到大部分基金投资者的产品持有现状和心理感受现状，现阶段产品组合优化可能是投资者最容易做出正确决策的环节。

产品组合优化最通俗的解释是，淘汰不佳产品，选择更优产品。目前不少投资者的基金组合中存在三大硬伤：高风险、多产品和指数基金占比高。

首先，高风险主要指股票基金占比过高。目前基民中的大多数都是因为受到 3000 点以上的市场热度影响才开始购买基金，股票基金自然是当时的首选。债券基金虽然相对风险下的收益不错，但因其长期来看仅 6%~8%的收益率和年度持有依然可能亏损，所以一直难能博得基民的青睐。股票基金占比过高导致股市波动对基金投资者的影响过大。从长期看，投资人只会在其风险承受力之内获得较好收益。因此，适时调整投资组合，将风险控制在可接受的合理范围是投资者和基金服务人员都需密切关心的重要问题。

其次，产品过多也是很多投资者

的持有状态。进入基金市场时为降低风险往往会选择分散投资，连续购买数十只相似的基金，不止基金类型、名称不清，连管理公司的名字可能都没搞清楚。如此混乱的状态，想做好组合管理根本不可能。因此，将持有的基金数量减少到自己可了解的程度，相似类型的基金控制在 6 只以内，这是对投资者管理组合有帮助的决策原则。

再次，指数基金占比高。且不说投资人会受美国市场流行的“主动基金难以战胜指数”的说法影响，单从投资者购买好基金的初衷来看，指数基金在牛市初期的高仓位与牛市中后期的高仓位，都决定了指数基金在牛市阶段业绩较好，投资者在牛市阶段多挑选些指数基金无可厚非。但无论从市场中投资者的构成，还是从中国基金经理所进行的资产配置结果看，主动基金长期大概率、大幅度战胜指数是中国基金行业的现实，并且符合理论，较长一段时间内也还可延续。由此看来，减少指数基金的数量及比例是提高组合回报的正确方法。

（作者系大摩华鑫副总经理）

未来市场机会来自优质公司

汇添富基金 刘劭文

放眼海外，希腊问题一波三折，西班牙风暴大有“后来居上”之势，欧债危机依旧悬而未决。曾让人一度寄予厚望的美国经济复苏，却也仍在失业率的左右摇晃中步履蹒跚。国内经济增速放缓已成定局，二季度 GDP 增长 7.6%，上半年 GDP 增速为 7.8%。市场对经济的担忧进一步加剧了自身的调整。市场是否还能峰回路转，绝处逢生？

从宏观经济趋势来看，中国经济增长模式已经到了必须转变的关

键时刻，投资产业链的强周期行业公司会经历去杠杆、产能利用率下降的过程。这是一个痛苦的过程，但对优质公司却是获得更多市场份额，为未来成长打下基础的关键时刻。未来市场的机会将主要来自于受益经济结构转型和能超越行业变革的优质公司。我们将秉承以价值投资为理念，以长期投资为出发点，着眼公司核心竞争力，精选个股，坚定持有优质公司，同时利用市场调整的时机逢低吸纳被错杀的个股，力争在市场的震荡煎熬中为投资者获取较好的超额收益。



一个小散户的量化投资

证券时报记者 杨丽花

10 月 23 日 11 点 06 分，一位 80 后的小散户以 98.5 的价格买入 11 八钢债，10 分钟后又以 101.4 元顺利卖出，一张债券轻松获利 2.9 元。在此之前这只债券的成交价格基本都维持在 102 元以上。从当天的成交来看，11 点 06 分是全天盘中最低价，一连串的交易在债券市场堪称完美。近几个月，这样完美的交易在小散户那里经常上演，平均下来小散户每周都可以有 2%的收益。

这样的交易机会绝不是靠运气，现在小散户借助计算机程序专门捕捉这样的交易机会。他的投资方式本质上和国内外的量化投资基金一样，即利用数学、统计学、信息技术的量化投资方法。

不同的是他专注的是债券市场上一个很狭小的套利空间。债券市场价格相对稳定，且大多数投资者主要是为了获得利息收益，而非差价。但债券市场上乌龙不断，有时基金、其他机构或其他投资者为了尽快变现会牺牲一点价格以实现快速成交，当上述情况发生时，就会出现交易价格低于正常价值的瞬间。

对于这样的交易机会，专注债券市场的投资者谁都不想放过。谁能抓住机会，最终比的还是谁的下手速度最快。小散户充分利用了工科男计算机强的优势。除此之外，散户还要不断实际测试哪家券商的通道速度会更快一些。小散户表示，虽然一开始设计麻

烦一些，但每周计算机都会帮他捕捉到两三次这样的机会。只是每次这种机会持续的时间都不长，多在一分钟左右，卖单也不会大。几个月测试下来，平均每周有 2%的收益。

小散户的微型量化投资貌似完美。但小散户表示，这样做还是有风险的。如果在没有突发事件的情况下，肯定是速度越快越好。如果有突发事件如金融风暴及债券负面消息等，下单越快，死得越惨。因此，虽然电脑自动下单更快一些，但具体的债券还需自己分析，暂时不敢采用完全的自动化交易。”前段时间，铜铝企业负面消息很多，就需要对钢铁以及上游行业焦炭等行业债券格外关注。

我捕捉的交易机会通常量都不大，每次只有几万元的交易量，最多有几十万元。”小散户直言，确定性很强的机会抢不过机构和大户。比如在 11 月 6 日 9 点 42 分 08 保利债跌至 91.6 分，从交易记录来看，08 保利债价格在 101 元以上比较正常，而对于这一瞬间的交易机会小散户就只能看着从眼前跑掉。

与传统的主动管理相比，量化投资要成功运作，一是看能否开发出好的量化模型，二是能否做到主动和量化结合，在投资实践中用好模型。小散户的投资方式并不神秘，只是目前债券市场上采用量化投资模型的不多。小散户表示，采用量化投资策略进行债券交易的散户投资者并非他一个，他们普遍有计算机或数学背景，属于散户中的专业人士。在这个极小的投资空间里，竞争也非常激烈。

■ 理财观察 | Observation |

LOF套利需要耐心加运气



杨磊

LOF 产品自从 2004 年年底推出以来已近 8 年，形成了自己的特色，最大的特色之一就是跨市场套利机制，为投资者提供了一个低风险套利投资渠道。

从 LOF 套利投资来看，由于大部

分 LOF 的成交并不十分活跃，给投资套利带来一些不便的同时，也因成交不够活跃经常出现一些较高溢价或高折价的情况，给投资者带来套利机会。

LOF 套利必须耐心等待时机出现，掌握一些 LOF 套利规律。一般情况下，LOF 的折溢价水平并不高，通常比较容易出现高折价或溢价的有以下四类情况。一类是上市初期，类似于国内的新股易于被炒作，这个时期 LOF 比较容易出现高溢价，例如今年 11 月 5 日上市的信诚周期，该基金盘子很小，刚上市时只有 5.2 万份，上市第一天逼近涨停，11 月 9 日收盘溢价 20%左右，不过成交量不大，只有 4 万元，并不适合大资金套利，但几万元的资金参与套利，可能获得较高收益。

第二类是行情突变时期，既有突然上涨时，又有突然下跌时，如 2009 年

11 月行情突然转向大盘股上涨时，当时一批跟踪沪深 300 指数的基金高溢价。也有股市突然下跌中，LOF 交易价格没有及时反映出来，而出现高溢价的情况。

第三类是 LOF 形式的 QDII，由于 QDII 投资的是海外市场，海外市场与国内市场交易时间不同，涨跌趋势也相差很大，因此经常出现连续高溢价或者高折价的现象，例如 2012 年 5 月和 6 月，多只 QDII 就连续出现高溢价的现象，甚至出现连续一个多月溢价率一直超过 10%的现象，给投资者带来持续的套利投资机会。

第四类是出现分红、核心重仓股异动、回本等情况时，2007 年 LOF 高比例分红时曾经出现连续高溢价，最高曾经溢价 40%以上，带来很多套利机会，2008 年以后由于分红比例减少，投资者对分红的认识提高，分红对折溢价影