

私募信托杠杆高达1:10 风险放大效应不容小觑

在基金收益率不变的情况下，随着资金杠杆的放大，优先与劣后资金收益率比值加速放大。

如果基金总收益出现亏损，劣后遭受的损失还会随着杠杆放大而加倍扩大。因为劣后资金不但要首先承受亏损，还要保证优先固定收益。

证券时报记者 姚波

结构化设计，作为信托产品的重要设计被普遍应用。随着信托产品的日益增多，结构化设计日渐复杂，一些结构私募为了满足优先级投资需求而将杠杆不断加大，实际上劣后级的收益杠杆会呈现快速放大风险，尤其是资金池信托产品的风险不可忽视。

部分阳光私募杠杆风险放大

在弱市产品难发的困境下，部分阳光私募的信托产品的杠杆提高到1.9（即劣后与优先初始资金比，初始资金杠杆为10）、1:10，甚至更高。证券时报记者了解到，这部分私募产品主要是投资固定收益的阳光私募，在固定收益整体收益不高的情况下，为了支付给优先级投资者和渠道合计占投资金额10%的费用，产品杠杆一放再放，其风险不可小视。

从目前信托产品的认购来看，一般投资者都是购买优先级，劣后多为阳光私募等融资方自有资金参与，但也有不少追求高收益的投资者追求高风险的劣后产品。

统计发现，随着基金收益率的变化，在不同的产品结构下，劣后资金获得的收益有可能大幅度变化。以最常见的固定收益结构产品为例，如果有9000万元的本金，资金初始杠杆比值为2.5（即3600万元的劣后和5400万元的优先资金，用9000万元/3600万元得到2.5）。如果优先级约定收益5%，在基金总收益10%的情况下，优先级总能获得固定5%的收益，此时劣后级资金获得17.5%的收益，两者的收益率杠杆为3.5（17.5%/5%）。不过，在10%收益率不变的情况下，随着资金杠杆的放大，收益率杠杆呈现快速放大。当资金初始杠杆升为5（即1800万元的劣后和7200万元的优先资金），虽然同样是10%的收益，劣后获得收益放大了将近一倍，达到30%，收益率杠杆放大为6。而当资金初始杠杆升为10，劣后的收益就扩大到55%，收益率杠杆放大为11。

如果基金总收益出现亏损，劣后遭受的损失还会随着杠杆放大而加速扩大。因为劣后资金不但要首先承受亏损，还要保证优先固定收益。按照同样的计算方法，如果基金整体亏损10%，优先按照5%的约定收益，2.5倍资金杠杆将收益率杠杆放大到6.5，劣后亏损比率达到32.5%；5倍资金杠杆时，收益率杠杆放大到14倍，劣后亏损比率达到70%。可以发现，资金

杠杆从2.5扩大到5倍时，负收益率杠杆从6.5倍到14倍，要高于正收益时的3.5倍到6倍。也就是说，基金负收益时，劣后的收益率杠杆放大效应较基金正收益时更明显。值得注意的是，杠杆处在较高状态下，如果风控手段控制不力，优先级也有可能受损。

结构化资金池风险扩散

结构化设计还可以用于信托产品的资金池设计。据业内人士透露，信托资金池除了可以采用以新还旧的“庞氏骗局”模式，还可以通过结构化设计来扩大资金池的募集规模。从产品设计来看，由于信托结构化设计不局限于优先和劣后两层划分，还可以设置出优先受益权（优先信托单位）、一般受益权（一般信托单位）与劣后受益权（劣后信托单位）的三层配置模式，甚至向上有四、五、六层的递延分层。通过多级

■相关新闻 | Relative News |

结构化设计拓展至各类理财产品

除了公募分级产品外，日前，包括券商资管产品、基金专户和私募债都开始尝试分级产品。

上周，券商资管产品的结构化分级产品新鲜出炉，国泰君安君得丰一号通过结构化设计，成为国内第一只债券分级型券商集合理财产品。此外，鹏华基金近期推出的一款专户鹏城理财高息债分级3号资产管理计划，也是应用了结构化设计的专户产品。债券方面，部分

嵌套，优先反复被当作劣后使用，作为杠杆迅速扩大资金池融资规模。通过这种模式，不管分多少层，最先承担亏损的是最劣后的一层，最后可能承担亏损的就是最优先的一层。

该人士向证券时报记者表示，分层的拓展实际上是将风险扩散化。以应收账款信托为例，A借了1000万元给B，这1000万元就是A对B的“应收账款”；然后A又把这1000万元的应收账款受益权通过信托渠道质押给C，向C借了700万元，一旦B无力还款，A就收不回应收账款，于是也没钱还给C，结果B的信用风险将导致三个层级的资金全部受损，出现了风险扩散化。多层结构化信托与这个模式十分类似，随着风险链条的拉大，只要一个环节出现问题，将出现多米诺骨牌效应。目前，监管层对信托资金池产品已经开始加强监管，谨防此类风险出现。

券商开始尝试通过结构化设计，计划将10%的私募债分成优先和劣后两类，优先获得固定收益，而劣后级则在高风险情况下获得15%的高收益。

相关人士表示，结构化设计通过分层设计将普通产品划分为优先和劣后级后，可以满足不同风险需求的投资者。尤其是低风险的优先级，能够满足广大追求低风险和固定收益的客户群，因而受到包括券商、基金等众多产品设计方的青睐。

■特写 | Feature |

黑色交易平台死灰复燃 警惕现货投资陷阱

见习记者 邱玥

无门槛T+0贵金属现货投资，一天收益率达到10%。听到如此吸引人的收益率，不少缺乏警惕性的投资者难免心动。

证券时报记者日前联系了某贵金属投资公司，据其客服人员介绍，他们现在主要推荐一款蓝宝石现货投资，免费开户，无门槛投资，20%保证金交易，最低交易数量1手（约120元），交易手续费为单边千分之五。

据客服人员称，该公司的电子盘与山东某地实体蓝宝石交易市场挂钩，若投资者有兴趣，也可进行现货交割。记者在客服人员指导下安装该公司的交易软件后发现，目前里面的交易品种只有一种，行情走势相当吸引人，盘面显示，该产品蓝宝石的价格在9月底仅400多元，目前已涨至640多元，每天的成交量也很大。不过该产品换手率仅0.01%，且最早的交易行情只能追溯到9月底。

随后记者又联系了几家公司，客服人员都自称是证券公司的员工，并热情地奉劝记者转做现货投资。一位推荐农产品现货投资的客服人员在记者的追问下承认，他们的交易是非法的，并非一开始跟记者描述的由商务部和地方政府进行双重监管。

中投天琪期货分析师于航告诉记者，上述的非法电子盘在山东、湖北等地有很多，交易的品种也很繁多，既有葱、姜、蒜等农产品，也有各种

中草药和贵金属，大部分都不正规，盘内数据的可靠性也值得怀疑。国务院之前清查过一回，可能最近又死灰复燃。

此外，国内某知名论坛上也有投资者爆料，其被客服人员游说，尝试农产品现货投资，结果2天内5万元血本无归。从论坛的跟帖可以看到，类似这样受害的投资者还有很多，由于对方很多信息都是虚假的，所以绝大部分受害人的损失无法追回也无从追回。

对此，于航表示，这些非法电子盘在设计上参考了期货的交易模式，不熟悉期货的投资者可能难以意识到背后的风险。首先是监管风险，他们一旦被查处便会强行要求投资者平仓或进行现货交割，甚至会卷款逃走；其次是对赌的风险，如果不是集合竞价的模式，便会存在对方坐庄的可能性；第三是交易佣金很高，对方很有可能通过恶意的高频交易将投资者的钱作为交易佣金吸走；此外还存在流动性风险等。

于航指出，要识别这类非法现货投资和非法电子盘很简单。第一，看对方是不是交易所的合法会员；第二，看该公司有没有合法的审批手续；第三，如果是非现场开户，一定要核实相关人员和机构的资质；第四，资金是不是委托银行等第三方监管。如果对方声称替客户投资，那一定要确认对方是否有资产管理资格并签订资产委托协议，目前国内只有银行、基金、券商、保险以及期货公司有资产管理资格。

多只券商理财产品折戟杠杆基金

证券时报记者 朱景锋

杠杆基金这把双刃剑可以在牛市中让投资者获得远超大盘的丰厚回报，也可以在熊市中让投资者亏损惨重。今年以来的熊市中，就有不少号称专业理财的券商集合理财产品因没能把握住杠杆基金的双刃剑而净值跌幅远超大盘。

据Wind资讯统计显示，截至11月29日，共有6只券商资管产品今年以来净值亏损幅度在20%以上，其中东海精选2号跌幅近30%，在所有券商集合理财产品中跌幅最大，作为一只混合型产品，东海精选2号在今年大举投资了杠杆基金，这是其成为最熊券商资管产品的最重要原因。

根据东海精选2号三季度资产管理报告，三季度该产品权益类资产投资比例为82.01%，在同类产品中属于中高水平，而在该产品持仓十大重仓证券中，杠杆基金占到了三只，分别为申万进取、瑞福进取和银华锐进，三只杠杆基金占东海精选2号的净值比例分别达8.15%、8.02%和7.87%，合计达净值的24%，由于这三只基金均具有较高的杠杆系数，这使得东海精选2号的真实仓位超过了100%，三季度以来杠杆基金经历了大幅下跌过程，东海精选2号重

仓的银华锐进和申万进取跌幅均在30%以上，瑞福进取跌幅也超过20%。这给东海精选2号净值造成极大损失。

实际上，东海系其他资管产品也多在三季度投资甚至大举重仓了杠杆基金，包括东海精选5号、东风2号等，其中在东海精选5号三季末十大重仓证券中，共有双禧B、申万进取、瑞福进取、银华鑫瑞和银华锐进等5只杠杆基金，这些杠杆基金市值合计占东海精选5号净值近30%，四季度以来杠杆基金暴跌使得东海精选5号今年以来净值跌幅扩大至20%以上。

今年跌幅超过20%的券商资管产品中，有一只为重点投资各类基金的FOF产品，即财富证券管理的财富1号，截至11月29日，财富1号今年以来单位净值下跌21.65%，远超同期偏股基金6.65%的跌幅。

造成该FOF净值暴跌的罪魁祸首同样是杠杆基金，据财富1号三季度资管报告，三季度该FOF在基金投资上的比例虽然只有净值的25%，但这些基金多为杠杆基金，其中投资比例最大的五只基金分别为银华鑫利、瑞福进取、申万进取、信诚500B和银华锐进，这些基金中申万进取、信诚500B和银华锐进四季度以来跌幅惨重，其中

信诚500B跌幅高达38.27%。

对于杠杆基金的大举投资，财富1号投资经理曾在资管报告中表示，分级基金作为一个弹性较大的品种体现出较强的特性，考虑到经历了前期的市场大幅杀跌，以及市场套利资金压

制、银华鑫利触发净值折算、部分品种固定期限折算等一系列事件影响，分级基金的溢价率已经处于历史相对低位，已具有较大的吸引力，且市场正在接近一个底部区域，因此值得持续跟踪关注。

东海精选2号三季末重仓杠杆基金一览				
基金代码	基金简称	数量(万股)	市值(万元)	市值占净值比例
150023	申万进取	1,741	849.71	8.15%
150001	瑞福进取	950	836.00	8.02%
150019	银华锐进	1,353	820.97	7.87%
东海精选5号三季末重仓杠杆基金一览				
基金代码	基金简称	数量(万股)	市值(万元)	市值占净值比例
050013	双禧B	1,089	773.10	7.20%
150023	申万进取	1,389	677.77	6.30%
150001	瑞福进取	689	608.22	5.65%
150000	银华鑫利	589	560.02	5.22%
150019	银华锐进	889	539.55	5.03%
财富1号三季末重仓杠杆基金一览				
基金代码	基金简称	数量(万股)	市值(万元)	市值占净值比例
150031	银华鑫利	1,059.65	1,231.31	6.60%
150001	瑞福进取	1,390.00	1,223.20	6.65%
150023	申万进取	1,547.57	755.21	4.11%
150029	信诚500B	1,513.02	715.66	3.89%
150019	银华锐进	600.00	485.60	2.64%

朱景锋/制表 吴比较/制图

“酒鬼事件”与组合投资

嘉实投资者回报研究中心

组合投资策略是有效防御类似“酒鬼事件”的利器。通过合理搭配的组合投资，基金投资者可以大大降低投资中的非系统性风险，避免因偶发事件的影响而遭受大幅度波动和不必要的损失。

通常来说，虽然基金相对于股票而言已经执行了分散化投资策略，降低了整体风险，但是基金的投资风格策略是多种多样的，有的擅长经济周期判断，有的精于行业配置，有的则注重个股优选等等，个股或行业的风险仍然可能很高。对于专注优选个股的基金来说，重仓所看好的股票是自然的事情，基金内的股票持仓一般会相对集中，黑天鹅事件一旦发生，损失往往不小。对于偏好行业配置的基金来说，由于类似“酒鬼事件”会波及整个行业股票的表现，一旦遇到，基金所受到的影响也可能很大。即使对于常

做经济周期判断的基金来说，根据周期性重仓某些行业或公司股票的情况也并非少见。

就分散风险而言，以组合方式投资基金包含三个不同的层次：第一，组合内应包含偏股型基金、债券型基金、货币型基金等不同资产类别的基金，在选择偏股型基金时，要注意不同投资风格基金之间的搭配，以此有效提高整体组合抵御黑天鹅事件风险的能力。第二，组合内各只偏股型基金的行业配置应相对均衡。第三，组合内基金的重仓股不应过于集中。



招商理财7天四重奏 唱响岁末理财好声音

12月3日，招商理财7天债券基金（以下称招商理财7天基金）正式发行，作为招商基金旗下首款短期理财产品，招商理财7天基金在团队、产品、配置和市场环境上的四大优势齐奏强音，在岁末理财市场中唱响一曲“理财好声音”。

团队优：金字招牌实力强

作为招商基金固定收益阵营新军，招商理财7天基金将由招商基金固定收益团队掌舵，该团队作为招商基金的“金字招牌”，具有强大的投研实力，丰富的债券管理经验，管理的多只产品业绩优秀，在业内久负盛名。

据了解，招商理财7天基金的拟任基金经理孙海波有着丰富的资产管理经验，其先后在保险机构、证券公司、基金公司从事资产管理工作，有买方工作经验，现任招商安心收益债券型证券投资基金基金经理。

作为招商的老将和业内的名将，招商固定收益团队领军人张国强，是目前业内唯一一位近5年中所管理的债券基金年度排名均进入同类基金排名前30%的债券基金经理。在2008年大熊市期间，张国强管理的一只债券基金，实现了12.72%的净值增长，获得2008年全市场收益率第一名。

招商基金固定收益团队管理的多只产品业绩优异，收益良好。据银河证券数据统计，截至11月23日，招商信用封闭债基过去两年的净值增长率为34只同类基金中排名第一；招商安泰债券A过去三年、过去两年的净值增长率在21只同类基金中排名第一；招商安泰债券B过去三年、过去两年的净值增长率为10只同类基金中排名第一。

产品优：五大特点价值显

打铁还需自身硬。招商理财7天

基金以巧、快、灵的投资理财理念，在投资安全保障、投资门槛设置、投资灵活性等方面突出自身五大特点，在年底短期理财基金的发行热潮中，以高性价比优势凸显投资价值。

据悉，招商理财7天基金主要投资于各类银行存款、央行票据、短期融资券等安全性较高的固定收益类品种，不投资股票等权益类品种，保障投资者资金安全；基金每日公布前一日各类基金份额每万份基金净收益和七日年化收益率，投资风险低，运作透明。

在投资门槛上，招商理财7天基金只需1000元即可购买，与短期银行理财产品动辄5万元的标准相比，更加符合大众需求。此外，该基金无认购、申购和赎回手续费，费率优势明显。

招商理财7天基金的基金份额每周只锁定7天（一周）即可赎回。如果申购日是周一，那么以后每周一可以申请赎回该部分份额（认购则按基金成立日

起算），即每周固定日期可赎回。

招商理财7天基金设计了份额分类及自动升降级机制。基金根据投资者认申购金额（按500万元划分），分设A、B两类基金份额。两类份额单独设置基金代码，适用不同的销售服务费率，分别公布每万份基金净收益和七日年化收益率。A类份额账户余额高于500万元（含），自动升至B类份额；B类份额账户余额低于500万元，自动降至A类份额。

配置优：投资稳健收益佳

与货币型基金相比，招商理财7天基金在投资范围上更加广泛，可投资于A+级信用债，在银行间市场的回购比例上限为40%，高于货币型基金，每日组合平均剩余期限上限为127天。更宽的投资范围和更少的投资限制增加了招商理财7天基金的获益潜力，回购比例上限的提升，使得投资经理可以在投资机会来临时

候，用更高的杠杆放大投资收益。

从费率来看，招商理财7天基金总费率为0.65%/年，低于传统货币型基金0.68%的水平，同时，短期理财债基金现金流进出的可预期性较强，有利其提升协议存款利息谈判能力，更低的费率水平，更灵活的投资预期，也使得这只基金的理论收益率高于普通货币基金。

资深理财人士指出，因为是岁末才开始发行，招商理财7天基金的运作周期较短，该基金将更多的投资于久期偏短的债券。在季度末或节假日等资金面较为紧张的时段，招商理财7天基金非常适合短期套利型投资者分享事件性回报。

环境优：市场利多时机好

今年以来，短期理财基金爆炸式增长。数据显示，截至11月23日，2012年共有49只短期理财产品发行，募集资金规模达到2300亿元。

招商基金总经理助理及固定收益投资部总监张国强认为，今年以来的债券市场整体呈现牛市格局，债券市场经历三季度调整后迎来较好的配置时机，特别是中短期品种及信用品种。未来随着通胀企稳，流动性转暖，债券市场将迎来调整后的反弹机会。如果货币政策保持不变，债市将继续走牛，如趋向宽松，则对债市构成实质利好，也为招商理财7天基金的发行构筑了良好的外部环境。

招商理财7天债券基金基金经理孙海波表示，虽然央行积极使用各期限逆回购灵活管理流动性，但银行间市场资金依然处在脆弱的紧平衡状态。若不降准，央行将继续大规模逆回购。而未来财政存款净回笼、商业银行补缴存款准备金等因素，仍可能造成资金面再度紧张。另外，考虑到跨年资金需求旺盛，理财市场年末行情或将启动，这也将为短期理财基金提供较好的投资时机。