

从华商中证500A意外暴涨看分级基金定价

孙宏钧

9月11日上午11点多,近期鲜有成交的华商中证500指数分级基金的稳定端华商中证500A的交易价格突然出现异动,下午开盘一度涨停价格有成交,收盘涨幅也达到9.15%;9月12日,华商中证500A依然维持强势,最高成交价1.2元,收盘价1.195元,收盘涨幅1.19%。

华商中证500A是类似于零票息债的产品,于2012年9月发行,按照预定的收益率计算净值,3年后到期即可按照净值赎回,类似于一次性还本付息。根据华商中证500分级基金的基金合同约定,其预定年收益率为“三年期人民币存款基准利率+2%”,其中的三年期人民币存款基准利率为该基金首募前刊登招募说明书的前15日中国人民银行公布并执行的三年期金融机构人民币存款基准利率,按此计算,华商中证500A的预定收益率为6.25%,2年后该基金到期时华

投资者,尤其是激进端投资者,在选择投资标的时,不仅要关注杠杆、折溢价率等因素,也不能忽视流动性因素,否则买进卖出时都需要付出较高的摩擦成本,大大降低投资收益。

华商中证500A的净值应为1.1875元,而近两日成交的价格大都已经高出该净值,这意味着以此价格买入华商中证500A持有到期,收益是负的!

在比到期日净值还高的价格上依然会有买单不断涌出,并不是华商中证500A的投资者不理性,而是受到B端大幅折价的影响所致。

该基金成立1年以来,中小板指

数整体表现较好,华商中证500分级B的净值增长率达到17%,投资者有获利了结的意愿。但是,今年以来,华商中证500B日成交金额超过100万的交易日还不足10个,整个8月累计成交额不到60万元,相对于其3000多万的规模而言,流动性严重不足。在有足够收益保障的情况下,华商中证500B的投资者也只能愿意牺牲部分收益以实现退出,因此9月11日华商中证500B突然

在1.07元——较净值折价8.5%、较前一日收盘价跌5.06%——的价格上出现大量买单,当天成交额近800万元,换手率远超20%。

由于分级基金套利机制的存在,如果华商500A价格不涨或者涨幅不够大,投资者可以同时买入华商500A和华商500B,再合并成母基金进行赎回而实现套利,这导致了华商500A的买单不断出现,即使超过其到期日净值的价格。虽然我们认为这一现象无法长期维持,但这依然警示我们需要关注流动性问题对于分级基金定价的影响。

理论上讲,有固定到期期限的分级基金稳定端更类似于债券品种,具有一定可预期的固定或浮动的收益率。当该收益率过高时,投资者可以卖出低收益的债券等品种买入分级基金稳定端;当该收益率过低时,投资者可以卖出分级基金稳定端,投资收益更高的债券等替代品种。以此推断,有固定到期期限的分级基金品种的定价更应

该以稳定端为主,在套利机制下,激进端以此为基础确定价格。

但是,在激进端风险较大而流动性不足的情况下,激进端供需远大于稳定端供需时,激进端更容易决定两者定价,在分级基金定价过程中不能忽略这一因素。投资者,尤其是激进端投资者,在选择投资标的时,不仅要关注杠杆、折溢价率等因素,也不能忽视流动性因素,否则买进卖出时都需要付出较高的摩擦成本,大大降低投资收益;稳定端投资者则需要时时关注由此带来的稳定端的超额收益和波段操作机会。

目前来看,与华商中证500指数分级类似的,还有易方达中小板指数分级基金,其激进端折价水平近期也显著上升,稳定端价格则随之稳步上扬,在有意获利了结的激进端投资者完成退出前,稳定端后续表现依然值得期待。

(作者系人保资产组合管理部投资经理)

三只分级基金场内规模逆势扩张

证券时报记者 刘明

今年以来,各类基金规模持续缩水,主打场内的分级基金也不例外。然而,随着三季度市场有所回暖,3只分级基金场内规模逆势大爆发,其中鹏华资源分级子份额从不到1亿份暴增至10亿份以上。

3只基金场内暴增逾40亿份

今年上半年,基金整体赎回显著,进入三季度,大盘股指有所回暖,不过赎回态势并没有根本改观。分级基金也不能幸免,不少分级基金场内份额缩水至数千份甚至数百万份,场内日常成交额甚至低至数万元,交易功能几近丧失。

然而,鹏华资源分级、银华资源分级、国泰国证房地产分级的场内规模却在三季度逆势出现大涨。鹏华资源分级的子份额资源A、资源B的份额从不到1亿份暴增至10亿份以上。

据Wind显示,资源A、资源B的份额分别从6月底的0.88亿份增至上周五的10.28亿份,份额增长9.4亿份,增幅逾10倍;银华资源分级的子份额银华鑫瑞、银华金瑞分别由6月底的8.9亿份增至17.04亿份,增长8.14亿份;国泰房地产分级的子份额房地产A、房地产B也分别由2.33亿份增至6.38亿份,增长4.05亿份。不到3个月时间,这3只分级基金的6只子基金场内份额合计增长43.18亿份。

信诚中证500分级、申万菱信深成分级、银华深证100分级三季度份额均有所缩水。从绝对份额看,诺德深证300分级、金鹰中证500、工银瑞信中证500

三只分级基金份额变化一览					
母基金	子份额	6月30日份额	9月13日份额	份额变化	增幅
鹏华资源分级	资源A	0.88亿份	10.28亿份	9.4亿份	1068%
	资源B	0.88亿份	10.28亿份	9.4亿份	1068%
银华资源分级	银华鑫瑞	8.9亿份	17.04亿份	8.14亿份	91%
	银华金瑞	8.9亿份	17.04亿份	8.14亿份	91%
国泰房地产分级	房地产A	2.33亿份	6.38亿份	4.05亿份	174%
	房地产B	2.33亿份	6.38亿份	4.05亿份	174%

刘明/制图 张常春/制图

分级等场内份额都只有百万份甚至数十万份的规模,场内成交额少得可怜。

临近下折死里逃生

最近几个月,鹏华资源分级、银华资源分级、国泰房地产分级等场内交易经常出现较高溢价,而鹏华资源分级和银华主题分级的A、B两类份额投资者在价格临近向下折节点时激烈博弈,以致其在7月份里持续出现高溢价,即使扣除交易费用,也有多个交易日的套利空间超过1%,甚至高达4%以上。

在7月底,银华金瑞、资源B一度差点发生向下折。银华基金、鹏华基金当时多次提醒投资者旗下基金可能发生下折的风险。7月29日,银华鑫瑞、资源B的单位净值均跌至历史最低,分别跌至0.299元、0.313元。距两只分级基金

0.25元的向下折节点仅一步之遥。

一旦触发向下折算,由于银华鑫瑞、资源B的高杠杆将消失,投资者可以将折价的银华金瑞、资源A份额转换为母基金,再直接按净值赎回。这将导致两只分级基金规模可能大幅缩水。所幸,两只分级基金跟踪的资源指数在7月底见底后开始反弹,避免了下折的出现。

由于场内整体溢价,投资者自然会申购母基金份额转入场内拆分套利。而对于想获得某类份额的投资者,由于溢价以及可能对场内交易的冲击,也会申购份额转入分拆,卖出A保留B或是卖出B保留A。分析人士称,上述3只分级基金场内份额出现大幅增长,很大一部分原因是由于其场内整体溢价吸引了大量场外资金的追捧,再加上其跟踪的指数近期出现反弹,也有投资者因强烈看好其后市涨势而进场。

理财观察 | Observation |

特色指数分级野百合也有春天

证券时报记者 刘明

并非所有分级基金都如此幸运

目前上市的37只分级指数基金,规模过亿份,稍有成交额的仅10余只。多数分级基金处于沉闷状态,有的分级基金上市两三年后规模仍只有数百万份。分析人士称,行业细分、主题鲜明、有特色、高杠杆是上述3只分级基金活跃的主要原因。如果说资源分级的高杠杆且没有发生折算是市场给予的天时,那么有特色且便于实施套利的中费率便是基金公司自行创造的地利,资金自发参与创造出溢价空间则带来人和。

国泰房地产分级首发时实施较低的中费率,就为资金进出套利提供了便利条件,有利于规模做大。鹏华基金也将鹏华资源分级的中费率大幅下调。对于专业投资者,分级基金只是一类投资工具,以沪深300、中证500、深证100等宽基指数为跟踪标的的分级基金较多,产品重合度较高,差异不大,基金公司再发同类产品,产品设计上已再难有所突破,投资者只会选择参与最活跃的那只。

基金公司也在努力创新。转债分级、医药分级、有色分级、创业板分级便在近期相继发行上市。虽然在目前市况下,首发规模并不理想,但随着市场风格的变换,合适时点终将出现,这些品种规模大幅增长的可能性很大。

季末机构护盘心切 交易所债券有机会

证券时报记者 方丽

对于普通个人投资者而言,交易所债券并不是主流的投资品种,然而,在股市萎靡的大背景下,交易所债券开始逐渐受到关注。证券时报记者了解到,由于交易所债券流动性差,每到季末年末之际,一些机构有“做净值护盘”的冲动,这为普通投资者带来了一些交易性机会。

机构护盘带来交易性机会

每逢季末、年末,不少机构都存在保净值、护盘的冲动,力度其实非常大,即使不是所有债都涨,但至少债券短期下跌的风险会比较小。”深圳一家基金公司债券投资经理表示,这给普通投资者参与交易所债券带来交易性机会。

上述人士的投资技巧是,普通投资者想要卖出债券时,不要以市价成交,而是挂单。重仓某一债券的机构从自身利益考虑需要债券保持在比较高的价格水平,所以一般会以较高价格来吸纳债券,尤其在季末年末,为了维持较高的账面资产,机构的护盘冲动很大,如果普通投资者提前介入,便可以获得不错的收益。”

这一说法得到其他机构人士的确认。交易所债券的成交并不活跃,盘中涨跌幅度与资金参与程度并不成正比,其中便存在交易性机会。深圳一券商人士也建议,个人投资者可以考虑在年末建仓,并在次年的上半年尾端卖出,赚钱的机率更大。

实际上,交易所债券的投资模式可分为“长期持有”与“波段操作”两种。若投资者在分析潜在的风险因素后对现有的某只债券收益率满

意,完全可以买入并持有到期,不过持有到期需要缴纳20%所得税。而进行“波段操作”更适合弹性高的债券品种,主要是低评级品种,可根据宏观经济周期的变动,适时选择流动性好的债券,在债券牛市来临时投资,在熊市来临前卖出。

值得注意的是,近期被降级债券表现较好,就因为这类品种弹性很大,属于高收益债券在经历资金面宽松之后的一波超跌反弹,不过基金人士认为目前其收益率水平已经基本到位,未来收益率继续下行的幅度有限,建议普通投资者不宜再继续参与。

四季度市场机会重在配置

公募基金普遍认为,各类券种收益率处于历史高位,具备较好的投资价值,而历年四季度都是债券基金较好的建仓时点,目前信用债配置机会大于交易机会。

深圳一家基金公司固定收益部总监表示,债券市场可能短期还有波动,但是目前到未来1年是较好的债券布局时点。

其乐观的理由是,从基本面看,宏观经济复苏之路不会“一边倒”,通胀压力不大,流动性方面的不利因素也不多,从6月份开始央行释放流动性也越来越宽松,整体上风险并不会太大,而且目前各类券种利率处于较高水平,2A级债券收益率达到5.67%,比较可观,现在的确是不错的配置时

间点。债券市场经历了三季度的充分调整,目前各品种收益率水平均较6月初有了50bp到100bp的提升,其中利率债收益率处于过去三年的高位,信用债收益率水平也接近于贷款利率,配置价值较为突出。”深圳一位固定收益投资总监说。

据一位债券基金经理表示,当前债券收益率的水平已经得到了市场认可,对于利率产品而言,其机会要等到银行配置盘的恢复;对于信用产品而言,由于三季度供给被延迟后,在收益率下行、需求转暖之后,四季度供给或将明显提升,也会制约收益率的下行,因此配置机会大于交易机会。

此外,债券容易形成一致趋势,一旦债市下跌,基金、保险等机构出于止损或赎回压力等,有时会形成助跌之势,但若一致看好市场,往往又会助推其上涨。

偏股基金投资要弄清三个W

证券时报记者 朱景锋

近年来投资者在偏股基金上的投资屡屡受挫。在记者看来,偏股基金业绩波动大,要提高盈利概率和水平,需要重点弄清三个W。

第一个W:When

即何时买入和卖出。这恐怕是投资基金最重要的一个W。

可能会有投资者说,“我不懂择时,基金经理会帮我”。但事实是,基金排名竞争激烈,仓位博弈是很重要的内容,基金经理不会使自己的仓位和同行偏离太远,此外,多数基金有最低持仓限制,即使不看好股市,基金经理也不可能把所有股票都卖掉。

记者认为,普通投资者如果能根据股市的波动规律,采取类似倒金字塔结构的投资方法,是可以提高成功概率的。股市跌多必涨,涨久必跌,在某一段时期内,会出现显著的高估和低估。投资者完全可以利用这一规律做择时。

不少做高频交易套利的专业机构正是采取低买高卖操作策略,依靠大概率规律取得惊人而稳定的回报。普通投资者也完全可以做到,问题的关键是,不要随波逐流,不能贪婪和恐惧,要遵守严格的投资纪律。在股市明显低于估值中枢时,逐步加大买入力度,在估值明显高于估值中枢时,逐步卖出甚至清仓等待新的买入机会。

第二个W:Which

即选择什么品种进行投资。

各基金公司之间、各基金经理之间的投资实力和投资能力分化巨大,尤其是在今年的市场上,不同风格的偏股基金表现完全是天壤之别,成长风格基金的收益率可能高达30%,而价值风格基金则大部分微利,甚至可能亏损。投资者选择基金时也要避免迷茫。

各类基金评价机构会为投资者提供详细的投资建议,但这绝不是指路明灯。首先,基金评级均基于历史业绩,而股市的未来表现是不确定的,基金业绩持续性存在疑问;其次,评级期间内基金经理变动也可能使评价结果本身失去意义,更难言参考价值。

怎么办?构建一个基金组合或许是获取平均收益的主要方法,而那些中长期投资能力较强的基金经理管理的基金则应该是重点投资标的,至少,他们在过去证明了自己的能力。投资者要买的是能力,而不是运气。

第三个W:Where

即通过哪个渠道购买基金。相比前两个W,购买渠道的问题相对没那么重要,但精明的投资者会尽可能降低投资成本,而渠道之间又存在较大的费率差异,投资者应该尽可能通过最便宜的渠道入市。

目前,基金销售渠道已经出现极大变化,既包括传统的商业银行、券商、基金直销和网上交易,也包括第三方支付平台交易等等。针对五花八门的销售渠道,投资者应该仔细比较一下不同渠道的申购费用,尤其是在销售费率限制放开之后,投资者要充分分享渠道费率竞争的红利,找申购费率最低的渠道入市。比如,同样一只基金,在商业银行申购费可能会八折,但在基金公司网上交易平台,申购费可以低至四折。

台湾地区人民币基金发展快速

人民币在台湾地区受到投资人热捧,各家银行也纷纷推出各种优惠措施吸引人民币存款。台湾地区的人民币资金池急速扩大。除了人民币存款以外,目前正在积极研发的基金投资产品包括:1、外人民币债券基金(RQFII基金);2、人民币计价的指数型产品如A股ETF产品。(方正富邦)

