## 分级基金不定期折算 基本逻辑与套利策略

马刚

由于不能按照净值单独赎回，分级基金的两类子基金总是折价或溢价交易，但两者的折溢价率如何确定，一直不容易理解。目前市场基本上达成这样的共识：由于A本质上的债券属性，它的隐含收益率受同风险等级的长期信用债到期收益率制约，隐含收益率决定了它的折溢价率；由于配对转换条款所导致的套利机制，A端折溢价又决定了B端的折溢价。

在折溢价方面，AB份额一般是跷跷板关系，即一个折价，另一个必然溢价，否则，套利机会产生。因此，一只分级基金，可以分为A折价、B溢价以及A溢价、B折价两种情况。这两种类型的基金在分别可能遭遇下折和上折的情况下，就有4种组合需要讨论。但实际上，需要面对的问题有8个：A折价时下折，A折价时上折，A溢价时下折，A溢价时上折；B折价时下折，B折价时上折，B溢价时下折，B溢价时上折。

### 一、A份额下折时

下折条款是为了保护A端的约定收益率，使其不致于因B的净值 跌到0”而违约。目前各基金比较通行的条款是将B端净值调整为1，然后份额缩减，由于基金合同约定了份额配比，A的份额也要同比例缩减，即将其转为母基金。

折价时，净值高于交易价格的部分，可以兑现，因此对于折价的A份额来说，下折属于利好，可以兑现净值的绝大部分，而提前买入则有套利空间。需要注意的是，下折完成复牌后，A的折价率会回归常态，不会按照1元净值交易，会有一个较大幅度的下跌，类似于新基上市或定期折算的表现。

而对于溢价的A份额来说，下折时市价高于净值的部分则成为损失，因此，对这类基金下折是利空。

在下折时，无论是折价还是溢价，由于巨大的短期获利或止损的需要，其隐含收益率都会短期大幅偏离平均水平，从而对B端的折溢价产生影响。

### 二、A份额上折时

目前绝大部分的上折条款只折算B份额，不折算母基金和A份额，而B份额的折算，是把高于1元的净值转换成母基金，折算完成后，B份额份额数不会减小，因而A份额也不会减小，因此，无论是折价还是溢价，上折对A份额几乎没有影响。B份额因折算产生的折溢价率变化，能传导到A的力量也很弱。

### 三、B份额下折时

B份额下折，即把净值调整为1，同时份额缩减。一般下折阈值为0.25元，因而份额需要缩减四分之三，同时A份额按照配比缩减。在下折即将来临时，B的价格变化，一方面与投资者对市场的预期有关，但主要是受A的折溢价率变化影响，是被动的。

具体来说，当A折价时，B溢价，下折时，由于利好于A，A会上涨，这时折价率会降低，一直到下折时刻，折价率接近消失（但不会完全消失）。受其影响，B的溢价率会相应降低。因此，此时B份额将会遭受双重打击，净值下跌与溢价率降低。这个过程主要发生在大盘开始破位，临近随时下折时。

但当A份额上升空间不大时，B份额的溢价率开始稳定。这时B份额若下折不成，则会成为抢反弹利器；若下折，则在折算完成复牌后，溢价率会随A的折价率上升而上升，会有一定幅度的上涨。

与此相反，当A溢价，B折价，下折时，溢价会逐步减小，直至接近消失，B折价率会逐步减小，体现在交易价格方面，就是对净值缩减的抵抗效应。若在某个时点上，交易价格出现了小于下折阈值的时刻，则买入持有，会有套利机会。目前折价B下折，市场尚无相关案例。

### 四、B份额上折时

与A份额在下折时的效应类似，上折使得高出1元的净值部分转为母基金，因而折价B上折时有套利机会，而溢价的则有损失。

（作者单位：齐鲁证券研究所）

# 业绩中考临近收官 中邮有望夺冠

## 中邮战略新兴产业基金收益30.56%，暂领先股票型基金第二位的兴全轻资产9个百分点

证券时报记者 方丽

今年6月底基金业绩中考结果即将出炉，不过冠军之位悬念不大，中邮战略新兴产业基金暂以30.56%的业绩领先，比同为股票型基金暂列第二的兴全轻资产多出9个百分点。

数据显示，截至6月23日，今年以来沪深300跌幅达8.41%，但深证成指的跌幅远超上证综指，前者下跌11.44%，后者仅下跌4.33%，中小板也下跌了6.20%，表现最好的指数仍是创业板指数，出现4.36%涨幅。

在这样的市场环境下，权益类基金表现要好于沪深300指数表现。银河证券基金研究中心数据显示，截至6月23日，678只股票型基金今年以来平均净值增长率为-4.8407%，混合型基金表现更好，仅出现0.92%的下跌。

最受市场关注的是股票型基金的冠亚军之争。银河证券数据显示，目前股票型基金中，中邮战略新兴产业股票基金以30.56%的业绩位列全部基金第一名。值得一提的是，这只基金在2013年也以80.38%的高收益勇夺股票型基金业绩冠军。若该基金持续保持这一收益能力，有望获得2014年度业绩冠军。

兴全轻资产以21.55%的收益位列第二，而该基金在今年初曾一度是表现最好的基金。华商价值精选、财通可持续发展主题、工银信息产业股票则以14.86%、14.81%、14.61%的收益列第三、第四、第五位。

从股票型基金前五名来看，第一名和第二名业绩差异达到9个百分点，而第二名和第三名业绩差异也达到6个百分点左右，距离6月30日还有4个交易日，冠亚军究竟花落谁家还很难说。

从混合型基金看，4只基金业绩超过10%，其中兴全有机增长混合基金以19.74%的收益位列第一，业绩表现也要明显超过后续几名。其余超过10%的混合基金均为宝盈基金旗下产品，其中，宝盈鸿利收益混合基金今年以来获得11.78%的收益，而去年混合型基金冠军宝盈核心优势混合A类和C类分别获得11.27%和10.55%的收益。

此外，保本基金今年上半年也表现神勇，长城久利保本混合基金以25.41%位列保本基金第一，而这一收益率要高于股票型基金第二名，居全部基金的亚军位置。而大成景恒保本混合基金也以11.54%位列保本型基金第二名的宝座。

业内人士表示，今年市场波动幅度较大，虽然创业板表现明显好于主板，但市场风格不及去年明显，加上新股开闸等影响，基金业绩波动幅度也较大。目前占据前位的股基多依靠重仓成长股取得领先，相关板块走势很大程度上决定了基金排名的最终座次。从今年整体情况看，后续排名争夺扑朔迷离。

股票型基金今年以来前十名（截至6月23日）

| 简称 | 基金净值(元) | 今年收益率 |
|---|---|---|
| 中邮战略新兴产业 | 2.461 | 30.56% |
| 兴全轻资产投资股票 | 1.698 | 21.55% |
| 华商价值精选股票 | 1.287 | 14.86% |
| 财通可持续股票 | 1.263 | 14.81% |
| 工银信息产业股票 | 1.153 | 14.61% |
| 浦银安盛红利精选 | 1.038 | 13.44% |
| 长盛量化红利策略 | 1.032 | 13.41% |
| 长盛电子信息产业 | 1.323 | 12.79% |
| 长信内需成长股票 | 0.989 | 11.61% |
| 汇添富逆向投资股票 | 1.32 | 11.58% |

混合型基金今年以来前十名（截至6月23日）

| 简称 | 基金净值(元) | 今年收益率 |
|---|---|---|
| 长城久利保本混合 | 1.234 | 25.41% |
| 兴全有机增长混合 | 1.557 | 19.74% |
| 宝盈鸿利收益混合 | 0.609 | 11.78% |
| 大成景恒保本混合 | 1.102 | 11.54% |
| 宝盈核心优势混合 | 1.054 | 11.27% |
| 浦银安盛精致生活 | 1.095 | 9.83% |
| 中海蓝筹混合 | 1.007 | 9.41% |
| 国投瑞银策略精选 | 0.998 | 9.35% |
| 中邮中小盘灵活配置 | 1.066 | 9.33% |
| 浦银安盛消费升级 | 1.091 | 9.32% |

方丽/制表 吴比较/制图

## 医疗器械行业 未来空间很大

郭世凯

健康服务板块中的医疗器械行业，是我们比较看好的一个子方向，这一细分领域也会是未来很长一段时间的投资主线。看好该行业的一个基本逻辑在于：随着居民收入水平的上升，他们对健康服务的需求也在不断提高，大量社会资本因此不断进入该领域。随着民营医院、保健中心、康复中心的增加，对医疗器械的需求会大量出现。具体原因有以下几点：

一、行业处于产业周期早期。老龄化社会背景是健康产业成长的基础，由此带来的基础需求是支撑行业市场扩容的基本动力。按照产业的生命周期，医疗器械的发展要晚于药品，上世纪90年代后期才开始发展，整个行业还处于小、散、杂的状态。当药品行业已出现诸多大牌知名企业时，器械行业的大发展才刚开始。发达国家器械产值是药品市场规模的43%，我国仅占10%，因此长期来看器械行业发展空间很大。

二、政府对行业持鼓励态度。目前药品行业饱受降价、招标等政策干扰，而器械的早生命周期属性使得政策目前依然处于甜蜜期。

三、进口替代市场广阔。中国的器械市场起步晚，我们企业的技术实力与国际一流厂商还存在很大差距。随着技术的投入和进步，中高端设备、高值耗材、诊断试剂等方面与一线大厂的距离正在不断缩减，国内市场的进口替代也在不断进行。

四、增量需求，包括基层医疗机构对器械的需求、县级医院对医疗器械设备更新换代的需求，以及社会资本进入医疗领域带来的需求等。这必将带来设备扩张和更新换代的需求。

（作者系农银行业成长、农银行业轮动股票基金经理）

# 6月基金抢食定增蛋糕 专户成急先锋

证券时报记者 朱景锋

6月以来，A股市场延续震荡整理格局，投资机会平淡。但股票融资市场持续火爆，新股发行重新开闸吸引了众多资金关注，而非公开发行市场也延续了一贯的活跃，基金公司作为重要的机构参与者纷纷抢食，特别是基金专户产品表现格外生猛，成为6月份基金参与定增的主要产品类别，部分项目短期浮盈可观。

根据各家上市公司公布的定增结果显示，6月份以来基金共参与了海印股份、大唐电信、山东威达、顺鑫农业、顺络电子、盛屯矿业等多家上市公司增发。其中海印股份增发吸引了平安大华、民生加银和融通基金等三家定增市场上的 常客”均参与认购，汇添富基金和东海基金则参与认购了大唐电信增发。不过这两家上市公司均未公布参与定增的具体产品名称。

6月份山东威达定增吸引了平安大华、宝盈基金、财通基金以及东海基金子公司东海瑞京资产管理（上海）有限公司旗下产品认购，其中平安大华参与定增的专户为来自平安信托的通道产品，宝盈基金则系旗下宝盈定增3号专户产品认购近1260万股，以定增专户著称的财通基金动用7只专户产品参与山东威达定增，合计获配2362万股，其中有900万股为对接平安信托资金的通道产品认购，其余股份由该公司旗下专户产品认购。东海瑞京则动用两只专项资管计划认购，合计获配2598万股。山东威达发行价为每股6.35元，近期该股股价一路上扬，昨日收盘于每股9.87元，参与该股定增的各类专户浮盈比例达55.43%。

近期顺鑫农业定增也吸引了鑫元基金、国联安基金和新华基金等3家基金公司参与，其中国联安基金参与认购产品为一款对接五矿信托资金的通道专户，鑫元基金则由旗下红梅花1号资管计划认购1396万股，新华基金则动用旗下顺鑫定增2号和顺鑫定增天首3号两只专户产品认购，合计获配2055.68万股。

顺络电子定增是又一个机构浮盈可观的定增项目。公告显示，在参与该股定增的五家机构中，四家来自基金公司，分别为国投瑞银、融通基金、财通基金和东海基金，其中财通基金和融通基金由分别对接平安信托和华融信托的通道专户参与认购，国投瑞银基金则由旗下名为麦哲伦定增1号的一对多专户认购，东海基金则动用旗下鑫龙55号和鑫龙56号资管计划认购，这两只产品合计获配2348万股，占到了此次顺络电子定增股份的55%。这些基金的热情捧场也在短期内获得了可观的账面回报，顺络电子定增价格为15.5元，昨日收盘于20.34元，账面浮盈比例达31%。

上周盛屯矿业定增吸引了宝盈基金和英大基金认购，不过两家公司参与定增的专户均为对接平安信托资金的通道产品。

## 景顺长城 推出三大行业ETF

景顺长城推出了中证TMT150指数ETF、中证800食品饮料指数ETF、中证医药卫生指数ETF三只行业ETF。投资者不仅能够跟踪医药、食品、TMT三大新兴成长热点，还可以实现行业轮动收益等多重目标。

景顺长城精选出医药、食品、TMT三个代表经济转型方向的产业相关指数发行ETF，分别是中证TMT150指数ETF、中证800食品饮料指数ETF、中证医药卫生指数ETF。这三只行业指数占行业的股票市值比例高，充分代表行业走势，同时它们的日均交易额及日均交易量都比较大，有利于三只ETF产品的较高流动性。（杜志鑫 刘梦）

■基金观察 Fund Review

# 不要对基金参与上市公司治理期望过高

证券时报记者 付建利

最近几日，又有不少公告显示，一些公募基金运用手中的股权，参与上市公司治理，甚至出面反对上市公司的某些议案。此前，诸如上海家化、双汇发展、重庆啤酒、格力电器等上市公司也有公募基金参与治理的情况。与此同时，一些私募基金也开始频频深度参与。无论是公募，抑或私募，频频参与上市公司治理，运用手中的股权维护自身权益，都是极大的进步。但过度乐观地认为基金的参与可以极大改善上市公司的治理，为中小股民谋求更大的话语权，显然也是不现实的。

与以往基金听命于上市公司，沦为弱势的一方不同，如今针对上市公司治理中的一些问题，尤其是涉及到自身利益的矛盾和分歧，基金勇敢地站出来投反对票，敦促上市公司朝着基金利益的方向转变，不仅有利于基金的利益，也有利于客户的利益。同时，基金利用自己的专业水平以及作为第三方的观察者角色，在某些地方敢于与上市公司叫板，维护自身权益，彰显了机构投资者的专业形象，扩大了话语权。这些都是现代机构投资者应当履行的职责，有利于充分发挥机构投资者的作用，同时也代表了未来的一种趋势：越来越多的机构投资者将运用手中股权所代表的权益，更加频繁地参与上市公司的治理，让上市公司的运行更健康透明，同时也提升机构投资者的社会影响力。

这些都是基金参与上市公司治理的积极因素，但不可忽视的是，上市公司众多，行业分布广泛，基金参与上市公司治理，也会面临很多考验。

首先，面临专业性不足、人手和时间不够的问题。基金本身的投研任务相当繁重，不可能有太多时间持续地派专人密切跟踪一家上市公司的治理问题。

其次，基金参与上市公司的治理，从目前的情况来看，大部分是因为上市公司大股东的某些决议或人事安排与基金的利益不相符。跳出这种自身利益的立场，提出有建设性的、有利于上市公司长治久安的意见和建议，目前来看仍不大现实。

第三，以基金为代表的机构投资者中，短期投资甚至是投机者众，尤其是一些私募基金，参与上市公司治理，比如要求上市公司推出高送转方案，完全是为了迎合市场热点炒作的需要，其出发点并不在于改善上市公司治理结构存在的问题。

第四，不少上市公司作为地方政府的优秀企业代表，和当地政府关系密切，各种关系盘根错节，公募基金如今在A股市场的流通市值占比已逐步滑落，对上市公司的影响力有限。

基金参与上市公司治理，甚至进入上市公司董事会，代表了未来的一种趋势，也是基金完善机构投资者功能和角色的一大途径，但在目前的条件下，过度夸大基金参与上市公司治理的作用，显然也是不客观的。

## 南方现金通业绩 领跑“宝宝”军团

受市场资金面较为宽松影响，“宝宝”军团的收益率仍然在4%至5%之间徘徊，但部分货币基金逆势而上，以南方现金通为代表的部分产品收益超过6%。

银河证券数据显示，截至6月23日，全市场203只货币基金（A、B类分开计算）中，收益率在6%以上的不到一成，南方现金通成为其中的佼佼者。南方现金通A的7日年化收益率达6.491%，南方现金通B、C则分别为6.526%和6.561%，领跑同类产品。

据了解，南方现金通是国内首只设置了三个不同收益等级的货币基金，投资者持有的时间越长、持有的份额越多，收益率就越高。

（方丽）