

理财随笔 | Essay

炒作天价茶叶是对理财的玷污

证券时报记者 陈楚

理财市场上有好的价值投资典范，也有翻手为云覆手为雨、劣迹斑斑的投机炒作。

清明时节雨纷纷，又到江南烟雨时。然而，没等芽叶细嫩、色翠香幽的新茶上市，茶叶的天价却提前“上市”了。据媒体报道，500克的西湖龙井头茶在预售义卖会上竟创出了18万元的天价！而国内一次春茶的网络竞拍上，四川一种用熊猫粪便培育的茶叶以每500克近22万元的天价被拍走，相当于每克440元，超过黄金。

薪桂米珠居不易，如今，老百姓经历过了“蒜你狠”、“姜你军”、天价名酒等轮番炒作之后，这一回不经意间又到了茶叶，理财市场上的投机分子，又想像前几年炒作普洱茶一样，恶意图积茶叶待价而沽。

任何一种普通商品的价格如果明显超出其价值，都和“炒作”这个词须臾不可分。这些投机分子之所以有恃无恐地炒作新茶，其背后的逻辑是：有品牌

影响力的茶叶已经不是普通老百姓的消费品，而是作为权钱交易、人情社会、关系社会的重要媒介，也就是说，买的人通常不会喝，喝茶的人通常不会买。这一奢侈品领域司空见惯的规则，正被移植到茶叶上面，也难怪茶叶的价格被称为“天价”。

天价茶叶的背后，到底闪动着怎样的魅影？看了下面这则信息后答案不言自明：茶商表示，高档茶叶的主要用途是送礼，明前龙井的资深“粉丝”实是高校、机关及企业。

如果这些贵过黄金的茶叶被靠自己的打拼而致富的亿万富翁消费，或是官员们自掏腰包享用，我辈自然不便置喙说三道四，但地球人都知道，以官员们的合法收入，消费这些贵比黄金的茶叶，恐怕实在是有点消费不起。那么，面对这些心安理得地享用天价茶叶的“高等院校、部队机关和部分企业”，我们不禁要问：这些购买天价茶叶的款项，究竟是来自哪一项？是公款，还是借用了单位的所谓小金库，抑或是

所谓“预算外支出”？

其次，这些天价茶叶到底流向了哪些人的嘴里？毫无疑问，他们都是有钱有势的强势利益集团。接受别人馈赠的天价茶叶，他们到底做了什么勾兑？用自己手中的权力为送礼者行了哪些“方便”？这些问题如果没有一个明确的说法，公愤自然难以平息下来，因为送礼的这些人如果是私营企业的话，这部分的款项很可能摊到产品价格上去，无形中增加老百姓的生活负担；如果是来自国有企业或事业单位的利润，就等于间接挥霍了广大纳税人的血汗钱。用纳税人的钱去进行权钱交易、中饱私囊，纳税人当然是不会答应的。

礼品本应是寄托了送礼人的殷殷情谊，所谓“千里送鹅毛，礼轻情意重”，可惜如今的礼品由“礼仪之物”演变成了“利益之物”，礼品价格的高低某种程度上决定了事情能否办成，变成了“天下熙熙，皆为利来”的一种另类表征。尤其值得让人担心的是，昔日被称为“象牙塔”的高校，如今却成为天价

茶叶的消费“生阵地”之一，难免让人不生出“斯文扫地”、“人心惟危，道心惟微”的感叹。

中国礼品产研院得出的最新数据是，目前国内礼品市场需求额在8000亿元左右，这是一个多么庞大而又让人恐惧的数字！如果纳税人的血汗钱如此“豪华”地被浪费，公平正义何在？

现实是：天价茶叶已接棒天价茅台，如果没有制度上的完善，不加大对腐败贪污的惩处力度，不大力张扬公平正义，天价茶叶的接棒者，还会层出不穷。理财市场这种变态的投机炒作，就会屡禁不止。

理财的领域包罗万象，除了股票、基金，还有各种各样的收藏品。如果真正秉持价值投资、基于市场真实的供求关系进行理财，这样的理财行为不仅无可厚非，更值得学习，毕竟发现价值的眼睛，并非每一个人都有。这不仅需要运气，更需要智慧和坚韧。但类似于天价茶叶这样的投机炒作，以及其背后掩盖着的权钱交易和恶意吞噬纳税人的辛苦钱，不要也罢！

湘财祈年刘仲元比较两版沪深300ETF交易模式：

T+0实现期现套利完美对接

4月5日，随着国内首批跨市场交易型开放式指数基金(ETF)——沪深300ETF正式发行，如何利用上交所版的华泰柏瑞沪深300ETF及深交所版的嘉实沪深300ETF进行期现套利引发了市场热议。业界议论的焦点，莫过于它们各自采用的T+0、T+2交易模式。

T+0可以实现期现套利完美对接，是投资者更为方便的选择。”有中国股指期货“教科书”之称的期货专家、湘财祈年期货公司首席经济学家刘仲元向记者如此表示。

沪深300ETF 构建期指最佳现货标的

国内围绕沪深300的基金产品众多，但沪深300ETF凭借其更高的交易效率和更低的交易成本而优势明显。沪深300ETF构建了股指期货最佳现货标的，对于满足国内投资者利用其进行期现套利具有里程碑意义。”刘仲元指出。

他介绍，期现套利的核心是构建跟踪误差足够小的现货组合，目前现货构造的主要方法有：完全复制法、抽样复

制法、沪深300指数开放式基金构建现货资产法、ETF基金组合模拟法等，但每种方法都存在不同程度的缺陷。刘仲元分析道，在沪深300ETF没有推出之前，一般股指期货套利的现货构造方法分两类。第一类是直接通过现货，比如一些规模上亿甚至几十亿元的机构投资者进行套利时，就按照沪深300指数中各个样本股的权重来构造现货；第二类，交易规模只有几百万或上千万的投资人在做期现套利时，一般借助上证180ETF、深100ETF，按照7:3的比例来配。因为交易规模太小，分散在股票上的数量太少，导致误差太大。现在缺陷更大，上证180ETF和深100ETF一拆五，净值只有0.5元、0.6元，这就会给配比带来很大的麻烦。净值越小，要买的ETF数量就大，进出成本的冲击会导致套利的冲击成本比较高。

**T+0版沪深300ETF
填补期现套利工具空白**

据公开资料显示，华泰柏瑞沪深300ETF基本上实现T+0交易，方便

套利，从而使二级市场交易价和基金盘中净值(IOPV)折溢价小，方便投资人作短期的趋势投资，起点为100份，1个申赎单位对应3张期指合约，方便股指期货投资人套利运用，大大降低期现套利的资金门槛。嘉实沪深300ETF全部实物申赎，T+2交易，投资人需用沪深300指数一篮子成分股申购，1个申赎单位对应6.67张期指合约，同时拟引入做市商机制，需要借助融券间接实现T+0交易。

对于上述两版沪深300ETF对期现套利的适用度，刘仲元认为：T+0版沪深300ETF填补了期现套利工具空白。在期现套利中，投资者除了关心现货构造问题，还关心套利的风险和效率问题。在内地市场，进行期现套利存在交易制度风险，股指期货市场采用T+0交易制度，股票市场T+1交易，这导致套利交易建仓的当日无法同时平仓了结，从而降低了套利效率。利用ETF进行期现套利，可以有效解决上述问题。”

刘仲元表示：“华泰柏瑞沪深300ETF期现套利起点大幅降低，方便实现T+0，适合股指期货套利者和一、二级市场套利者；由于横跨两市、与期指

有联系，易利用专业知识获利，对证券公司自营资管也有一定吸引力。嘉实沪深300ETF则适合长期持有。”

融券实现T+0套利不现实

针对业界另一热议的话题——ETF运作管理究竟该借鉴海外市场还是坚持国内一直使用的T+0。刘仲元表示：“中国现在采用T+0完全具备条件，也是顺理成章的。国外ETF出现在上世纪70年代，电脑结算还不发达，现在完全具备结算条件。”

根据多年实盘操作经验，刘仲元还对能否借助融券进行T+0套利发表了自己的观点：“按照国内目前的融券业务发展情况，融券实现T+0套利基本不可行，一是因为国内融券成本高，如借用融券的套利将给套利交易带来额外0.075%~0.1%的额外成本；二是因为国内的融券是有限开放，有的券可以融，有的券不可以。”

另据记者了解，即便是目前国内融券业务开展得最好的证券公司，其可融出的证券标的也仅占双融标的70%左右。

(程俊琳)

白话分级基金

近期，场内分级基金进取份额如“疯牛”般上攻涨停，成为交投活跃榜焦点。看得出来，越来越多的投资者认可了分级基金进取份额的“反弹急先锋”角色。至于分级基金到底是个什么玩意，却令普通投资者头疼。

这并不奇怪。股神巴菲特尚且对这类带杠杆机制的投资工具深感费力，又何况普通投资者？巴菲特曾发出这样的感慨：“对于金融衍生品复杂的说明书，看过之后唯一的感觉是弄不清楚它的内容还不说，还需要服下一片阿司匹林。”分级基金即是通过结构化的分级把分级基金根据一定的比例拆分为A、B两类份额)获取杠杆机制，所以，分级基金又被称为“杠杆基金”。

那么，什么是杠杆呢？古希腊学者阿基米德用一句看似狂妄的名言——“给我一个支点，我就能撬动地球”，深刻阐述了杠杆以小博大的力量。金融工具里的杠杆也是借用此意，简单来说就是借钱投资，你用1元钱的投资能够操纵更多钱的资产。

用别人的资金进行自己的投资，且大部分报酬落入自己的口袋——毫无疑问，这是一个相当不错的主意。

广发深证100A，年基准收益率为7%，当该基金封闭期末净资产优先分配给广发深证100A基金份额本息及应得收益后，全部剩余净资产分配给广发深证100B(占比50%)。这些话听起来有些难懂，翻译成大白话就是，假定广发深证100指数分级基金募集筹得100亿资金，则按照1:1比例拆分成各50亿的A、B份额，广发深证100B可用50亿份基金份额撬动100亿份基金份额，前提是保证广发深证100A的本金和6.75%的年固定收益。

我们经常用“借鸡生蛋”来形容借钱投资，用别人的资金进行自己的投资，且大部分报酬落入自己的口袋——毫无疑问，这是一个相当不错的主意。

广发基金市场部



蓝筹标的 稳进咸宜

—浙商沪深300分级基金投资价值分析报告

操作的良好工具

由于进取份额具备杠杆特性，当市场上涨时，其净值涨幅会超过母基金净值涨幅。浙商进取、浙商稳健的配比是1:1，初始净值杠杆为2倍，属于市场上净值杠杆较高的品种。这种高弹性特征使其成为良好的抄底工具。

浙商进取的价格除了受净值的影响，还受市场情绪和对市场走势预期的影响，这种影响将反映在溢价率上。由于溢价率随着市场情绪的变化而波动，浙商进取的价格与净值的涨跌幅度不会完全一致，净值杠杆与价格杠杆也会出现偏离。

2.稳健份额收益率较高，适合低风险偏好投资者长期持有

1) 目前约定收益率6.5%

浙商稳健份额可以看作永息债券，其约定收益(可看作“票面利率”)为一年定存+3%，每年折算一次，折算将浙商稳健的约定收益部分转换为浙商沪深300份额；剩余收益和风险均由浙商稳健享受和承担。

2) 稳健份额价格的影响因素

约定收益率、市场长期利率、进取份额溢价率的变动、到点折算条款都会影响稳健份额的价格。

3. 出现整体折溢价时进行套利操作，获取套利收益

由于配对转换机制的存在，理论上两种份额的价格按比例加权后应该与母基金净值相等，否则会出现套利机会。由于套利需要3个

工作日的时间，期间净值波动的风险需要进行对冲。对于浙商沪深300，其最大的优势就是跟踪标的与股指期货的标的指数一致，可以最大限度减少对冲成本。

1) 整体折价时合并套利策略

当出现整体折价时，T日在二级市场买入稳健和进取份额，并进行配对合并，T+2日后将合并得到的母基金赎回，在母基金净值不变的情况下，可以获得整体折溢价率等量的收益率。整个折价套利过程需要3个工作日，可以利用股指期货来对冲母基金净值波动。

2) 持仓套利策略

对于整体溢价套利来说，两种份额均无合适的对冲工具。虽然无法进行无风险套利，但是对于需要投资指数基金的投资者来说，可以申购母基金，并拆分成两种份额长期持有，当出现整体溢价时，卖出两种份额的同时，在场外申购同样数额的母基金，这样操作就能在保持持有份额不变的情况下，实现额外的收益。

4.沪深300指数具备良好的投资价值

1) 沪深300指数是中国股市最具代表性的市场指数

沪深300指数涵盖了A股市场中规模最大、流动性最强的300只股票，成分股流通市值占A股市场总流通市值的70%，具备良好的代表性。截至2011年底，市场上共有146只指数基金，总规模接近3000亿元，其中有21只指数基金以沪深300指数为跟踪标的，总规模936亿元，占指数基金总规模的31%。

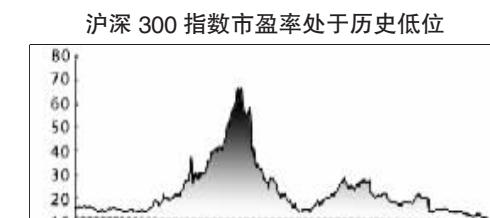
2) 沪深300指数以蓝筹股为主，目前处

在历史的估值低位

沪深300指数以大盘蓝筹股为主，对应上市公司经营业绩稳定。过去三年平均净利润增长率分别为23%、38%和19%；ROE分别为13.4%、17.8%和15.7%。沪深300指数成分股分红稳定，2008年~2010年间，分别有67%、72%和84%的成分股进行了现金分红。

从估值的角度看，以2012年3月15日收盘价计算，沪深300指数的PE为10.76倍，处于历史最低水平(下图)。同时，2012年市场预期沪深300指数成分股的平均净利润增速19.4%，PEG仅为0.58，投资价值凸显。

沪深300指数市盈率处于历史低位



资料来源：同花顺iFind，招商证券基金评价与分析系统

张洁/制表

3) 沪深300指数是股指期货唯一的标的指数

2010年4月16日，我国首个股指期货合约正式上市。股指期货的推出，为机构投资者提供了一系列投资交易机会。沪深300指数是目前我国股指期货唯一的标的指数，占据主导地位明显。在浙商沪深300出现整体折价机会

时，可以结合股指期货对冲来进行套利，跟踪误差小，成本较低。

投资建议与风险提示

1. 投资建议

浙商进取份额是良好的抄底和进行波段操作的工具，较投资其他杠杆工具有多方面的优势，建议择时能力较好、风险承受能力较高的投资者予以重点关注。

浙商稳健份额约定收益率较高，投资者可以根据自身的回报率需求，在合适的时机买入稳健份额并长期持有。

当基金出现整体折价时，可以考虑采取套利的操作，结合股指期货实现无风险套利；亦可以长期持有两种份额，在出现整体溢价进行套利交易时增厚持有收益。

沪深300指数是中国股市最具代表性的市场指数，成分股以蓝筹股为主，目前处在历史的估值低位，是投资蓝筹指数的较好时机。

2. 风险提示

该基金的风险主要来自于以下几个方面：

1) 浙商进取份额的杠杆特性使其在市场下跌时跌幅可能超过市场跌幅，风险较大；

2) 由于配对转换机制的存在，浙商稳健份额可能随着进取份额价格的波动而大幅波动。

3) 整体折价时的合并套利如使用股指期货对冲母基金净值波动风险，期现基差风险以及股指期货合约只能是整数份额使资金量小时无法实现完全对冲的风险。持仓套利的投资者需承担母基金净值波动的风险。

4) 持有浙商沪深300母基金份额或按比例持有稳健和进取份额的投资者需承担市场系统性风险。

5) 目前大部分分级基金二级市场交易并不活跃，流动性风险可能成为浙商沪深300上交份额的潜在风险。

招商证券 高昕炜 张夏 CIS)