



### 住房公积金 是座怎样的围城

齐平

一直老老实实趴在账上的住房公积金近来成了热门话题。而且,从缴存到经营再到提取,几乎涉及的每个环节都饱受诟病,“信息量很大”。

眼下住房公积金的境地,大概可以用“围城”来概括:“城中的人想出去,城外的人想冲进来。”

城外的钱依然在挤进来。近期爆出某烟草公司高管公积金每月入账1.8万元,那些月收入只及人家尾数的小伙伴们都惊呆了。个人和单位按比例缴存、税前扣除的政策设置,使缴纳公积金变成一项福利。本就不多的缴存基数,加上悬殊巨大的缴存比例,人比人、气死人。现实中,既有坚持超标缴纳的“中国好单位”,也有大量徘徊在公积金围墙外的非公职人员。

城里的钱无不想冲出去。按照规定,目前公积金提取只有购房是最名正言顺的路子,要不然就只能放成养老金,退休后取出。不过,“走的人多了,也就有了路”,看看铺天盖地的“不提现不收费”的广告,显然公积金已经成了一个应运而生的新兴产业。

进,可以增加福利;出,可以落袋为安。住房公积金的进进出出,正应了“天下熙熙皆为利来,天下攘攘皆为利往”这句老话。只是,在一进一出中,住房公积金的本来面目被人淡忘了。

上世纪90年代,在当时“房改缺钱”背景下建立住房公积金制度,初衷是通过建立强制性、互助性的基金,服务于住房保障的目标。在商业住房信贷几乎空白的情下,公积金为居民提供的住房按揭贷款,在推进住房商品化改革中功不可没。

但在住房商品化改革已经完成的新形势下,现行公积金制度与互助性、保障性的目标渐行渐远,角色也日趋边缘化,以至于到了讨论其去留存废的地步。

住房公积金的理想状态是个“人人为我,我为人人”的资金池。据说最初设计时也从民间标会的运作模式得到启发,利用参与者在资金使用时间的错配,实现内部资金的低成本融通。

但在目前市场环境中,买房的机会并不是人人有份,因此提取现金、低息贷款的好处,主要由买得起房的资金使用者得到,而由此产生的成本,则通过多数缴存者的资产缩水来分担。这项本应起到为中低收入者“托底”作用的保障性社会制度,在现实中往往异化成了“穷人补贴富人”的单向补贴甚至逆向补贴,互助性无从谈起。而在高昂的房价前,公积金的保障性目标更是“那天上月亮”。

现行的住房公积金制度亟需改革,已是共识。近来各地公积金管理部门在运营的多元化、提取的便利性上,都想了不少办法。但绕了一大圈,多半最终还是回到“住房公积金姓什么”的问题原点。

比如,“大病提取”是目前各方都比较能接受的方案,也算是符合《住房公积金管理条例》“遭遇突发事件,造成家庭生活严重困难”的提取规定,但毕竟是权宜之计,住房公积金还得姓“房”;比如,2009年起开展了住房公积金贷款支持保障性住房建设的试点,资金投向倒是符合“用于住房”的要求,却又和“属于职工个人所有”的原则有所冲突;再比如,证监会那边喊住房公积金入市,虽然出发点是实现资金的保值增值,却更激发了损失谁来承担、收益归谁的争论。

也许,走出住房公积金制度围城,不只是多开几个城门、更换几位看守那么简单,而需要围绕“住有所居”的民生目标,结合城镇化进程,在公平与效率的权衡中顶层设计,全新布局。党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出:“建立公开规范的住房公积金制度,改进住房公积金提取、使用、监管机制。”

“建立”二字意味深长。

本刊执行主编 刘溪  
编辑 常艳军 何川  
联系邮箱 jjrblm@live.cn

“给我一个支点,和一根足够长的杠杆,我可以撬动地球。”阿基米德最早阐明了杠杆的强大力量,尔后现代文明的年轻赋予了它无尽的想象与内涵,在金融市场中,其表现也毫不逊色,期货、外汇、基金……金融杠杆被发挥到了极致。

# 杠杆交易 撬动的何止心跳

本报记者 谢慧



金融市场从来不乏新鲜事儿。信诚中证800有色指数分级基金和富国创业板分级基金三季度先后挂牌交易,标志着有色金属行业、创业板市场正式步入杠杆投资时代。而对于行业投资者来说,可以通过二级市场自由套利,无疑又多了一道便捷的投资工具。所谓杠杆交易,顾名思义就是以小博大,即通过金融工具放大交易金额。“市场上目前有三类较为普遍的杠杆交易。”好买基金分析师白岩表示,“常见的类别有交易双方直接进行借贷的,如融资融券、回购等,交易双方都带有杠杆,进行对赌的,如期货为代表的准备金交易,以及交易双方对收益进行不同比例分成,形成实质借贷关系的,如分级基金等。”

## 大开大合“急先锋”

在金融市场上,期货、期权、互换等金融衍生品几乎都具有杠杆特征,投资者缴纳少量的合约保证金即可进行交易,以1手铜为例,假设最新的价格是51000元/吨,交易所和公司保证金合计10%,5吨铜的合约价值是25.5万元,投资者只需按照10%保证金缴纳2.55万元即可。

期货的杠杆,也就是保证金制度,其高杠杆特点,决定了商品的价格波动会给投资带来巨大波动,而这正是期货市场独有的魅力。“不过在杠杆交易中,投资者的实际风险暴露大于其所投入的资金。”东证期货分析师朱立说,为避免市场出现严重的风险事故,当投资者所交保证金不足以承受所持期货合约面临的风险时,其期货持仓将被强制平仓。

## 向左走? 向右走?

稳健的收益,让具备杠杆属性和类固定收益特征的分级基金备受市场关注。但随着市场贷款利率的放开,不少银行已推出收益率超过5%的产品,让收益率在4.5%左右的分级基金尴尬不已。

“利率放开意味着未来利率也开始进入市场竞争,为了吸引投资者,必然促使A类份额的约定收益走高。”济安信基金评价中心主任助理田熠表示,对于B类份额来说,A类份额约定收益率升高意味着融资成本上升,将降低B类份额的收益,因此杠杆倍数下降。

站在一个新的“十字路口”,投资者又该如何取舍?是单独持有“约定收益”的A类份额?还是挑战带杠杆的B类份额?

“分级基金的创新之处在于将风险和收益进行了划分,投资者各取所需,稳健型投资者希望获得安全的约定收益就去选择A类份额,而激进的投资者可以承受风险以此来换取更高的收益,就去选B类份额。”田熠认为。

杠杆效应,放在分级基金中,和股指期货异曲同工,只是相较而言,通过分级基金获得杠杆投资的门槛更低,且不存在期限的限制。

目前我国已成立分级基金84只,总规模达到1131.63亿元。大多数分级基金的B类向分级基金的A类融资,都采用定额融资杠杆,即进行杠杆交易时,始终保持恒定的借款金额,不因市场的波动增加或减少借款的金额。假设1:1的分级基金,总计200份,B和A各100份,B向A融资,忽略B向A支付的融资利息,随着指数的不断下跌,A的本金保持不变,而B的本金会加倍减少,当指数下跌50%时,B投资者本金亏光;或者随着指数的不断上涨,A的本金

通常来说,A类份额约定一定的收益率,B类份额向A类份额融资将实际运作规模放大产生杠杆。“当投资者判断分级基金所对应的投资标的将要上涨,即可买入B份额。”白岩表示,由于在较短时间内,需支付A份额的报酬极为有限,A、B份额总资产所创造的收入,几乎全部由B份额获得。

以号称“抢反弹利器”的银华锐进为例,其母基金银华深证100分级跟踪深证100指数,优先份额银华稳进收取固定收益6%(一年期定存利率+3%)。银华稳进和银华锐进按1:1拆分、合并,即1份银华稳进和1份银华锐进对应2份基础份额银华深证100分级。

截至11月1日,银华锐进净值0.4740元,银华稳进1.0500元,净值杠杆约为3.22(0.4740+1.0500)/0.4740,即母基金上涨X%,B份额约能获得3.22×X%的涨幅。如两个月后深证100指数上涨10%,

保持不变,而B的本金会加倍增加,当指数上涨50%时,B的本金翻倍。

“对于投资者来说,应当根据自身的风险承受能力、市场潜在波动、对行情的把握程度来调整杠杆,以获得最佳的收益风险比。”南华期货分析师胡晓东认为,有一个合适位置的支点是使用杠杆的前提。

以股指期货为例,如果投资者看多股市,可直接买进股指期货,以规避买进个股面临的非系统性风险。当对行情缺乏把握或者短期市场波动加剧时,投资者可动用较少的仓位,而一旦上升行情确立,则可适当提高仓位,增加杠杆,博取最大收益。除了单边的仓位控制外,也可采取对冲交易以减少单边头寸暴露的形式,降低整个组合的波动率。

即2份银华深证100的净值由1.5240(0.4740+1.0500)元上涨至1.6764元,1份银华稳进将再获得1%的收益至1.0600元,银华锐进获得剩余全部收益至0.6164元,涨幅30.04%,实际杠杆约为3倍。

通俗地讲,就是母基金作为A份额和B份额的主体整体投资,其中持有B类份额的人每年向A份额的持有人支付融资利息,至于支付利息后的总体投资盈利还是亏损均由B类份额承担。

值得注意的是,“分级股基的A份额普遍上市交易,故存在折溢价的因素。”白岩强调,由于A份额普遍折价,投资者可享受有约定收益和折价收益两部分,如果市场利率上升,即便A份额约定收益不作调整,折价也会使其实际收益率达到市场水平。另一方面,分级债基的A份额普遍不上市交易,但由于利率上涨也可令母基金收益水平上涨,故上调A份额约定收益,未必会影响B份额收益。

# 投资成长股不妨以时间换空间

交银精选 张鸿羽

其实所谓估值体系大致有两个方面:一是各个行业之间都有一个内在的相对估值区间,比如我们通常所说的传统产业的五朵金花:钢铁、水泥、煤炭、有色、化工等,这些行业的大致估值是比较接近的,如果我们以PE衡量的话,大致估值在10倍。之所以这些行业的估值很接近且比较低,一方面是这些行业都属于传统产业,和投资以及经济增长的相关性非常大,它们的估值非常相近,而它们估值比较低的原因则是我国在重工业化接近尾声的大背景下,这些行业对经济增长的拉动将会下降,因此,这些行业的增速会下降到和经济增速接近或者更低的水平。

不过,新兴产业和符合产业升级方向

的行业通常估值比较高,其内在的大逻辑是这些产业在经济中的比重将会逐步提升,也就是说这些行业在股市总市值中的比重也会上升,那么这些公司的市值也会逐步提升,投资者为了可以分享这些公司的市值提升收益往往会在成长期给予更高的估值。这两类行业的估值水平不同是投资者比较能够理解和认同的,而我们比较难以把握的是这两类行业的估值差距在什么样的区间里是合理的。

成长股的合理估值区间一直是令投资者比较困扰的问题,也许我们可以用相对简单的方法去作大致的判断:一是参考预计未来几年的平均增速来考量;二是考虑行业空间的大小,如果一个行业目前还是

起步阶段,而未来的空间非常巨大,那么通常可以给予更高的估值。依据这两个标准,大致可以给出我们所关注的成长股可以接受的估值区间,如果估值在流动性以及风险偏好提升的推动下超过可以理解的范围的话,持有长期潜力股,而卖出高估的股票不失为明智的选择。

值班基金经理  
信札

