打富周刊

Wealth Management

利器, 无惧熊牛

——分级基金全天候投资攻略

国金证券研究所 尹 浩 王聃聃

场作交的场修商产幅块幅今在情一工知行行保低涨分较呢如分秀得年要表银板踪金。外, 优获去主, 、值跟基人如分秀得年要表银板踪金。的基配广股估在、的些端么的基配广股估在、的些端么,就是配广股估在、的些端么

分级基金惊艳一枪

2014年7月底,行情启动之后,中欧盛世成长分级B份额净值大幅上涨至A份额净值的2倍,于8月25日率先进入折算程序。

随后,在军工资产注入预期持续发酵以及地缘政治复杂多变等因素诱导下,军工行业大幅上涨,进而使富国军工分级基金净值上涨至1.50元,触发向上不定期折算。在10月份之后,以券商、保险、银行等板块的估值修复行情下,申万证券分级、鹏华中证800证保分级、信诚中证800金融分级连续触发不定期折算阀值,进入折算流程,其中,申万证券分级表现最为抢眼,短短9个交易日内两次触发向上不定期折算。

2014年11月之后,增量资金不断涌入,以券商为代表的低估值板块大幅上涨,赚钱效应使市场风险偏好持续较高,投资者乐观情绪高涨,使得分级基金B端的价格持续偏好,造成分级基金出现长时间的整体溢价现象,甚至某些分级基金的整体溢价现象,甚至某些分级基金的整体溢价连续多日超过20%。

以银华沪深300分级为例,笔者 发现在11月27日至12月10日,银 华沪深300分级连续处于较高的整体 溢价。

受整体溢价的压制,分级基金 A 份额的价格被持续打压,隐含收益率持续上升,投资价值凸显,年尾分级 A 份额也出现了一波回补反弹。

在市场持续上涨,分级基金长时间维持整体溢价两个因素的带动下,趋势套利投资者持续不断地申购分级基金,致使分级基金的规模出现了指数级的增长,2014年分级基金的场内规模从年初的348亿元增长到1120亿元,增长了222%。

行业指数分级基金的规模增长最为可观,其中,申万证券分级从上市之初的1.02亿元增长至205.6亿元,富国军工分级从上市之初的1.89亿元增长到108.06亿元。



牛市分级基金攻略

在强烈的牛市预期下,股市在上涨的同时,投资者的投资偏好也会比较高涨,从而会拉高所投资产的价格,甚至会使价格大幅偏离合理估值。

而作为带杠杆的投资品种,牛市特征在分级基金B端的表现更为淋漓尽致,从2014年的行情可以看到,在市场强烈的看涨预期下,B端的价格甚至出现高估30%至50%的情况。因此,在分析牛市环境下的分级基金的投资方法时,应该加入市场情绪的因素,可以将牛市分成牛市+看涨情绪强烈、牛市+看涨情绪一般两种情况来分析。

第一种情况一般会出现在那些跟踪强周期行业指数分级基金,这类行业在牛市上涨初期,涨势比较领先,更容易点燃投资情绪,增强投资者预期,这种预期会直接反映到分级基金B端的溢价中,溢价率会大于理论溢价率,从而为投资者带来额外收益。

对于激进的投资者来说,可以直接 买入强周期行业的分级 B端,投资者不 仅能够分享市场上涨过程中较高的投资收益,而且可以获得看涨情绪强烈所带来的额外收益。以信诚800金融B的走势来看,从2014年11月24日开始,投资者看涨情绪日趋强烈,信诚800金融B的实际杠杆大于理论杠杆,投资者不仅赚取了理论上的杠杆收益,而且赚取了市场情绪高涨带来的额外溢价。

在这样的市场行情下,由于分级基金B端的价格脱离净值较多,其价格波动也将会比较大,对于稳健的投资者来说,直接买入这些强周期行业分级基金B端的风险较大,但可以采用以下方式来参与投资:申购分级基金母基金,拆分成A、B份额,待市场出现较大的整体溢价时卖出A、B份额,同时再次申购母基金。这种方式的优势在于不用承担B份额大幅波动的同时赚取市场上涨的收益,另外还可以通过拆分套利来增强收益。

目前,跟踪金融、地产、资源、有 色等强周期行业的分级基金 B端,在牛 市+看涨情绪强烈的行情下,是较好的投资标的。

第二种情形一般出现在慢牛行情中,在市场上涨的过程中难以出现一个行业涨幅大幅领先的情形,周期型行业轮动频繁,共同推动股市的上涨,这样的情况会使投资者的看涨情绪通过某一周期行业或板块集中释放,从而使跟踪单一行业或板块的分级基金 B端不会出现明显的价格偏高情况。此时激进的投资者可以波段操作跟踪某一行业或板块的分级基金 B端,这需要投资者准确把握行业的节奏。

而较为稳健的投资策略是投资于周期型行业的仓位较高、且行业比较分散的分级基金B端,投资者不仅可以分享股市上涨收益,还可以有效避免周期型行业之间的轮动所带来的风险。

具体品种方面,投资者可以投资于合适的宽基指数分级基金B端,筛选的原则是,这些宽基指数中周期型行业的总仓位较高,周期型行业之间的配置较为均衡。

不是牛市,也能赚钱

当市场震荡时,分级基金B端由于存在杠杆效应,其价格震荡的范围更宽,对于熟悉行业或者善于择时的投资者来说,震荡市下,激进的投资者可以通过波段操作,低买高卖来实现收益。特别是像军工、环保等主题板块容易受到事件催化剂推动而出现短期行情,投资者可采用事件驱动策略来进行投资操作。

对于不熟悉行业且风格比较稳健的投资者来说,震荡市中,投资者可以通过买入跟踪防御型行业的分级基金 B端或申购母基金来规避市场震荡风险,例如跟踪医药、消费、食品等行业的分级基金。

分级基金 B端具有杠杆,而且在市场下跌的过程中,杠杆率是在不断提高的,因此,在熊市行情下,分级基金 B端具有巨大的风险,即使过程中有反弹,其风险收益不对等,投资者应该回避分级基金 B端的投资,而相应的,应该关注分级基金 A份额的投资价值。

在熊市的初期,只要资金面没有恶化,分级基金A份额作为固定收益类品种具有投资价值,主要表现在两个方面:其一,投资者可以规避股市下跌风险;其二,熊市初期,市场的风险偏好下降,分级基金A份额作为类似于利率债的品种具有上涨空间。当熊市持续,市场深度下跌时,分级基金A份额所蕴含的看跌期权将逐渐显现,进而促使分级基金A份额的上涨,在熊市行情下,投资者依然可以赚取可观的收益。

分析银华金利、鹏华资源 A 与其跟踪指数行情走势之间的关系,除了 2013 年 6 月份市场资金面异常紧张造成股债双熊时,A 份额与指数同时下跌外,其他多数情况下,A 份额具有明显的规避市场下跌的功能。而当市场深度下跌,进而使分级基金接近向下不定期折算阀值时,A 份额出现一波可观的上涨行情。

投资主线不可不见

2015年,考虑经济基本面的下行、通缩压力较大等方面因素,央行稳中偏松的政策基调仍将延续,降息降准空间仍在。另一方面,2015年也是深化改革重点落实的一年,包括国企改革、土地改革、财税改革、金融改革等方面都将得到进一步深化。2015年改革红利的释放将给予中国经济更多期待。

投资者可以根据2015年A股市场的两条主线来进行权益类分级基金的投资。一个主线是相对宽松的政策、增量资金不断涌入、指数型衍生工具的推出等因素所带来的估值修复行情。沿着这条主线,投资者首先应该继续偏重于大盘蓝筹板块中尽量选择估值较低、弹性较大的投资品种。具体品种包括跟踪金融、地产、有色行业或重仓大盘蓝筹板块的宽基分级。另一条主线是改革预期下的投资机会。改革预期包括以下几个概念:国有资产、土地等要素资产证券化以及环保概念、医疗服务改革等概念。

投资时钟转换的深层原因

施同亮

中国资本市场正在经历几年来所未有的行情,A股高歌猛进,势如破价。在过去半年时间内上证指数上涨超过50%,创业板更是创出历史新高。与此同时,债券市场却面临着收益率瓶颈。尽管央行不断采取降息、降准、下调回购利率等操作,但债券收益率易上难下,利率债特别是金融债收益率震荡上行,一级市场招标热情不高,二级市场买盘不足。从投资时钟来看,2014年以来的债券强势行情面临转折,2011年以来的股票弱势格局已经扭转,似乎债券向股票的大类资产转换顺理成章。

传统的周期理论认为,由衰退期向复 苏期的转换导致了债券向股票的资产轮 动。本轮资产转换并不同于传统投资周 期。从经济周期来看,中国经济增长动力 过于依赖投资的情况没有改观,通缩压力 尚未消除。从世界经济发展阶段看,人口 老龄化伴随着高速增长期结束,投资向消费型 内需的转化。显然,目前中国转型还处于 早期,今年经济下行压力仍然较大。特别 是二三线城市房地产的供求关系趋势,靠 短期政策难以改观。从工业增加值、PMI 等数据表现来看,即使认为短期库存回补 周期,也言之过早。

那么推动资产转换的动力来自于哪里?笔者认为是流动性的结构性重建。一是实体经济向虚拟经济的流动性转换,二是固定收益类资产的权益类资产的转换。

实体经济向虚拟经济的流动性转换其实过去五年一直在发生,从民间借贷金融到信托刚兑高收益,从贸易融资铜到企业理财投资高涨。其直接原因是,一方面实业投资盈利差,甚至难以覆盖高融资成本,另一方面是投资前景不乐观,企业家减少了资本开支。而根本原因,是资金分配缺乏合理性,资本过多流向了高负债低收益领域,抬高了社会平均资金成本。高资金成本成为了投资重建的阻力,也成为了资金涌向虚拟经济的动力。

从这个角度看,目前的资本市场轮动,更多是来自虚拟经济的再分配过程,不同于经济繁荣带来的资本轮动。因此股市的上涨中隐匿了投机资本和情绪宣泄,不稳定因素较多,很难形成持续时间超长的牛市。然而从流动性方向来看,A股的结算保证金账户、融资融券余额,都在逐步放大,实体的资金在流出,短期内上涨因素尚在。

债市的瓶颈,并非来自基本面,而是来自高收益资产的冲击,与2013年类似。

2013年冲击债市的因素是非标准化资产,即资金借道银行同业业务投资于信托收益权等高收益资产。而今年冲击债市的高收益资产则显而易见是股市、新三板等股权资产。由于从本质上来讲,中国未发生过有效的违约事件,理论上的无风险利率概念在实际中无法量化。由于市场情绪高涨,流动性持续涌入的资产,短期内基本上是无风险的,例如2012年的银行理财,2013年的非标与信托,2014年的城投债等,今年的无风险利率则是由权益市场拉

高的平均理财收益。无风险利率实际在上行,这就是降息也无法降低负债端成本和规模的原因,因为无风险利率找到了新的锚,而基准利率并非无风险利率。

债券市场的长期未来,笔者并不悲观,因为转型期的中国面临着无效需求的挤出和刚性兑付的打破。转型,必然面临着风险溢价的提升,复苏,必然需要低融资成本。但在短期内,仍然关注虚拟流动性重建的冲击以及无风险利率能否下行。

本刊执行主编 刘 溟 编辑 谢 慧 常艳军 联系邮箱 jjrblm@live.cn