

基金史上最昂贵的一堂课

本报记者 周琳



细分市场,行业分级、主题分级产品迎来“大爆发”时代。代表产品有国泰证券房地产分级、申万菱信证券分级、富国军工分级等。

经过逾8年的发展,目前的分级基金已呈现百花齐放的特点:以永续开放运作方式为主流,被动产品大行其道,浮动约定收益更受青睐,杠杆集中效应显著。尤其值得关注的是,激进份额(分级B)凭借复杂的定价因素、多种投资策略和独有的杠杆优势,吸引越来越多的普通中小投资者参与其中。

目前,分级基金至少有5大投资策略。一是资产配置策略,简单说,申购之后,放着不动,作为长期配置的工具。二是波段操作工具,选择不同的主题分级基金产品作为风格轮动的“抓手”。三是事件投资策略,即分级基金也有到点折算和到期折算时,投资者可以把握好事,择机而动。四是折溢价套利,即利用一、二级市场的价差进行折溢价套利操作。五是绝对收益策略,主要针对固定收益份额,持有到期。

在整体溢价套利中要把握几方面问题。一是折溢价幅度减小,交易机会变少;二是部分产品交投清淡,流动性风险高;三是溢价套利的价格风险难以对冲;四是溢价套利持续时间长、成本较高。

不完美的“好兄弟”

此次史上最昂贵的下折授课,也暴露出分级基金“兄弟俩”并不完美的设计机制。其中,最重要一点是目前的股票型分级基金设定的下折阈值过低,实际上具有“越涨越慢,越跌越快”的基本特征。即下折时的净值杠杆远远超过上折时净值杠杆,明显不对称,不利于B份额投资者风险控制。

比如,目前的下折阈值一般设定在0.25元,即当分级基金B份额单位净值跌破0.25元时触发下折。这意味着下折当日分级基金B份额的净值杠杆高达5倍左右。而在上折过程中,分级基金B份额净值杠杆不断降低,上折触发点往往在1.5倍左右。弟弟大亏时哥哥视而不见,而大赚时却要“戛然而止”,这反映出5倍和1.5倍折算节点设置的不对等。

因此,有投资者建议,若将下折阈值设定在0.4元或者0.5元,对应下折净值杠杆为3.5倍或3倍,和现有的最高5倍净值杠杆相比,能在很大程度上改善B份额投资者的损失边际。

除此之外,进行分级基金风险警示应从投资者教育、净值管理等其他方面着眼。中国银河证券基金评价中心分析师李薇建议,要适应分级基金风险收益特征建立全面多层次风险管理体系。

一方面,建立标的风险管理体系。对指数化投资品种实现标的市场指数风险评价监控,对显著波动率上升品种加强事前风险控制水平。根据标的指数实质的风险差异,实施相应杠杆品种差异化风险准备要求。对于高杠杆转债分级品种建议纳入禁止名单。

另一方面,建立净值风险管理体系。参考净值是分级基金折算阈值的唯一标准,建议建立以参考净值和市场价格为基础的三重风险监控体系。采取净值与价格双盯市策略,强化实时风险监控。

此外,要实施多层次风险控制标准。不同水平的参考净值、交易价格、折溢价率对杠杆B类品种预期可变现金额与变现风险具有较大影响。建议根据综合估值水平,设定高、中、低风险等多层风控区间,实行对高净值、低溢价相对低风险品种与低净值、高溢价高风险品种的差异化全流程风险管理。

这可能是基金史上最昂贵的一堂课——分级B下折。7月9日,很多公募基金通过微信、公告等方式反复推送触放下折分级B的风险提示和逃跑教程。不过,当日确定下折的12只分级基金依然累计成交44.47亿元。

在不少精通短线的小散看来,股指经过多日大幅下探,已经砸出“黄金坑”,错过就是过错,而拥有几倍杠杆的分级B自然是抢反弹的首选利器。

然而,事与愿违。已经触发下折的分级B立刻变脸,当天的涨停和买入者没有半毛钱关系。进入下折流程的B份额如脱缰野马在次日狂跌逾40%。保守估算,一个交易日抄底买入分级B的40多亿元资金,在下折之后至少亏掉18亿元。

据不完全统计,自6月26日以来已有25只分级基金触发下折。7月8日,又有多只分级B集体下折,数十亿元“分级小白”的资金荡然无存。若是在6月上旬价格高点买入分级B的投资者,一直持有至触发下折,可能损失80%以上。分级市场上一时间哀鸿遍野。

究竟该如何看待分级B下折?是否有人刻意“埋伏”坑害投资者?分级B的投资风控工作怎样做起?

下折巨亏有原因

分级基金是针对中小投资者设计的一种创新型公募基金产品。海通证券金融产品研究中心倪韵婷介绍,从产品设计看,这类基金通过对母基金收益分配的安排,将基金巧妙地分解成风险收益特征完全不同的两类份额,其中B份额通过支付给A份额一定的融资成本获得杠杆属性。

这里的分级产品并不局限于股票基金,也有债券型基金以及封闭、半封闭式等其他产品。封闭、半封闭式分级基金中的债券型基金大多不可配对转换,而股票分级基金大多可以配对转换。

之所以有下折,主要目的是对A份额提供收益保护。同时,在市场下跌,B份额杠杆加大时,下折可将杠杆恢复至2倍,避免极端情况下B份额血本无归。

如果把分级基金的A类份额(稳健份额)和B类份额(进取份额)比作哥哥和弟弟,母基金比作老妈,就很容易理解分级基金下折的缘故。

假设哥哥胆小谨慎,弟弟胆大激进。有一天,老妈把兄弟俩叫到跟前说:“家里有100万元,你们兄弟每人50万元,自己去过日子吧。”

从老妈那儿领完钱后,弟弟忽然向哥哥提了一个建议:“把你的50万元借给我去炒股,赢了亏了都算我的,我保证你的本金安全,另外每年给你几万元利息。”哥哥同意了,于是弟弟拿着100万元去炒股。所谓的分级基金,本质就是B份额向A份额借钱炒股,并按约定收益支付。

从哥哥那里借钱炒股的弟弟,碰上牛市时赚大了,不过一旦碰上熊市就亏吐了。至于哥哥本人,不炒股,就等着年底向弟弟收几万利息,倒也挺安逸。

不过,精明的哥哥仍然担心本金保障问题——万一弟弟输红了眼,亏光了自己的钱,再把哥哥的50万元也亏了怎么办?于是两兄弟就约定了一个向下折算的条款。

哥哥向弟弟提出要求,炒股账户他要每天收盘看一眼,一旦总资产100万元亏到62.5万元,这时账户里等于哥哥50万元加上弟弟的12.5万元。为了安全起见,哥哥要求把属于自己的50万元抽出37.5万

元,于是62.5万元变成25万元,兄弟俩每人12.5万元。弟弟接下来就拿着剩下的25万元去炒股,这个过程就是向下折算。

下折过程中,分级B持有人为何会亏损?向下折算是根据B份额的净值折算,但近期在触发下折日,B份额溢价率非常高,有的甚至超过100%。例如,假设某只分级B下折时的净值是0.198元,投资者有1万份B类基金,那么总资产净值是1980元。下折后,B类的份额变成了1980份,净值1元,总资产净值1980元。

但是这只分级B在折算前一日交易价格是每份0.459元,也就是当天如果买入1万份分级B,要花4590元,折算后,只能拿到1980元,亏损2610元。不过,在完成下折后,分级B的二级市场交易价格通常会出现上涨来恢复一定溢价,所以实际亏损略小。因此,即便不幸踩到下折的“雷”,投资者在完成折算后,也不应急于在二级市场卖出。

通常情况下,在临近下折过程中,A的折价率和B的溢价率会同步收窄,即A会出现溢价,B会跌价。但在本轮调整中,贵州茅台的价格可就比工商银行便宜太多。再看与工商银行股价相近的太阳纸业,同是5块多钱一股,但它发行的份数是25亿,总市值才130多亿元。作为投资者,到底是花1.8万买工商银行还是花130亿买太阳纸业呢?从想象的空间来看,如果太阳纸业翻一倍,涨到了10块钱一股,这个公司的市值才260亿元左右。而如果工商银行这只

跌10%,这就产生较高的溢价率,成为吸引投资者“入坑”的诱饵。

把下折的过程反过来看,就是上折的原理。当借钱炒股的弟弟赶上牛市大赚时,就会加快还哥哥的钱,杠杆率越来越低。哥哥为了留住一直借钱的弟弟,便相约当弟弟赚到一定份额的钱时,需要重新向上折算,即恢复初始时的高杠杆。

剖析工具的“前世今生”

其实,在弄懂下折原理之后,“分级小白”应该更加清楚,分级基金不是洪水猛兽,没有人刻意“埋伏”,产品设计也没有重大漏洞。它只是一种投资工具,很多人由于对下折机制不了解,导致突如其来的巨亏。

倪韵婷认为,大家日常看到的分级基金大多是有限分级型模式的特点。即合并或分拆机制,限制整体折溢价偏离;稳健份额按到期收益率定价(有点像债券),激进份额折溢价也因此锁定,限制子基金折溢价偏离。不过,交易机制如此灵活的分级基金,在诞生之初可是比较“笨拙”,其发展经历了萌芽、野蛮生长、规范发展、细分市场等4个时期。

在最初的萌芽期,即2007年至2010

年,国投瑞福(已转型)、长盛同庆(现已转型)、国泰估值(现已转型)、国投瑞和、兴全合润等最早一批分级基金产品诞生,特点是结构简单,以封闭式产品为主,并未有目前如此活跃的交易量。

到了2010年至2011年,分级产品步入野蛮生长期。以债券分级产品为主的分级产品大行其道,总数量近30只的分级产品中,分级债基达15只,且几乎都是传统封闭式债基,分级股基的数量仅为11只。

这一时期,分级基金主要采用“固定收益+激进份额”模式,多数产品都设置了折算条款。股票分级多数为开放式运作,具有配对转换机制,债券分级产品则采用封闭运作。

第三个时期是规范发展时期。2012年,随着《分级基金产品审核指引》发布,分级产品开始找准方向,并逐渐走向成熟。根据规定,分级产品需要强化风格特征,投资策略需与产品特征相符。这一时期,权益类分级产品在数量上占据压倒优势,而债券类分级基金数量急剧萎缩。不过,在条条框框约束下的分级产品也有同质化发展趋势。

第四个时期是2013年至今,随着军工、环保、高铁等行业定制指数的勃兴,分级基金开始逐渐摆脱同质化发展倾向,走向

买股票就是买公司

彭江

经常会有人问我炒股没,有时候我会开玩笑回答说:“我不炒股,我只买公司。”

其实从投资的角度来看,买股票就是买公司的股份,买股票的本质就是买公司。很多初入门的朋友在买股票的时候不明白这个道理,把所有的股票都当成了一大类,既不区分公司的行业也不区分公司的性质。经常会说:“哇,这个股票才4块钱一股,真是白菜价啊。”他们也会感叹:“这个股票真贵,要100多块钱一股,不买不买。”

其实股票价格究竟是贵还是便宜,还真不是简单地看股价,得看每份股票的价格所反映公司的市值。举个例子吧,中国工商银行的股价是5块多一股,但它总股本有3564亿股,用股价乘以总股本,可以算出工商银

行的市值有1.8万亿。再来看贵州茅台,它的价格是220多元一股,可是它发行的总股本有12.56亿,用价格乘以股本算出总市值是2700亿元。通过对比你就会发现,贵州茅台的股价看似很高,超过200元一股,是工商银行的40倍,但是公司的市值却是工商银行的1/7。如果简单地从公司市值来比较,贵州茅台的价格可就比工商银行便宜太多。

再看与工商银行股价相近的太阳纸业,同是5块多钱一股,但它发行的份数是25亿,总市值才130多亿元。作为投资者,到底是花1.8万买工商银行还是花130亿买太阳纸业呢?从想象的空间来看,如果太阳纸业翻一倍,涨到了10块钱一股,这个公司的市值才260亿元左右。而如果工商银行这只

股票翻一倍,涨到10块钱一股,公司的市值就成了3.6万亿。通过数字对比可以看出,小市值公司的发展潜力相对较大。

那么我们买股票是不是就买市值较小的股票呢?当然不是这么简单。选择股票还必须区分行业。如果你买的股票属于朝阳行业,就算市值较大,也比选择一个成熟行业的市值较小的股票好。比方说东方财富,其市值有1000亿元,但它是做互联网金融的,属于朝阳行业。如果用它和银行板块的一个低市值股票南京银行进行对比,虽然南京银行的市值只有600亿元,我还是会选择市值1000亿的东方财富,因为它的行业具有想象和发展空间。

那么同一个行业中,是不是可以依靠市

值法来选股呢?是,也不是。就是说,在同一个行业中,如果两个公司规模、业务范围大体一致,但市值却差了很多,这个时候买市值较低的公司股票是可以的。以麦当劳和肯德基为例,如果麦当劳的市值有1000亿,而肯德基的市值居然只有500亿,若没有别的信息,可以根据以上数字判断出,肯德基的股票价格相对麦当劳来说是便宜的,是被低估的。

为什么说不是呢?假如麦当劳有别的计划,比如通过长期在繁华地段的设点经营,准备发展房地产行业,或者利用长期掌握的客户资源发展互联网行业。这就会导致资本市场对其估值产生变化,那么市场给予麦当劳1000亿的估值是不过分的。假如肯德基

还是做着传统快餐,那么市场给予它低于麦当劳一半的估值也是可以。

所以作为投资者,在选择股票的时候,一定要关注公司的市值,关注公司的行业,关注公司的战略。大家都知道巴菲特的价值投资,巴菲特为什么能做到价值投资,就是用比别人花更多更专业的精力去调研,去了解行业的前景,了解公司的战略。只有通过这样才能发现价格被低估的公司,买到便宜的股票。

本刊执行主编 刘 涪
编辑 谢 慧
联系邮箱 jirblm@live.cn

