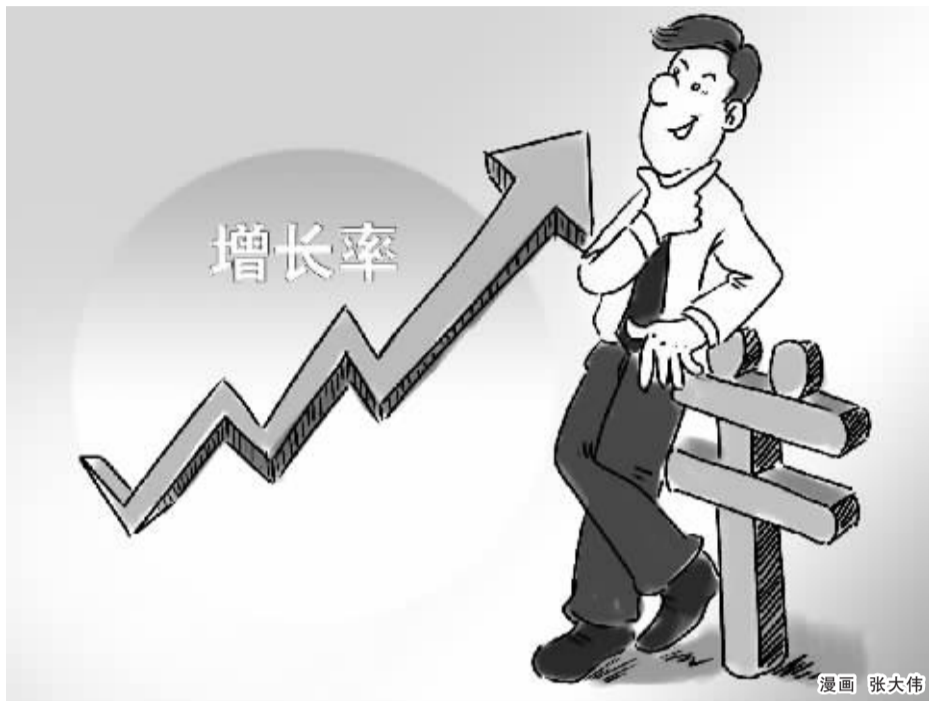


从隐含增长率中寻找封基投资价值



漫画 张大伟

经济前景不明,股市看多、看空?公说公有理,婆说婆有理。既担忧股市风险,又不愿错失投资良机的长线投资者,不妨持有“攻守兼备”的封闭式基金。除去纯债型基金富国天丰、分级型基金瑞福进取,如何从余下的30支封基中挑选更“合算”的基金呢?本文引入一个新的度量指标——股票资产的隐含增长率,并利用该指标为投资者推荐更安全的封基。

◎西南证券 张建龙

解读股票资产隐含增长率

封闭式基金投资的最大亮点是折价率的存在。假如折价率为20%,这意味着投资者可以用0.8元的价格买入1元的净资产。那么,封闭式基金为什么存在折价呢?本文不对此进行学术探讨,只用一个浅显的比喻进行解释。

浅显的说,封基就像非到期不能支取的定期存款或承兑汇票,尽管投资者可以通过抵押贷款或贴现的方式获取现金,但必须为此支付费用,折价率就如同封基的贴现费用。那么,收取多高的贴现费率才合适呢?这取决于投资者对到期价值的预期,以及在此期间对承担风险要求的必要收益率。当投资者对股市前景预期黯淡时,封基到期价值预期降低、风险溢价上升,折价率

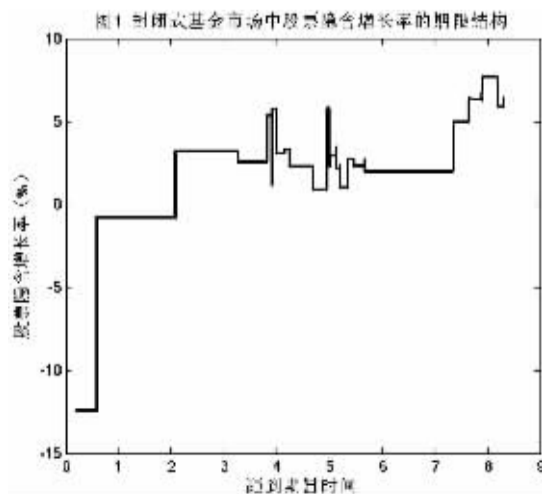
便会走高;当投资者对股市前景预期乐观时,封基到期价值预期提高,风险溢价降低,封基折价率便会走低。以上是定性分析,那么,多高的封基折价率才是合理水平呢?

以据到期日还有5.21年的基金普丰(184693)为例,其在09年4月24日的基金净值1.1499元/份,折价率32.86%。参照交易所的公司债——08新湖债(122009),在2月末的到期收益率水平7.86%(税前),我们假设封基投资者的年必要收益率为10%。按照09年一季报数据,基金普丰的股票仓位为55.51%,其余为安全的债券资产或现金,假设债券年均收益率3%,则基金普丰股票资产的隐含年均增长率是多少呢?

设股票资产隐含增长率为X,其计算方法如下:

$$1 - \text{折价率} = \frac{\text{股票资产比率} \times X + (1 - \text{股票资产比率}) \times \text{债券资产比率} \times (1 + 0.03)^{5.21}}{1 + 0.10 \times 5.21} \quad (1)$$

基金普丰的折价率为32.86%,股票资产比例55.51%,债券资产比率44.49%,通过求解方程(1),得到 $X=0.99\%$,即基金普丰的股票资产隐含增长率为0.99%。这意味着,在未来五年中,如果基金普丰保持当前股票仓位不变,只要它的股票资产每年增长率达到1%,投资者便能得到10%的年均收益率,可以看作投资者对承担投资风险的必要报酬率。股票资产隐含增长率0.99%,反映了基金普丰的交易者的平均看法,如果投资者对股市增长率比该水平乐观,那么应该购入基金普丰,相反可以选择卖出。



隐含增长率的当前期限结构

同样根据方程(1),结合封基09年4月24日的折价率数据,股票仓位采用09年一季报数据,计算得到各封闭式基金股票资产的隐含年均增长率结果(见表1)。把表1的股票隐含增长率按照到期日时间排列,便得到封闭式基金市场中股票资产隐含增长率的期限结构图(见图1)。

从图1和表1可以看出,封基市场数据对1年内的股市走势呈负面看法:2个月期的股票资产隐含增长率为-16.79%;

0.59年(约6个月)期的股票资产隐含增长率为-1.81%。2~5年到期封基的股票隐含增长率,差异较大:最低的普惠、基金金泰,股票隐含增长率均为1.05%;最高的基金开元,股票隐含增长率6.83%。5~6年到期的封基数量最多,以基金普丰的股票隐含增长率最低,为1.14%。此外,从图1可以看出,股票隐含增长率整体上随着到期日而上升,说明即便是保守投资者,对后市的看法也很积极。

新指标下的封闭式基金选择

显然,投资于股票资产隐含增长率较低的基金,更有机会达到年均10%以上的收益率水平。并且,投资者承担的风险并不高。

表1所列的股票资产隐含增长率数据,是个基对股票资产的年均预期增长水平,并不意味着市场真的会按照封基的预期前行。事实上,个别封基对股市前景较为悲观的预期,正是长期投资者理想的投资时机。选择那些对股票资产增长率预期最为悲观的基金,可以更容易的获取必要收益率,这正是价值投资者追求超额收益的“王道”。

根据表1,本文为读者做出以下投资建议:

第一,基金天华、基金金盛即将到来。根据以往经验,即便在到期日封基也可能存在5%左右的折价,因此基金天华、基金金盛3.92%、5.67%的折价率并不算高,封基的安全垫并不厚。

第二,对2年以后到期的封基而言,股票资产隐含增长率在2%以下的,都具有较大投资价值。2~4年到期封基中,

基金金泰、基金普惠最为安全;5年以上到期封基中,基金普丰最具投资价值。

第三,大成优选和建信优势是创新型基金,分别设有救生艇条款。目前,折价率均略大于“救生艇触发”位置,当前投资的额外收益并不高。但投资者可留意今后对它们的投资机会。

另外,投资者需要注意的是,表1所列封闭式基金均为股票型基金,按照相关规定,股票资产投资比重不得低于60%。但在08年末,由于种种原因,基金普丰、基金鸿阳、基金久嘉的股票仓位只有40%左右。即便在一季度,基金鸿阳、基金普丰和基金普丰、基金汉兴等基金的股票仓位依然在60%以下,在后续操作中,应该会把股票仓位加到60%以上。所以,根据09年一季报推算的股票隐含增长率存在一定风险。考虑到这一特殊因素,仓位在60%以上及附近封基的计算结果更具参考价值,因而推荐基金普惠(184689)、基金普丰(184693)和基金金泰(500001),其股票资产隐含增长率均在1%左右。

表1 封闭式基金股票资产的隐含年均增长率(截至2009-04-30)

名称	代码	折价率(%)	股票仓位(%)	距到期日时间(年)	股票隐含增长率(%)
基金天华	184706	3.92	63.40	0.20	-16.79
基金金盛	184703	5.67	69.64	0.59	-1.81
基金裕泽	184705	11.87	70.85	2.09	3.77
大成优选	150002	18.52	84.2	3.26	3.36
建信优势	150003	16.71	86.29	3.81	5.13
基金金泰	500001	26.49	68.56	3.91	1.05
基金开元	184688	16.69	50.35	3.91	6.83
基金兴华	500008	22.8	50.17	4.00	3.22
基金安信	500003	23.5	72.56	4.15	3.17
基金裕阳	500006	26.08	73.85	4.24	2.23
基金普惠	184689	31.03	71.23	4.69	1.05
基金同益	184690	28.97	73.05	4.95	2.53
基金泰和	500002	18.2	77.73	4.95	6.33
基金汉盛	500005	28.01	67.24	5.01	3.02
基金景宏	184691	29.66	76.23	5.02	2.41
基金安顺	500009	27.38	62.72	5.13	3.55
基金裕隆	184692	29.74	67.16	5.13	2.53
基金兴和	500018	30.84	68.03	5.21	2.24
基金普丰	184693	32.57	55.51	5.21	1.14
基金天元	184698	30.08	76.09	5.33	2.81
基金金鑫	500011	31.24	69.93	5.48	2.62
基金同盛	184699	31.14	72.85	5.52	2.74
基金景福	184701	32.17	78.61	5.67	2.65
基金汉兴	500015	31.55	53.31	5.67	2.79
基金通乾	500038	31.91	67.57	7.34	5.02
基金鸿阳	184728	29.64	47.96	7.62	6.99
基金科瑞	500056	25.85	78.49	7.87	6.61
基金丰和	184721	28.96	39.82	7.90	8.31
基金久嘉	184722	29.88	75.16	8.19	6.03
基金银丰	500058	28.99	73.08	8.30	6.39

注:股票仓位为一季报数据;带*数据为直到到期日,股票资产隐含增长率;其余数据为股票资产年化隐含增长率