

结构型基金分析框架及投资策略

结构型基金分析框架

不同的结构型基金在风险和收益上存在着很大差别,我们认为,投资者可以从以下几个方面来分析结构型基金。

1. 净值增长

无论是哪种结构型基金,其参考净值的增值很大程度上取决于标的基金的增长。从历史的业绩来看,瑞福分级的净值表现基本与业绩基准一致。不过,从近3个月的表现来看,其净值表现明显好于业绩基准。并直接导致了投资者对瑞福进取的追捧,使其价格存在较大程度的高估;长盛同庆自建仓期结束以来,业绩表现也与业绩基准相当。但是,近3个月的表现相对较差。这在一定程度上影响了同庆B的估值水平;瑞和分级为指数型基金,净值表现与沪深300指数基本一致。

2. 估值水平

结构型基金的净值划分或收益分配一般与标的基金在到期时的净值处于哪一个区域有关,即某些区域内,对某一级基金有利,对另一级基金不利,在其他区域,刚好相反。这一点,与期权颇为类似。衡量期权的重要指标是隐含波动率。

对于激进型的基金如进取、同庆B和远见,标的基金的净值波动越大,对持有人越有利。因为此时投资者有望获取更多的杠杆收益。也就是说,这些基金的Vega(估值关于波动率的敏感度)为正值。当Vega为正值时,隐含波动率越大,表明基金的风险越高。因为,如果标的基金未来的波动率低于隐含波动率,投资者将面临较大的风险。同样,对于稳健型或保守型的基金如同庆A和小康,其Vega为负值,隐含波动率越小,表明其风险越高。

按照蒙特卡罗模拟法,进取、同庆A、同庆B、小康和远见目前的价格对应的隐含波动率分别为53.6%、64.6%、0%、17%和20%。一般来说,指数型基金净值的波动率在35%左右,而股票型基金的波动率在30%左右。不难看出,进取、小康存在一定程度的高估,而同庆A、B及远见存在一定程度的低估。

3. 有效杠杆

结构型基金与普通基金最大的区别在于其有杠杆性。在不同的阶段,由于参考净值基数及收益分配比例的变化,基金的杠杆也会有很大差别。像股票的价格一样,结构型基金的价格不可能只是静态的反映其参考净值,必须反映基金净值的增值潜力(即杠杆性)和投资者对后市的预期。如果投资者对后市较为乐观,基金的有效杠杆越高,越应享受较高的溢价(或较低的折价)。

目前,进取、同庆A、同庆B、小康和远见的参考净值的有效杠杆分别为2.17、0.16、1.55和0.4。进取的有效杠杆虽高,但是等到标的净值在0.95元(目前净值为0.876元)之后,其杠杆将迅速下降至1甚至为0,直到标的净值在1.06元以上,高杠杆才能恢复;同庆B的高杠杆具有较强的持续性,一般在1.4-1.7之间;小康目前的杠杆虽高,但是高杠杆区太短;而远见刚好相反,尽管目前杠杆区较短,但净值一旦突破1.1元,远见将迎来长期的高杠杆性。

4. 安全边际

由于存在杠杆性,结构型基金的价格相对于参考净值会出现一定的溢价或折价。市场人士一般用溢价率来简单衡量结构型基金的估值水平或安全边际。但是,由于不同的基金对应着不同的杠杆性及净值增长潜力,因此,不同的基金的溢价率不具有可比性。

针对溢价率的缺陷,我们提出了盈亏平衡点这一指标。它表示标的基金在到期时净值需要增长到多大时,以现价介入的投资者方能实现盈亏平衡。盈亏平衡点越低越安全。目前,进取、同庆A、同庆B、小康和远见的盈亏平衡点分别为标的基金净值的106%、37%、90%、94%及100%(小康、远见在运作一年后的价格无法精确估计,暂按-7%和7%的溢价率计算,下同)。显然,同庆A、B及小康具有较高的

安全边际。

杠杆基金型是通过发行优先份额或借贷资金的方式潜在地提高投资人收益率的基金。在一些成熟的资本市场中,融资融券是开放的,再加上许多对冲基金惯于运用杠杆进行套利,因此,杠杆型基金在这些市场中较为普遍。据统计,在美国现有的1305只封基中,有419只使用了杠杆,占比达到30%以上。我国的融资融券暂未开放,股指期货尚未推出,投资者很难利用现有金融工具获取杠杆收益。我国的封基普遍是折价交易的,封基如果没有真正意义的创新很难成功发行。这样,分级基金(结构型)就成为封基创新的突破口。目前,市场上已经有两家基金公司成功发行了3只分级基金,填补了国内杠杆型基金的空白。

◎浙商证券 邱小平



漫画 高晓建

安全边际。

5. 情景分析

投资结构型基金的主要优势在于,它由于杠杆而具备超越大盘的潜力。长线投资者可以分析各基金到期(小康、远见运作1年结束)时在大盘不同的涨幅下以现价介入可能获得的收益分布。不过,前提是标的基金按业绩基准增长(不考虑其中的债券收益)。

投资策略

1. 趋势投资

高杠杆基金的走势一般与大盘一致,但其波动率远高于大盘。投资者如果择时能力较强,高杠杆基金应是很好的投资标的。例如,在今年前7月,大盘上涨了98%,进取上涨了132%。又如,在8月份,大盘下跌了24%,同庆B下跌了36%;在9-10月份,大盘上涨了16%,同庆B上涨了24%。

2. 套利策略

目前,同庆A、B和瑞和小康、远见都出现了整体性折价(即加权平均价格小于标的基金净值),折价率分别达到14.7%和4.57%。投资

者可按配比买入同庆A、B(或小康、远见)并持有到期(或配对转换套利机制推出之前),即可将折价率转换为超额收益。等到股指期货推出之后,还可以用股指期货对冲标的基金净值波动的系统风险。对于低估的同庆B,投资者买进后,也可用股指期货对冲净值波动风险,以获取无风险收益。因此,股指期货的推出,有利于结构型基金(尤其是同庆B)的估值水平的提高。

值得一提的是,在小康、远见上市后6个月内基金公司将推出配对转换套利机制(类似于LOF套利),由于小康、远见的定价取决于投资者的预期,整体溢价率可能会有较大的波动,有望带来较多的套利机会。

从表1中可以看出,对于瑞福进取,当沪深300上涨30%-50%时,投资者仅盈利9%-29%。当沪深300下跌30%-50%时,投资者将亏损52%-67%。收益与风险不对称,这与我们前文从估值的角度得出的结论相一致;对于同庆B,当沪深300上涨30%-50%时,投资者将盈利62%-91%。当沪深300下跌30%-50%时,投资者将亏损25%-54%。潜在收益远大于风险;至于小康和远见,当后市涨幅较小时,对小康有利,涨幅较大时,对远见有利。

表1 创新型基金参考净值相关指标

代码	简称	价格	标的净值	参考净值	以当前价格介入持有到期在沪深300不同涨幅下可获取的收益*						
					-50%	-30%	-10%	0%	10%	30%	50%
150001	瑞福进取	0.915	0.877	0.809	-67.01	-51.67	-26.97	-11.64	3.51	9.29	28.79
150006	同庆A	1.026	1.098	1.033	13.84	13.84	13.84	13.84	13.84	13.84	13.84
150007	同庆B	0.886	1.098	1.141	-53.63	-24.71	4.20	18.66	33.12	62.04	90.95
150008	瑞和小康	0.927	1.061	1.098	-44.12	-23.89	-3.67	10.85	20.25	28.95	37.65
150009	瑞和远见	1.092	1.061	1.024	-45.42	-25.67	-5.91	0.22	10.70	40.24	69.78

注* 假定基金净值按业绩基准增长(不考虑债券收益),投资创新型基金所能获得的收益。由于无法得知瑞和小康、远见在“归1”时的净值,收益无法估计,暂按存续期为1年计算。运作1年后,瑞和300净值归1,新的小康和远见的溢价率暂按-7%和7%计算

数据来源:浙商证券研究所

基金仓位监测报告

基金平均仓位明增实减

◎浙商证券研究所金融工程部

根据浙商证券基金智库基金投资选择系统的测算,305只偏股型开放式基金的平均仓位上周小幅增长,由前一周的80.91%上升至81.18%,平均仓位上升0.27个百分点。然而剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,基金整体却表现为主动减仓,主动减仓的幅度为0.12个百分点,说明上周基金仓位的上升主要是由于股票资产上涨而出现的被动上升。

从上周基金主动性调仓幅度的分布情况来看,减仓幅度在0%-5%之间的基金占比达到59.34%,超过半数,减仓幅度在5%-10%的基金占6.23%。与此同时,有23.93%的基金加仓幅度在0%-5%,有2.95%的基金加仓幅度在10%以上。综合来看,选择减仓的基金占整体数量的比例为66.56%,较前一周有大幅度的增长。

从全部偏股型基金的仓位分布来看,与前一周相比,中高仓位(80%-90%)的基金数量下降较多,而高仓位(90%以上)基金的基金数量则出现上升。其他仓位的基金数量变化不大。综合来看,上周仓位在80%以上基金占全部偏股型基金的比例为61.11%,较前一周有所下降。此外,我们还观测到,有26.56%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置上限,与前一周相比上升了4.59个百分点,同时,有0.98%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置下限,说明仍然有相当数量的基金选择了较为激进的仓位配置策略。

根据浙商证券基金智库基金投资选择系统的测算,305只偏股型开放式基金的平均仓位上周小幅增长,由前一周的80.91%上升至81.18%,平均仓位上升0.27个百分点。然而剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,基金整体却表现为主动减仓,主动减仓的幅度为0.12个百分点,说明上周基金仓位的上升主要是由于股票资产上涨而出现的被动上升。最近几周,基金的仓位调整一直领先于市场的走势,上周基金仓位明增实减,本周主要股指会不会出现震荡下调,我们拭目以待。

从上周基金主动性调仓幅度的分布情况来看,减仓幅度在0%~5%之间的基金占比达到59.34%,超过半数,减仓幅度在5%~10%的基金占6.23%。与此同时,有23.93%的基金加仓幅度在0%~5%,有2.95%的基金加仓幅度在10%以上。综合来看,选择减仓的基金占整体数量的比例为66.56%,较前一周有大幅度的增长。

从全部偏股型基金的仓位分布来看,与前一周相比,中高仓位(80%-90%)的基金数量下降较多,而高仓位(90%以上)基金的基金数量则出现上升。其他仓位的基金数量变化不大。综合来看,上周仓位在80%以上基金占全部偏股型基金的比例为61.11%,较前一周有所下降。此外,我们还观测到,有26.56%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置上限,与前一周相比上升了4.59个百分点,同时,有0.98%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置下限,说明仍然有相当数量的基金选择了较为激进的仓位配置策略。