

基金管理与执法实务全书

基金投资策略

本书编写组编

内蒙古人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

基金管理实务全书/本书编写组编. —呼和浩特: 内蒙古人民出版社, 2004

ISBN 7-204-05938-7

I. 基… II. 本… III. 基金—基本知识—汇编

IV. F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 114933 号

内蒙古人民出版社出版发行

(呼和浩特市新城西街 20 号 010010)

全国各地新华书店经销 北京兆成印刷厂印刷

开本: 787×1092 1/32 印张: 156.25 字数: 4 056 千字

2004 年 9 月第 1 版 2004 年 9 月第 1 次印刷

印数: 1~1 000 册

书号: ISBN 7-204-05938-7/F·118

定价: 450.00 元(本卷定价: 18.00 元)

目 录

◎货币市场基金投资“三看”	1
◎封闭式基金折价风险控制	2
◎货币市场基金能有效回避通胀风险	9
◎上交所加紧推进交易所交易基金开发工作	11
◎ETFs(交易所交易基金)投资意愿调查报告	13
◎指数产品分享成长性收益——ETF 投资机会和 风险	31
◎晨星资讯：如何阅读基金中报和年报	36
◎180ETFs 产品发行模式与运作管理研究	38
◎交易所交易基金的基本运作模式	39
◎投资管理方案	40
◎完全复制策略	41
◎抽样复制策略	42
◎其他中间策略	43
◎基金参与新股市值配售的可行性	44
◎申购赎回机制的设计	45
◎一篮子证券确定的过程	47
◎未上市的股票的处理	47
◎分红、送配的处理	47

◎ 暂停上市的指数成份股处理.....	48
◎ 完全现金替代方案.....	49
◎ 现金替代回购方案.....	50
◎ 跟踪误差管理与模拟测算.....	50
◎ 测试方法简介.....	51
◎ 模拟结果.....	52
◎ 总体跟踪误差.....	53
◎ 跟踪误差的分解.....	54
◎ 指数成份股调整对跟踪误差的影响.....	56
◎ 交易所交易基金买卖方法与股票相同.....	56
◎ LIPPER 研究分析经理：“借钱”的风险.....	58
◎ [上证联合研究]上证 180ETF 产品发行及 运作管理实务研究.....	71
◎ 基金销售如何解决销售伙伴的“囚徒困境”.....	91
◎ 国泰基金：ETF 产品发行的三大模式.....	95
◎ 货币市场基金游走在期待与博弈之间.....	96
◎ 西南证券：社保基金能否投资信托产品.....	99
◎ 长信基金：发展低风险产品分流储蓄资金.....	106
◎ 发展货币市场基金不能用旧瓶装新酒.....	110
◎ 从需求动力角度论货币市场基金之重要影响....	122
◎ 长城基金公司：钢铁行业增长可持续 价值 被低估.....	131

◎ 缩减保本基金投资自由度--谈南方避险与保本基金预案的四大差异.....	134
◎ 从行为金融学看赎回潮的“悖论”现象.....	136
◎ 基金缓冲账户与养老基金的免疫策略.....	139
◎ 基金券商投资策略比较研究.....	142
◎ 晨星资讯：如何阅读招募说明书.....	151
◎ 货币市场基金与传统的基金之比较.....	153
◎ 川财证券：货币市场基金短期投资新品.....	155
◎ 市场制度建设对基金业发展至关重要.....	157
◎ 基金经理可以击败市场.....	169
◎ 关注基金发展 寻求创新突破.....	171
◎ 基金合资意在“战略目标”.....	176
◎ 开放式基金严格纳税会怎样.....	181
◎ 基金份额质押风险.....	186
◎ 酸：净值大跌凸显投资机会.....	188
◎ 甜：基金抗风险能力较强.....	190
◎ 苦：专家理财水平让人失望.....	191
◎ 辣：片面营销误导投资者.....	192
◎ 22 家基金折价率超过 30% 封闭式基金难 打开困境.....	194
◎ 基金观察：基金助涨助跌 是机构时代的 必然(一).....	195

◎美国国际集团加快中国布局 AIG 八年终圆基 金梦.....	198
------------------------------------	-----

◎货币市场基金投资“三看”

随着华安现金富利投资基金、博时现金收益基金、招商现金增值基金的成功发行，我国货币市场基金试点正式启动，对投资者来说，也就多了一条投资理财的渠道。货币市场基金对国内投资者来说是个全新的概念，如何进入一个自己尚不熟悉的领域，笔者建议通过“三看”来决定投资策略。

一看货币市场基金的收益预期。货币市场基金目前主要投资于到期期限在一年以内的国债、金融债、央行票据、AAA级企业债等短期债券，虽然也可以投资可转债，但在转股期不可转为股票。与国外可以横跨货币市场与证券市场两个投资领域的同类基金相比，投资渠道的狭窄决定了不能对货币市场基金抱太高的收益预期。模拟测试显示，依据不同投资组合，华安、博时、招商三只货币市场基金的预期收益分别为2.691%、2.633%和2.573%，这个预期收益可以作为投资参考。由于上述收益须扣除合计0.68%的管理费、托管费和营销费，与一年定期储蓄税后利率1.584%比较，货币市场基金获利空间并不大，这是投资者在决策前应该考虑的。

二看货币市场基金的政策取向。由于我国至今还没有形成全国统一的商业票据二级市场，并且货币市

场基金在没有获准的情况下不能参与央行票据的首发，也不能投资于大额转让存单、银行承兑汇票、经银行背书的商业承兑汇票，要想让货币市场基金在“吃不饱”的情况下“拉”得多实在是强人所难，而此次发行个人认购率高达 93%，也说明众多机构并不看好货币市场基金的“钱景”。相反，如果一些政策限制能逐步取消，货币市场基金就有可能通过扩大投资范围而产生规模效应，从而赢得投资者的青睐。一系列有利于货币市场基金的政策是否会相继出台，投资者宜拭目以“看”。

三看货币市场基金的绩效和风险。选基金就是选基金管理人，不同的投资风格和策略会使基金的业绩形成很大的差距。经过一段时间的运作，三家业已成立的货币市场基金各有什么特点，谁的管理和信息披露规范、谁的投资回报率高等问题都会有初步的答案，经比较后“择良木而栖”无疑是稳妥的策略。虽然货币市场基金有“准储蓄”的美誉，但毕竟没有稳定的利息收益，市场利率可能的变化对收益构成的风险也是明显的，对此投资者在决策时应多加考虑，以决定是否参与和如何参与货币市场基金的投资。

◎封闭式基金折价风险控制

通过对我国封闭式基金折价现象的分析，我们认

为投资者的情绪风险是影响我国封闭式基金折价的重要因素，由此提出了在构建封闭式基金投资组合中使用开放式基金来分散折价风险的投资策略。实证分析表明：这一策略有效地降低了封闭式基金组合的风险，从而为封闭式基金的投资提供了一个新的思路。

就世界基金市场的发展来看，开放式基金已经成为了基金发展的主流，但是封闭式基金由于自身的特点，使其具备了某些开放式基金无法比拟的优势，这也使得封闭式基金作为一种金融产品能够具有长久的生命力。

目前我国市场上已有 54 只封闭式基金，总份额为 817 亿份。从去年下半年以来，我国的封闭式基金就处于一种大幅折价交易的状态，截止到 2003 年 11 月 30 日，54 家封闭式基金的平均折价率高达 21.08%，处于历史高位。在这种高折价情况下，基金投资者必须解决的重要问题就是怎样控制由折价所带来的投资风险。

一、我国封闭式基金折价原因

近年来，由于我国封闭式基金也长期处于折(溢)价交易状态，理论界和实务界对这一现象进行了大量的研究并提出了相应的解释。综合其结论，我国封闭式基金折价的主要原因如下：

(1) 噪声因素是造成我国封闭式基金折价的重要原因，尤其是对于小盘基金而言，由于其盘面较小，在其市场表现中，“投机”与“博弈”成分很重，由此所带来的投资者情绪风险使得其价格长时间的偏离其价值，从而形成了封闭式基金长期的折(溢)价现象。

(2) 新股配售特权的取消导致封闭式基金的市场吸引力大为减退。1998 年上半年和 1999 年 5、6 月份封闭式基金两次热炒行情都与这种无风险收益的巨大业绩诱惑密不可分。自从 2002 年 5 月份中国证监会取消证券投资基金的无条件新股配售权后，尽管新股申购收益在基金业绩的贡献作用仍然不容忽视，但市场反响与以前相比已是不可同日而语。

(3) 基金投资组合趋同化现象明显，无特色经营是我国基金管理人的致命弱点，众多投资组合相似的封闭式基金使国内证券市场出现变相的“过度供给”现象，而且当新成立的基金还抽取了原应投资于其它设立较早基金的资金，并最终导致所有封闭式基金都出现了较大幅度的折价交易。

(4) 基金管理公司的内部资源向开放式基金倾斜也是导致封闭式基金折价的一个重要原因。从 1998 至 2002 的 5 年中，封闭式基金持有人为基金管理公

司贡献了 30 多亿元的管理费。正是这些巨额管理费为基金管理公司的进一步发展奠定坚实的物质基础。大量的人、财、物资源被消耗在开放式基金上，封闭式基金正常运作所需的保障被削弱。有的基金管理公司在发行中公开宣称优先扶持开放式基金，并将此作为开放式基金的“卖点”之一。

(5) 持有人结构的机构化也会导致封闭式基金折价现象产生，2000 年开始的以保险公司购买封闭式基金为主要特征的机构化趋势越来越严重。不仅在持有比例，而且在交易集中度以及更为准确的“筹码分布”指标来看，封闭式基金均呈现非常严重的机构控盘特征。从市场格局来看，保险公司作为封闭式基金的主要持有人地位决定其对行情的决定性影响，并在保险公司逐步控盘的同时产生了排挤效应。而当保险公司对基金行情基本采取观望态度而缺乏主动性的时候，封闭式基金的有效需求就会大幅减少，从而导致了折价的产生。

由以上的结论我们可以看出，在造成我国封闭式基金折价的主要原因中，有一些是理性因素，但也有部分非理性因素，这主要是由过度投机所带来的投资者情绪风险造成的，或者说这种非理性折价是投资者对封闭式基金的一种过度反应。因此，封闭式基金的

投资中，如何控制这种由投资者情绪所带来的折价风险是投资者必须考虑的问题。下面，我们就此提出一种新的基金投资策略。

二、封闭式基金组合中的折价风险控制

在 Lee、Shleifer 和 Thaler 1991 提出的投资者情绪理论中，认为投资者情绪风险将影响封闭式基金和小盘股，从而造成其错误的定价，而这也是形成封闭式基金折价现象的重要原因。据此，Alan K. SeVeRn (1998) 提出了使用大盘股来分散封闭式基金组合中的投资者情绪风险。他使用 S&P 指数 (即大盘股指数) 与封闭式基金构建了组合，结果表明，这种组合风险低于这两种资产单独的风险，也就是说封闭式基金组合通过大盘股的加入使得其折价风险得到了有效的分散。而在我国封闭式基金折价的影响因素中，投资者情绪风险占了相当大的比例，因此我们也可以考虑采用不易受投资者情绪影响的大盘股来分散我们封闭式基金投资组合的折价风险。由于我国并没有以大盘股为指标股的指数，因此我们考虑用开放式基金来代替大盘股加入封闭式基金组合中，这主要是考虑到开放式基金并不在二级市场交易，可以直接净值买卖，因此不存在折价风险，另一方面，从去年开始，我国开放式基金表现了一种集中持有大盘股

的特征，因此，我们认为开放式基金可以作为大盘股的替代品种。

我们对 2002 年第四季度到 2003 年第三季度的开放式基金前十大重仓股的股本结构进行了分析，可以看出，从去年以来，开放式基金持股股本明显高于市场平均水平，无论是流通股还是总股本，其持股平均股本的市场排名都在前 20 位，呈现出集中持有大盘股的特征。因此，在这里我们可以使用开放式基金来代替大盘股加入封闭式基金组合中以降低其投资者情绪风险。下面，我们对其组合效果进行验证。

首先，我们根据第一部分的封闭式基金定价模型对 54 只封闭式基金进行定价，并选取理论价格与实际价格比值最大的前 10 只封闭式基金再加上开放式基金构建组合。对于开放式基金，我们考虑到数据的完整性，选择了 2003 年前发行的 11 只股票型的开放式基金，取其平均净值，作为一只开放式基金加入组合。

由于我国开放式基金的发展历史较短，可用的数据有限，因此我们选择的样本期为 2003 年 1 月到 2003 年 11 月。

在方法上我们对基金投资组合构建了两条有效前沿，第一条有效前沿只包括 10 只封闭式基金，第

二条有效前沿则在前一种组合中加入了开放式基金。我们使用了样本期内 10 只封闭式基金和开放式基金的历史对数月收益数据来计算有效前沿。

由下表可以看出，在样本区间，加入了开放式基金后，整个组合的有效前沿向左移动，也就是说开放式基金加入使得组合在相同收益率下风险更小，这表示代替大盘股的开放式基金有效降低了封闭式基金组合的折价风险。

三、结论

本文主要研究了封闭式基金折价风险控制问题。基于无风险利率、即期利率期限结构、封闭式基金即期收益率等因素构建了封闭式基金定价模型，同时考虑封闭式基金的或有转开放条款，提出具有可转条款的封闭式基金定价模型，并使用该模型以及现有数据对现有封闭式基金进行定价。然后通过对封闭式基金折价风险的分析，提出了使用开放式基金来降低封闭式基金组合折价风险的投资策略，并利用 2003 年的数据对该投资策略进行了验证，认为该策略是有效的。虽然由于样本数据以及样本区间的限制，该策略的有效性还有待进一步检验，但这为封闭式基金投资策略的制定提供了一个新的思路。

◎货币市场基金能有效回避通胀风险

货币市场基金的投资是一种在货币市场上的滚动短期投资，其收益率随市场利率的变动而变动。基金业人士指出，在当前存在通货膨胀压力的情况下，投资货币市场基金，能有效回避通货膨胀风险。如从目前在发行的南方现金增利基金公布的投资策略上看，其回避通胀风险的功能将得到充分发挥，从而成为投资者银行储蓄资产的更优替代品。

从实体经济看，投资有内在的增长刚性、消费增长明显加快、政府以人为本的管理思路等因素保证了实体持续增长的惯性。在投资方面，现在大多数项目都是资金密集型、建设周期较长的大型工业和基础项目，在建设周期结束前，投资是刚性的。还有政府后续的水利设施、公共设施的建设项目、企业的电力建设等瓶颈项目的投资，都使固定资产投资保持一定的增长；在消费方面，由于进入投资领域的投资的一部分将陆续转化为消费需求、居民绝对财富的积累引致的消费升级还将继续、财政政策由对投资的拉动转为对消费的支持等等因素，消费的增长将明显加快。政府解决就业、加强社会保障、解决“三农”问题等各项政策和措施都是促进消费增长、促进经济与社会良性发展的。

从虚拟经济看，长期快速增长的货币供应、美元汇率的大幅度贬值、实体经济发展太快引致的瓶颈效应等因素决定了通货膨胀不可避免。由于实体经济增长太快，使基础原材料、电力能源、运输等行业出现供求关系紧张，农产品库存接近历史低位，物价上涨有实质的推动力，由于美元汇率大幅度贬值，人民币紧盯美元导致通货膨胀输入，再加上国内人民币货币供应量长期快速增长，有出现通货膨胀的预期。

那么货币市场基金究竟如何回避通胀风险呢？有关专家以正在中国工商银行各网点热销的南方增利基金为例指出，南方增利基金策略配置为短期回购（7天以内）10%，中期回购（7-31天）25%，长期回购（31-182天）25%，央行票据和短期债券（≤397天）35%，现金5%。基金组合的平均剩余期限是0.3832年。这种平均剩余年限在5个月以内的滚动短期投资安排，其收益率紧贴市场利率波动，避免了存款利率的固定性（比如，在2003年下半年，市场利率波动有100个基点左右，居民储蓄存款利率却维持不动）。特别是在有通货膨胀预期的市场环境下，南方增利基金这种滚动投资能随市场利率向上波动，获得高于存款利率并随时反映市场通货膨胀预期的投资回报，有效地回避通货膨胀风险。

◎ 上交所加紧推进交易所交易基金开发工作

为贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》有关“健全资本市场体系，丰富证券投资品种”的相关内容，上海证券交易所加紧推进交易所交易基金(ETF)这一全新投资品种的开发工作。

从今日起，上证所将陆续发表由业内各知名研究机构独立完成的“上证联合研究计划”——ETF专题的主要研究成果，以便加深广大投资者对这一创新产品的认识，进一步推动ETF研发工作，为发展我国ETF市场做出积极贡献。

此项“上证联合研究计划”完成的ETF专题研究既有理论深度，又有实用价值，主要内容涉及到ETF市场需求、产品发行方式、运作模式、套利可行性、180指数流动性、国际经验等各个方面。

业内分析人士认为，上证所积极探索推出ETF这一新的投资品种，体现了上证所与时俱进、开拓创新的精神。ETF的研发具有较为重要的现实意义：首先，吸引个人储蓄流向股市。ETF投资于一篮子指数成分股，分散了风险，投资者可用少量资金获得与大盘一致的市场回报。其次，满足境内外机构投资者对新品种日益增长的需求。国内的证券公司和基金管理