

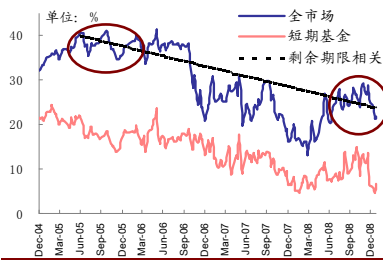
王丹妮 86-755-82943250
 wangdn@cmschina.com.cn
 贾戎莉 86-755-83734554
 jiarl@cmschina.com.cn

2009年2月13日

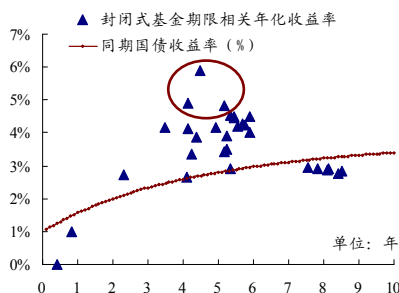
高Beta值提高短期收益 折价率提供长期安全垫

封闭式基金投资机会和策略研究

封闭式基金折价率



封闭式基金期限相关年化收益率与国债收益率



封闭式基金组合推荐

组合	代码	基金简称
激进型	500011	基金金鑫
	184701	基金景福
	184699	基金同盛
稳健型	184693	基金普丰
	184698	基金天元
	500001	基金金泰

近期可能分红的封闭式基金

代码	基金简称
500006	基金裕阳
500005	基金汉盛
500003	基金安信
500015	基金汉兴

相关报告

1、《高折价、低仓位封闭式基金提供长期安全垫》2008/10/28

近期封闭式基金积极提高了组合的 Beta 值，以把握市场机会。高折价封闭式基金仍具备较好的长期战略投资价值。推荐激进型与稳健型两个封闭式基金组合。基金分红可能引发短期交易机会，但目前价格大部分都已反映其分红预期。

内容摘要:

- **封闭式基金长期价格收益率大幅优于市场** 虽然封闭式基金的投资管理业绩并没有显示出比偏股型开放式基金更明显的优势，但以价格复权增长率来衡量，封闭式基金近三年来平均超越大盘 202%。
- **仅少数基金具备分红潜力** 目前封闭式基金不具备大比例分红的可能，但从财务数据推算，仍有 10 只基金的 08 年已实现收益为正，有 5 只基金已实现收益和可供分配收益为正。分红实施引起的交易投机因素较强，如何操作取决于投资者的封闭式基金投资策略。
- **近期 Beta 值提升** 近期 A 股市场回暖，预期未来整体将呈现震荡格局，并出现结构性和阶段性的投资机会。部分封闭式基金积极进行了不同程度的加仓或行业配置结构的调整，主动提高了组合的 Beta 值，以把握市场机会。
- **折价率仍提供长期安全垫** 近期封闭式基金交易活跃度提升，折价率回落。但考虑到剩余期限的影响，当前折价率仍然较高。短期内封闭式基金价格压力加大，但长期而言仍具有战略配置价值，高折价和较低仓位提供了 40-70% 的长期安全垫。
- **3-5 年的封闭式基金风险补偿较高** 部分剩余期限在 3-5 年的封闭式基金剔除制度风险补偿因素后的年化收益率在 4-6% 之间，与同期国债收益率相比较，此类封闭式基金当前折价率所对应的风险补偿相对较高，在 1%-4% 之间。
- **激进型组合：基金金鑫、基金景福、基金同盛** Beta 值较高，适用于中短期投资、偏好高风险高收益的激进型投资者。
- **稳健型组合：基金普丰、基金天元、基金金泰** 安全垫较大，适用于投资期限较长、偏好稳健收益的稳健型投资者。
- **基金裕阳、基金汉盛、基金安信、基金汉兴有望分红** 年报公布在即，有分红潜力的封闭式基金可能会引发短期交易性机会。但需注意大部分有望分红的封闭式基金目前价格都已反映了其分红预期。

正文目录

一、封闭式基金投资影响因素	3
1、封闭式基金长期价格收益率远优于市场	3
2、封闭式基金潜在分红测算	4
3、封转开短期仍存风险	6
4、投资业绩评价	6
二、高Beta值提高短期收益，折价率提供长期安全垫	7
1、部分封闭式基金仓位积极提高	7
2、折价率对应的期间年化收益仍然较高	8
3、3-5 年的封闭式基金风险补偿相对较高	9
4、高折价、较低仓位提供长期安全垫	11
5、封闭式基金配置推荐	14

图表目录

图 1：近期封闭式基金市场换手率变化情况	9
图 2：近期封闭式基金市场折价率变化情况	9
图 3：年化收益率与同期国债收益率（2009-02-06）	10
图 4：封闭式基金折价率对应风险补偿（2009-02-06）	10
表 1：不同类别基金净值整体变化情况（截至 2009-02-06）	3
表 2：封闭式基金净值与价格复权增长率明细（截至 2009-02-06）	4
表 3：封闭式基金 2008 年潜在分红测算	5
表 4：2009 年到期的封闭式基金	6
表 5：综合 α 值权重分配标准	7
表 6：封闭式基金综合 α 评价（报告期：2009-02-06）	7
表 7：封闭式基金四季末股票仓位及近期Beta值测算	8
表 8：封闭式基金的期限相关年化收益率及风险补偿（计算日期：2009-02-06）	10
表 9：不同市场情景下折价买入高仓位封闭式基金并持有到期的到期回报估计	12
表 10：不同市场情景下折价买入低仓位封闭式基金并持有到期的到期回报估计	12
表 11：折价买入高仓位封闭式基金并持有到期的到期回报临界分析	12
表 12：折价买入低仓位封闭式基金并持有到期的到期回报临界分析	13
表 13：高折价与较低仓位提供长期安全垫（计算日期：2009-02-06）	13
表 14：封闭式基金组合推荐	14
表 15：近期可能分红的封闭式基金	15

一、封闭式基金投资影响因素

1、封闭式基金长期价格收益率远优于市场

受基础股票市场震荡下行的不利影响，2008 年各类偏股型基金净值损失惨重。与其它类型的开放式偏股型基金相比，封闭式基金平均净值跌幅小于股票型基金，与混合型基金基本相当。这主要是因为封闭式基金在 08 年保持了较低的股票仓位，从而降低了系统风险。（表 1）

我们过去对封闭式基金本身资产管理的研究表明，虽然交易机制有所不同，但封闭式基金和开放式基金中长期的投资收益并未有明显差异。

表 1：不同类别基金净值整体变化情况（截至 2009-02-06）

	近 1 月复权单位 净值增长率 (%)	近 1 季复权单位 净值增长率 (%)	近半年复权单位 净值增长率 (%)	近 1 年复权单位 净值增长率 (%)	近 2 年复权单位 净值增长率 (%)	近 3 年复权单位 净值增长率 (%)
封闭式	8.64	22.77	-7.12	-38.66	18.38	148.37
灵活股票	10.37	26.01	-6.43	-42.70	11.71	161.54
稳定股票	9.65	26.83	-10.94	-43.88	4.43	149.22
灵活混合	8.44	22.26	-6.21	-39.27	84.65	126.29
稳定混合	6.95	19.32	-3.07	-30.85	15.03	130.19
债券	-1.87	1.78	6.78	6.13	17.03	30.73
指数	15.11	30.62	-13.18	-50.22	-5.39	117.69
ETF	14.85	34.28	-12.87	-51.88	-2.81	110.64
保本	-0.04	2.74	4.36	-7.06	25.25	94.81
绝对收益	3.17	9.09	-4.44	-22.57	33.46	136.84

数据来源：wind，招商证券研发中心

从基金净值变动趋势来看，过去三年里（2006 年 2 月-2009 年 2 月），沪深 300 指数涨幅为 117%，主动投资的偏股型基金净值增长率为 143%，封闭式基金净值增长率 148%。虽然从投资管理业绩来衡量，封闭式基金并没有显示出比偏股型开放式基金更明显的优势。但封闭式基金二级市场价格指数相对 A 股市场指数具有明显的相对优势，表现在其二年以上的长期投资收益明显高于股票指数，同时在 2008 年市场大幅下跌过程中跌幅也小于股票指数。

以封闭式基金价格复权增长率来衡量，成立满三年的封闭式基金里，过去三年的平均复权价格增长率达到 320%，其中最为出色的是基金兴华、基金丰和、基金泰和，三年的复权价格增长率超过 400%。封闭式基金的长期高收益率与其大比例分红、较高的折价率以及规模稳定、仓位控制灵活等特点有密切联系。（表 2）

表 2: 封闭式基金净值与价格复权增长率明细 (截至 2009-02-06)

代码	基金名称	1 年复权增长率 (%)		2 年复权增长率 (%)		3 年复权增长率 (%)	
		净值	价格	净值	价格	净值	价格
500008	基金兴华	-26.90	-22.27	46.41	114.88	225.10	473.77
184721	基金丰和	-32.66	-30.28	19.92	75.50	183.38	451.84
500002	基金泰和	-38.44	-42.68	27.47	66.66	207.84	430.92
184722	基金久嘉	-40.32	-31.77	17.62	79.03	159.68	397.95
184692	基金裕隆	-31.80	-40.94	46.84	68.34	212.72	373.80
500009	基金安顺	-25.79	-22.09	32.57	71.63	188.78	367.64
184698	基金天元	-37.69	-37.70	22.83	71.88	169.89	357.30
500038	基金通乾	-36.09	-27.35	26.36	79.45	152.39	353.47
500005	基金汉盛	-38.66	-29.70	26.05	81.76	163.09	350.31
500003	基金安信	-33.45	-26.43	17.77	68.81	165.05	345.92
184688	基金开元	-40.57	-42.11	14.79	59.45	158.81	336.05
184691	基金景宏	-39.34	-34.88	17.82	64.51	164.64	328.20
500018	基金兴和	-36.22	-30.58	11.23	55.57	140.38	322.87
500056	基金科瑞	-33.32	-27.36	19.10	64.93	154.79	317.26
500058	基金银丰	-35.57	-37.31	21.28	65.13	140.93	308.65
184699	基金同盛	-37.29	-32.16	15.98	63.84	132.23	308.20
184690	基金同益	-38.20	-36.96	16.15	63.12	146.78	302.31
184689	基金普惠	-42.57	-36.67	7.82	48.23	134.97	296.65
500006	基金裕阳	-36.42	-32.77	27.68	66.15	158.46	292.24
184703	基金金盛	-36.04	-34.11	28.59	61.84	182.02	290.07
184693	基金普丰	-38.08	-32.43	9.39	43.57	125.43	288.02
500001	基金金泰	-38.98	-35.61	8.94	40.00	133.22	270.53
184701	基金景福	-40.24	-36.69	1.26	30.09	112.68	249.20
500015	基金汉兴	-37.24	-31.35	12.98	51.94	111.46	238.53
184728	基金鸿阳	-41.28	-36.93	-9.15	26.81	82.79	228.62
184706	基金天华	-35.45	-28.15	6.68	38.58	127.57	227.68
500011	基金金鑫	-37.42	-34.65	12.72	25.03	106.70	227.12
184705	基金裕泽	-39.67	-40.04	21.47	54.51	140.48	212.28
封闭式基金平均		-36.63	-33.29	18.88	60.76	152.94	319.55
沪深 300		-54.54		-3.40		117.22	

数据来源: wind, 招商证券研发中心

2、封闭式基金潜在分红测算

我国《证券投资基金运作管理办法》第 35 条规定:“封闭式基金的收益分配, 每年不得少于一次, 封闭式基金年度收益分配比例不得低于基金年度已实现收益的百分之九十。”

因此, 封闭式基金分红的条件为: 1、可供分配收益大于零; 2、当年已实现收益大于零; 3、基金当年收益先弥补上一年度亏损后, 才可进行当年收益分配; 4、分红不低于年度已实现收益的 90%; 5、收益分配采取现金方式, 每年度至少分配一次。

除此之外, “净值不能低于面值” 的规定是对于开放式基金而言的, 对封闭式基金并未有此规定。

分红相当于封闭式基金折价率对应回报的一部分提前兑现。由于法规的分红规定, 市场对封闭式基金分红的预期比较明确, 一般在年初封闭式基金年报公告之前总会产生分红引起的短期交易性机会。

根据我们过往的研究, 封闭式基金分红之后在理论上和实践中并不必然引起折价率水平的扩大。我们认为, 短期资金博取交易性套利机会, 以及分红的避税效应是引起期间价

量波动的主要动因。由于分红实施引起的交易投机因素较强，因而如何操作取决于投资者的封闭式基金持仓遵循的是何种投资策略。

虽然 2008 年封闭式基金净值持续下跌，目前并不具备大比例分红的可能。但从一至四季度的财务数据推算，截至四季度末仍有十只基金的年度已实现收益为正，其中基金裕阳、基金汉盛、基金安信、基金汉兴、基金通乾、基金景宏六只在理论上进行年度分红的可能性较大。

如果考虑“可供分配收益”是否为正的情况，仅有基金裕阳、基金汉盛、基金汉兴三只的潜在分红在 0.1 元以上。此处我们以 07 年可供分配收益为基数推算，而不是 08 年中报可供分配收益推算，是因为绝大部分基金（除基金汉盛、基金汉兴外）在 08 年中报披露时都是以净值高于面值的部分来作为可供分配收益，未能真实体现 07 年末分配部分。事实上，如以 07 年可供分配收益为基数推算，仅有五只基金存在分红可能。（表 3）

表 3：封闭式基金 2008 年潜在分红测算

代码	基金简称	年度已实现净收益（元）	年度可供分配收益（元）	2008-12-31 基金净值（元）	潜在分红（元）
500006	基金裕阳	0.4041	0.3430	1.2216	0.36
500005	基金汉盛	0.2313	0.1045	1.4062	0.21
500003	基金安信	0.2189	-0.0209	1.2799	0.20
500015	基金汉兴	0.1980	0.1587	1.1832	0.18
500038	基金通乾	0.1085	-0.0494	1.0846	0.10
184691	基金景宏	0.1061	-0.3395	1.2298	0.10
184690	基金同益	0.0523	-0.5053	0.9125	0.05
184689	基金普惠	0.0499	0.0047	1.2054	0.04
184701	基金景福	0.0133	-0.0832	0.9988	0.01
184693	基金普丰	0.0059	0.0657	0.9644	0.01
150001	瑞福进取	-0.2701	-0.1285	0.2810	0.00
500011	基金金鑫	-0.2616	-0.0994	0.7256	0.00
184699	基金同盛	-0.2121	-0.4715	0.7408	0.00
184728	基金鸿阳	-0.3841	-0.4582	0.6044	0.00
500056	基金科瑞	-0.2303	-0.1829	0.9458	0.00
184722	基金久嘉	-0.5012	-0.2739	0.6699	0.00
500058	基金银丰	-0.0664	-1.1013	0.8050	0.00
500018	基金兴和	-0.1233	-0.1893	0.8785	0.00
184688	基金开元	-0.2998	-0.8259	0.7203	0.00
184721	基金丰和	-0.4947	-0.9662	0.6967	0.00
150002	大成优选	-0.2079	-0.2246	0.5320	0.00
500001	基金金泰	-0.3244	-0.1087	0.8211	0.00
184698	基金天元	-0.0060	-0.5567	1.0032	0.00
500002	基金泰和	-0.4507	-0.9341	0.6879	0.00
150003	建信优势	-0.3256	-0.3256	0.5720	0.00
184705	基金裕泽	-0.3326	-0.4380	0.7998	0.00
500008	基金兴华	-0.0926	-0.1476	0.9877	0.00
184692	基金裕隆	-0.4284	-0.4877	0.9216	0.00
184703	基金金盛	-0.7410	-1.1958	1.0410	0.00
500009	基金安顺	-0.0238	-0.2385	1.0919	0.00
184706	基金天华	-0.2609	-0.1579	0.7562	0.00

数据来源：wind，招商证券研发中心

注：年度已实现净收益=一至四季度已实现净收益之总和。

年度可供分配收益=07 年可供分配收益-07 年已分配收益+08 年已实现净收益。

潜在分红=MAX（年度已实现净收益*0.9，0）。

表中“潜在分红”数据仅从相关报表推算、未经审计，因此仅为分红可能性，具体分红情况仍要以 2008 年年报披露为准。

3、封转开短期仍存风险

封闭式基金最终要实现封转开，随着到期日的临近，价格最终将回归于净值。因此在牛市中，封转开往往为投资者带来丰厚的套利空间，利用停牌时间获得折价收益和净值上涨的双重收益。然而这样的策略在熊市中也将面临着停牌期间股指下跌、基金净值缩水风险，虽然到期折价率仍然归零，但市值向净值回归的过程中也可能出现市值亏损。2008 年股指持续下行，年内到期的 4 只封转开基金：基金鸿飞、基金科汇、基金科翔和基金汉鼎在复牌后价格均出现大幅下跌，参与此类封转开的投资者承担的风险较大。

因此，封转开策略在市场短期上行概率较大、折价率较高时获取收益的可能性更大。

对于利用基金封转开事件搏取短期收益的策略，我们认为对不同基金要区别对待，有的封闭式基金在到期之前已经逐步降低了仓位，不再继续承担过大的系统风险，这样的基金持有到期的净值下跌风险已经很小。投资者可根据基金当前的折价率水平，直接计算其到期时的期间收益率，和同期机会成本相比较即可做出投资决策。

2009 年到期的封闭式基金有两只，基金天华和基金金盛将分别在 7 月和 11 月到期，目前的折价率分别为 5.69% 和 6.50%（表 4）。因市场期间波动风险较大，如果股指跌幅大于 9%，则将出现市值亏损，建议投资者保持谨慎，具体测算见后文（表 13）。

表 4：2009 年到期的封闭式基金

代码	基金名称	折价率（%）	剩余期限（年）	存续截至日
184706	基金天华	5.69	0.42	2009-07-11
184703	基金金盛	6.50	0.81	2009-11-30

数据来源：招商证券研发中心

4、投资业绩评价

封闭式基金投资业绩的评价，以较长时期的经风险调整收益 α 值作为历史业绩的基础评价指标，再按照不同的基金存续期进行时间加权。（表 5）

α 值计算公式如下：

$$\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p (R_M - R_f)]$$

其中： α_p ——基金詹森系数，

R_M ——沪深流通股加权指数收益率，

R_f ——无风险收益率，取一年定期存款利率。

计算基金综合 α 值的权重分配如下表示， n 为基金存续期。

表 5: 综合 α 值权重分配标准

	过去 3 年权重	过去 2 年权重	过去 1 年权重
$n > 3$	0.2	0.3	0.5
$2 < n \leq 3$		0.4	0.6
$1 < n \leq 2$			1

数据来源: 招商证券研发中心

α 值的计算时期分别为 3 年、2 年和 1 年, 步长为周。

分别求所有存续期够 3 年、2 年、1 年的封闭式基金 3 年、2 年、1 年期综合 α 值, 并从小到大排序。

只给存续期足够 3 年的基金进行投资评级 (分 5 级)。排序在前 10% 的为 5 星, 随后的 22.5% 为 4 星, 其后的 35% 为 3 星, 再后的 22.5% 为 2 星, 最后的 10% 为 1 星。

对存续期足够 3 年封闭式基金同时评价基金持仓组合流动性, 综合考虑股票的持仓量与交易活跃程度, 来考察股票变现时承受的时间损失风险。流动性的高低以最后一颗星的不同颜色表示: 红色 (★) 流动性较高, 蓝色 (★) 中等, 白色 (☆) 较低。(表 6)

表 6: 封闭式基金综合 α 评价 (报告期: 2009-02-06)

排名	基金名称	星级	综合 α	排名	基金名称	星级	综合 α
1	基金兴华	★★★★★	0.1271	17	基金同盛	★★★	-0.0143
2	基金裕阳	★★★★☆	0.1246	18	基金汉兴	★★★	-0.0171
3	基金裕隆	★★★★☆	0.1174	19	基金兴和	★★★	-0.0273
4	基金汉盛	★★★★★	0.0930	20	基金同益	★★★	-0.0322
5	基金银丰	★★★★★	0.0868	21	基金景宏	★★★	-0.0425
6	基金泰和	★★★★★	0.0758	22	基金汉鼎	★★★	-0.0638
7	基金久嘉	★★★★★	0.0487	23	基金安信	★★★	-0.0727
8	基金天元	★★★★★	0.0289	24	基金科汇	★★★	-0.0778
9	基金科瑞	★★★★★	0.0283	25	基金科翔	★★★	-0.0985
10	基金安顺	★★★★★	0.0254	26	基金普惠	★★★	-0.1004
11	基金通乾	★★★★★	-0.0015	27	基金金鑫	★★★	-0.1057
12	基金裕泽	★★★★★	-0.0040	28	基金景福	★★★	-0.1181
13	基金普丰	★★★★★	-0.0046	29	基金天华	★★★	-0.1407
14	基金开元	★★★★★	-0.0098	30	基金金泰	★★★	-0.1520
15	基金丰和	★★★★★	-0.0109	31	基金鸿阳	★★★	-0.1883
16	基金金盛	★★★★★	-0.0115				

数据来源: 招商证券研发中心

二、高Beta值提高短期收益, 折价率提供长期安全垫

1、部分封闭式基金仓位积极提高

2008 年四季末, 封闭式基金股票仓位平均水平约 63.66%, 与三季末相比提高了 1.15 个百分点, 但仍处于相对低位。

近期信贷、货币数据趋好, 市场信心回暖, 流动性推动 A 股市场连续反弹。然而从宏观经济基本面看, 全球经济复苏尚需时日, 中国经济面临的前景仍具较大不确定性。多重因素共同作用下, 预期未来市场整体将呈现震荡格局, 并出现结构性和阶段性的投资机会。从近期的净值增长和价格波动情况来看, 部分封闭式基金在四季末之后积极进行了不同程度的加仓或行业配置结构的调整, 主动提高了组合的 Beta 值, 以把握市场机会、

提高组合收益。(表 7)

表 7: 封闭式基金四季末股票仓位及近期 Beta 值测算

基金代码	基金简称	08 年四季末仓位 (%)	近期 Beta 值测算
150001	瑞福进取	70.21	1.32
500011	基金金鑫	72.28	0.84
184701	基金景福	69.94	0.82
184699	基金同盛	64.86	0.79
184728	基金鸿阳	39.10	0.78
184693	基金普丰	47.28	0.76
500056	基金科瑞	69.25	0.76
184690	基金同益	69.61	0.74
184722	基金久嘉	42.71	0.74
500038	基金通乾	72.46	0.71
500058	基金银丰	59.60	0.70
500018	基金兴和	62.97	0.70
184688	基金开元	71.29	0.69
184721	基金丰和	68.03	0.69
150002	大成优选	74.22	0.68
500001	基金金泰	57.79	0.68
184698	基金天元	58.05	0.67
500002	基金泰和	58.74	0.63
184691	基金景宏	68.47	0.62
150003	建信优势	74.35	0.61
184705	基金裕泽	73.14	0.61
500008	基金兴华	53.46	0.60
500005	基金汉盛	52.52	0.55
184692	基金裕隆	65.91	0.54
500015	基金汉兴	61.61	0.53
184703	基金金盛	65.96	0.51
184689	基金普惠	59.52	0.50
500009	基金安顺	74.52	0.47
500006	基金裕阳	76.33	0.44
184706	基金天华	60.91	0.42
500003	基金安信	58.23	0.37
平均		63.66	0.66

数据来源: wind, 招商证券研发中心

注: 近期 Beta 值以封闭式基金二级市场价格和沪深 300 指数日收益率进行测算(20090101-20090206)。

近期的流动性推动反弹或将持续, 建议激进型投资者关注近期 Beta 值较高的基金金鑫、基金景福、基金同盛等。

瑞福进取因具有收益分配的杠杆效应和较激进的投资风格, 净值波动剧烈, 表现出高收益、高风险的特征, 目前溢价 43%, 存在一定非理性成份, 建议投资者谨慎对待。

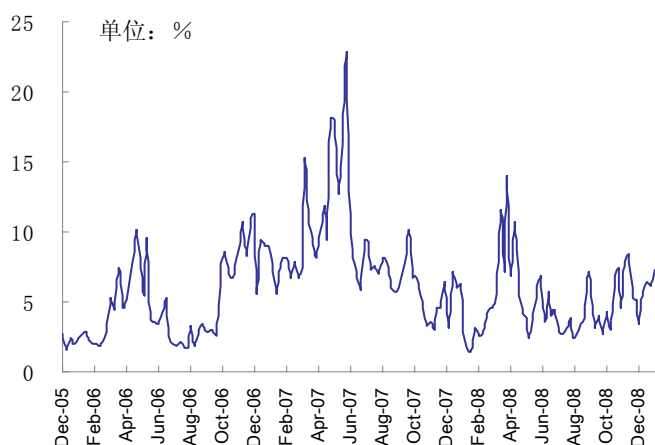
2、折价率对应的期间年化收益仍然较高

2008 年, 沪深两市封闭式基金指数在基础市场拖累下持续下挫, 封闭式基金交易低迷, 折价率震荡攀升。而近期随着 A 股市场的回暖, 封闭式基金交易活跃度有所提升, 经历连续上涨之后, 折价率较前期明显回落。目前封闭式整体折价率为 21.87%, 到期期限超过 3 年的长期基金整体折价率 22.52%, 3 年内到期的短期基金整体折价率 6.72%。

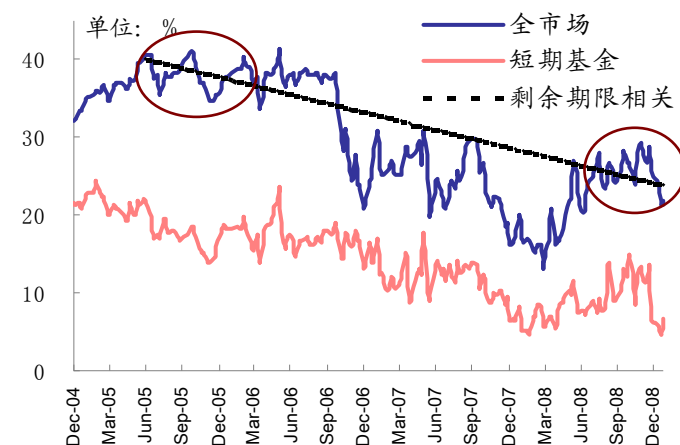
(图 1, 图 2)

封闭式基金折价率虽然短期内有可能难以回落，甚至震荡上行，但考虑到剩余期限的影响，当前的折价率已处于历史高位区间。封闭式基金折价率的历史高点曾在 2005 年 7 月、10 月和 2006 年 3 月、6 月出现，整体折价率最高为 41%，而那时正是 A 股市场一轮大牛市的起点。从年化角度观察，目前封闭式基金折价率对应的期间年化收益与 3 年前的历史高位略有差距，但仍然较高。（图 2）

因此，短期内封闭式基金价格压力加大，但对于长期投资者而言，拥有较高折价率的封闭式基金当前仍具有长期战略配置价值。

图1：近期封闭式基金市场换手率变化情况


数据来源：招商证券研发中心

图2：近期封闭式基金市场折价率变化情况


数据来源：招商证券研发中心

3、3-5 年的封闭式基金风险补偿相对较高

决定封闭式基金折价率的基本因素可以分解为两个部分：其一是与制度缺陷有关的部分，即所有封闭式基金都面临的制度风险或称系统性风险；其二则是与剩余期限有关的风险，包括资金的时间成本和委托代理风险溢价。我们假设持有封闭式基金至到期，其间随着存续期的缩短，与剩余期限有关的风险将逐步下降，直至降到与制度缺陷相关的折价率水平；并假定封闭式基金到期净值不变。我们利用此假设可以测算封闭式基金剔除制度因素后的年化收益率。

如果将剔除制度风险补偿后封闭式基金视为折价交易的零票息债券，可以用估计零票息债券到期收益率的方法，给出不同期限封闭式基金的期限相关年化收益率：

$$\text{封闭式基金期限相关年化收益率} = \left(\frac{1}{1 - D + D_1} \right)^{\frac{1}{T}} - 1$$

其中：T 为封闭式基金到期期限，D 为封闭式基金当前折价率，D₁ 为制度风险补偿。

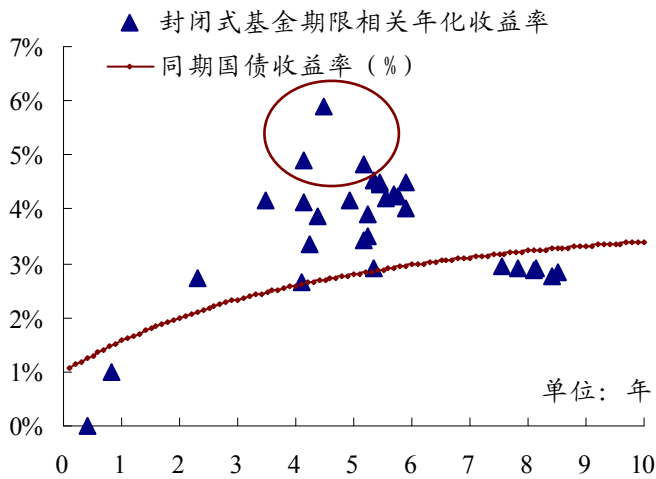
采用多元线性回归方法可以识别与剩余期限无关的风险补偿，即制度因素的风险补偿水平 D₁。考虑到部分封闭式基金的剩余期限已小于 1 年，可以简单地用即将到期的封闭式基金的折价率来估计制度风险补偿水平。

封闭式基金期限相关年化收益率与无风险利率（同期国债收益率）相比较（图 3），可以计算出各只封闭式基金当前折价率所对应的风险补偿：（图 4，表 8）

风险补偿=封闭式基金期限相关年化收益率-同期国债收益率

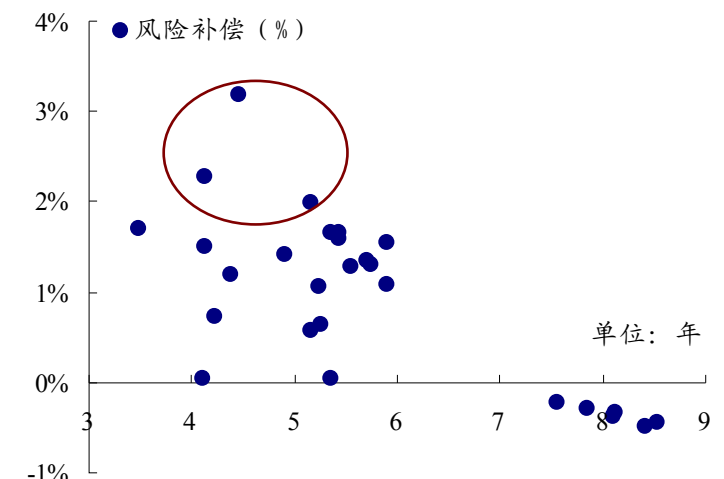
图 4 显示，大部分存续期大于三年的封闭式基金当前折价率所对应的风险补偿介于-1%至 4%之间，在市场前景不明朗的情况下，这样的风险补偿并不具有很强的吸引力。但部分剩余期限在 3-5 年的封闭式基金剔除制度风险补偿因素后的年化收益率在 4%-6%之间，与同期国债收益率相比较，此类封闭式基金当前折价率所对应的风险补偿相对较高，在 1%-4%之间，已经具备一定的投资价值。

图 3：年化收益率与同期国债收益率（2009-02-06）



数据来源：wind，招商证券研发中心

图 4：封闭式基金折价率对应风险补偿（2009-02-06）



数据来源：wind，招商证券研发中心

表 8：封闭式基金的期限相关年化收益率及风险补偿（计算日期：2009-02-06）

代码	基金名称	分红除权折价率（%）	剩余期限（年）	剔除制度因素后的年化收益率（%）	同期国债收益率（%）	风险补偿（%）	存续截至日
184701	基金景福	28.55	5.90	4.499	2.951	1.548	2014-12-30
500006	基金裕阳	28.22	4.47	5.882	2.700	3.182	2013-07-25
184690	基金同益	27.31	5.17	4.824	2.833	1.991	2014-04-08
184693	基金普丰	27.02	5.44	4.513	2.868	1.645	2014-07-14
500011	基金金鑫	26.89	5.70	4.266	2.919	1.348	2014-10-20
500058	基金银丰	26.89	8.52	2.835	3.276	-0.442	2017-08-14
184699	基金同盛	26.83	5.75	4.219	2.919	1.300	2014-11-05
500018	基金兴和	26.80	5.43	4.462	2.868	1.593	2014-07-13
184692	基金裕隆	26.77	5.35	4.521	2.868	1.652	2014-06-14
184721	基金丰和	26.48	8.13	2.910	3.237	-0.327	2017-03-22
500015	基金汉兴	26.45	5.90	4.023	2.951	1.072	2014-12-30
184722	基金久嘉	26.22	8.41	2.769	3.267	-0.498	2017-07-05
500056	基金科瑞	26.11	8.10	2.861	3.237	-0.376	2017-03-12
184698	基金天元	26.05	5.55	4.186	2.902	1.284	2014-08-25
184728	基金鸿阳	25.85	7.84	2.913	3.205	-0.292	2016-12-09
500038	基金通乾	25.47	7.56	2.958	3.183	-0.225	2016-08-28
184689	基金普惠	23.93	4.92	4.180	2.778	1.402	2014-01-06
184691	基金景宏	23.82	5.24	3.888	2.833	1.055	2014-05-05
500001	基金金泰	23.60	4.14	4.887	2.616	2.272	2013-03-27
500005	基金汉盛	22.21	5.25	3.495	2.851	0.645	2014-05-09
500002	基金泰和	21.59	5.17	3.409	2.833	0.576	2014-04-07
184688	基金开元	21.06	4.14	4.118	2.616	1.502	2013-03-27

代码	基金名称	分红除权折价率 (%)	剩余期限 (年)	剔除制度因素后的年化收益率 (%)	同期国债收益率 (%)	风险补偿 (%)	存续截至日
500003	基金安信	21.00	4.38	3.871	2.680	1.191	2013-06-22
500009	基金安顺	19.87	5.35	2.898	2.868	0.029	2014-06-14
150002	大成优选	18.97	3.48	4.176	2.473	1.703	2012-07-31
500008	基金兴华	18.71	4.22	3.357	2.638	0.720	2013-04-28
150003	建信优势	15.89	4.11	2.650	2.616	0.035	2013-03-18
184705	基金裕泽	11.70	2.31	2.718	2.112	0.607	2011-05-31
184703	基金金盛	6.50	0.81	1.005	1.465	-0.460	2009-11-30
184706	基金天华	5.69	0.42	0.000	1.246	-1.246	2009-07-11

数据来源: wind, 招商证券研发中心

4、高折价、较低仓位提供长期安全垫

如果假设封闭式基金持仓结构不变,那么其资产组合中,只有股票资产才承担较大的市场波动风险,而债券和现金资产的风险相对可忽略不计。因此低仓位的封闭式基金可能面临的净值损失将相对较小,高折价和低仓位为其提供了可靠的长期安全垫。

简便起见,我们假设投资一只 T 年后到期、当前折价率为 D、净值为 N 的封闭式基金,到期后以当时的基金净值清算或转开放、没有价格损失;假设封闭式基金未来 T 年的净值变化相对股票指数的 β 系数保持不变。若投资者以当前价格 $P=N(1-D)$ 的成本买入封闭式基金,并持有到期,则 T 年后折价率归零,假设 T 年后股票市场指数涨幅 X,则期末股票总资产为 $N(1+\beta \cdot X)$, T 年投资收益率为:

$$\text{投资收益率} = \frac{N(1+\beta \cdot X) - N(1-D)}{N(1-D)} = \frac{D + \beta \cdot X}{1-D}$$

对于一只 T 年后到期的封闭式基金,表 9 和表 10 分别给出了在股指未来 T 年后不同涨跌幅的情景下,当前买入并高仓位和低仓位封闭式基金并持有到期的回报估计。其中不同的列表示不同情景下上证指数未来 T 年的总回报水平,此处列出了上涨或者下跌共 7 种市场情景;不同的行则给出初始投资时封闭式基金平均折价率;而表中相应的数据即为在某一折价率水平下买进封闭式基金,持有 T 年到期之后清算或者转开放,投资者在不同市场情景下获得的合计回报估计。

对于高仓位封闭式基金,剩余期限集中分布在 4-7 年间,假设其 5 年后到期,初始投资时折价率为 25%,股票仓位 70%,如果 5 年后股票指数不变(上证指数 2200 点),则估计投资回报为 33%;如果 5 年后股指数上涨 30%(上证指数 2860 点),则估计投资回报为 61%;如果 5 年后股票指数下跌 30%(上证指数 1540 点),则估计投资回报为 5%。(表 9)

表 9：不同市场情景下折价买入高仓位封闭式基金并持有到期的到期回报估计

		股票指数涨跌幅						
		30%	20%	10%	0%	-10%	-20%	-30%
折价率	40%	102%	90%	78%	67%	55%	43%	32%
	35%	86%	75%	65%	54%	43%	32%	22%
	30%	73%	63%	53%	43%	33%	23%	13%
	25%	61%	52%	43%	33%	24%	15%	5%
	20%	51%	43%	34%	25%	16%	8%	-1%
	15%	42%	34%	26%	18%	9%	1%	-7%
	10%	34%	27%	19%	11%	3%	-4%	-12%

数据来源：招商证券研发中心

注：假设封闭式基金 T 年内净值变化相对股票指数的 β 系数保持不变（0.7）。

表 10：不同市场情景下折价买入低仓位封闭式基金并持有到期的到期回报估计

		股票指数涨跌幅						
		30%	20%	10%	0%	-10%	-20%	-30%
折价率	40%	92%	83%	75%	67%	58%	50%	42%
	35%	77%	69%	62%	54%	46%	38%	31%
	30%	64%	57%	50%	43%	36%	29%	21%
	25%	53%	47%	40%	33%	27%	20%	13%
	20%	44%	38%	31%	25%	19%	13%	6%
	15%	35%	29%	24%	18%	12%	6%	0%
	10%	28%	22%	17%	11%	6%	0%	-6%

数据来源：招商证券研发中心

注：假设封闭式基金 T 年内净值变化相对股票指数的 β 系数保持不变（0.5）。

相比之下，对于折价率相同（如折价率为 25%）的低仓位和高仓位封闭式基金，在指数下跌时低仓位基金比高仓位基金提供的安全保护更大；而在指数上涨时，高仓位基金比低仓位基金获得的预期收益更高；如果指数不变，则两者持有到期的回报率相等。

目前到期期限超过 3 年的长期封闭式基金整体折价率约为 22.5%，只要到期后上证指数较目前水平下跌不超过 35%，则以目前的平均折价水平买进高仓位封闭式基金，持有至封闭期结束的合计回报都为正数。（表 11）

表 11：折价买入高仓位封闭式基金并持有到期的到期回报临界分析

		股票指数涨跌幅						
		-57.14%	-50.00%	-42.86%	-35.71%	-28.57%	-21.43%	-14.29%
折价率	40%	0%	8%	17%	25%	33%	42%	50%
	35%	-8%	0%	8%	15%	23%	31%	38%
	30%	-14%	-7%	0%	7%	14%	21%	29%
	25%	-20%	-13%	-7%	0%	7%	13%	20%
	20%	-25%	-19%	-13%	-6%	0%	6%	13%
	15%	-29%	-24%	-18%	-12%	-6%	0%	6%
	10%	-33%	-28%	-22%	-17%	-11%	-6%	0%

数据来源：招商证券研发中心

注：假设封闭式基金 T 年内净值变化相对股票指数的 β 系数保持不变（0.7）。

而对于低仓位的封闭式基金而言，只要到期后上证指数较目前水平下跌不超过 50%，则以目前的平均折价水平买进，持有至封闭期结束的合计回报都为正值。（表 12）

表 12: 折价买入低仓位封闭式基金并持有到期的到期回报临界分析

		股票指数涨跌幅						
		-80%	-70%	-60%	-50%	-40%	-30%	-20%
折价率	40%	0%	8%	17%	25%	33%	42%	50%
	35%	-8%	0%	8%	15%	23%	31%	38%
	30%	-14%	-7%	0%	7%	14%	21%	29%
	25%	-20%	-13%	-7%	0%	7%	13%	20%
	20%	-25%	-19%	-13%	-6%	0%	6%	13%
	15%	-29%	-24%	-18%	-12%	-6%	0%	6%
	10%	-33%	-28%	-22%	-17%	-11%	-6%	0%

数据来源：招商证券研发中心

注：假设封闭式基金 T 年内净值变化相对股票指数的 β 系数保持不变（0.5）。

基于以上假设，可以测算出封闭式基金能够提供的长期安全垫 X，即使 T 年后股票市场指数下跌-X，如能持有到期，也可保证投资者以目前价位买入不至亏损。

$$T \text{ 年投资收益率} = \frac{N(1+\beta \cdot X) - N(1-D)}{N(1-D)} = \frac{D+\beta \cdot X}{1-D} = 0$$

$$\text{那么，安全垫 } X = -\frac{D}{\beta}$$

其中由于部分封闭式基金分红在即，因此折价率以分红除权后的折价率来计算。假设其潜在分红为 d，则分红除权后的折价率为：

$$\text{分红除权折价率 } D' = \frac{(N-d) - (P-d)}{N-d} = \frac{ND}{N-d}$$

（需要注意此处的分红除权折价率是按照除权价格和除权净值计算的，并不等同于均衡市场价格和对应的折价率。）

由此推算，目前高折价、较低仓位的封闭式基金能够提供的长期安全垫在 40%-70%之间。建议稳健型的长期投资者关注安全垫较高、剩余期限相对较短（4-6 年）的基金普丰、基金天元、基金汉兴、基金兴和、基金汉盛、基金金泰等。（表 13）

表 13: 高折价与较低仓位提供长期安全垫（计算日期：2009-02-06）

代码	基金名称	折价率 (%)	分红除权折价率 (%)	剩余期限 (年)	四季末仓位 (%)	安全垫
184728	基金鸿阳	25.85	25.85	7.84	39.10	-66.13%
184722	基金久嘉	26.22	26.22	8.41	42.71	-61.38%
184693	基金普丰	26.89	27.02	5.44	47.28	-57.16%
500058	基金银丰	26.89	26.89	8.52	59.60	-45.12%
184698	基金天元	26.05	26.05	5.55	58.05	-44.87%
500015	基金汉兴	22.73	26.45	5.90	61.61	-42.92%
500018	基金兴和	26.80	26.80	5.43	62.97	-42.56%
500005	基金汉盛	19.24	22.21	5.25	52.52	-42.28%
184699	基金同盛	26.83	26.83	5.75	64.86	-41.37%
500001	基金金泰	23.60	23.60	4.14	57.79	-40.84%
184701	基金景福	28.25	28.55	5.90	69.94	-40.83%
184692	基金裕隆	26.77	26.77	5.35	65.91	-40.61%
184689	基金普惠	23.11	23.93	4.92	59.52	-40.21%
184690	基金同益	26.07	27.31	5.17	69.61	-39.23%
184721	基金丰和	26.48	26.48	8.13	68.03	-38.93%

代码	基金名称	折价率 (%)	分红除权折价率 (%)	剩余期限 (年)	四季末仓位 (%)	安全垫
500056	基金科瑞	26.11	26.11	8.10	69.25	-37.71%
500011	基金金鑫	26.89	26.89	5.70	72.28	-37.21%
500006	基金裕阳	20.86	28.22	4.47	76.33	-36.97%
500002	基金泰和	21.59	21.59	5.17	58.74	-36.76%
500003	基金安信	18.09	21.00	4.38	58.23	-36.06%
500038	基金通乾	23.50	25.47	7.56	72.46	-35.15%
500008	基金兴华	18.71	18.71	4.22	53.46	-35.00%
184691	基金景宏	22.14	23.82	5.24	68.47	-34.78%
184688	基金开元	21.06	21.06	4.14	71.29	-29.55%
500009	基金安顺	19.87	19.87	5.35	74.52	-26.66%
150002	大成优选	18.97	18.97	3.48	74.22	-25.56%
150003	建信优势	15.89	15.89	4.11	74.35	-21.37%
184705	基金裕泽	11.70	11.70	2.31	73.14	-16.00%
184703	基金金盛	6.50	6.50	0.81	65.96	-9.85%
184706	基金天华	5.69	5.69	0.42	60.91	-9.34%
150001	瑞福进取	-42.98	-42.98	3.44	70.21	61.22%

数据来源：招商证券研发中心

以上分析假设封闭式基金期限内净值变化相对股票指数的 β 系数保持不变，未计固定收益部分资产获得的收益，因此测算结果偏保守。尤其对于低股票仓位的基金而言，其固定收益资产获得的收益将大于高仓位基金，实际总回报也会比高仓位基金更好。

还需注意的是，以上有关回报的分析均以折价买入并持有至封闭期结束为前提，但期间股票市场可能剧烈震荡，投资者持有的封闭式基金的市场价格在到期前仍可能面临较大波动，投资者提前结束头寸的风险仍然较高，可能会产生实际亏损。因此，只有那些投资期限较长的投资者，才有机会在低风险的前提下获得隐含在折价率中的利润。此外，期间封闭式基金的股票仓位、投资组合的变动也将产生基金业绩不确定的风险，使投资者实际收益可能会与测算收益发生偏离。

5、封闭式基金配置推荐

基于以上分析，针对中短期投资、偏好高风险高收益的激进型投资者，我们选择近期组合 Beta 值较大的进入激进型封闭式基金组合。

对于投资期限较长、偏好稳健收益的稳健型投资者，依据折价率提供的安全保护及剩余期限给出相应稳健型封闭式基金组合，供参考。（表 14）

表 14：封闭式基金组合推荐

组合	代码	基金简称
激进型组合	500011	基金金鑫
	184701	基金景福
	184699	基金同盛
稳健型组合	184693	基金普丰
	184698	基金天元
	500001	基金金泰

数据来源：招商证券研发中心

此外，年报公布在即，有潜在分红的封闭式基金可能会引发短期交易性机会，相关投资者可以关注有望分红的基金裕阳、基金汉盛、基金安信、基金汉兴等。但需要注意的是

大部分有可能分红的封闭式基金目前的价格都已反映了其分红预期，需注意风险。（表 15）

表 15：近期可能分红的封闭式基金

代码	基金简称	2008-12-31 基金净值（元）	潜在分红（元）
500006	基金裕阳	1.2216	0.36
500005	基金汉盛	1.4062	0.21
500003	基金安信	1.2799	0.20
500015	基金汉兴	1.1832	0.18
500038	基金通乾	1.0846	0.10
184691	基金景宏	1.2298	0.10

数据来源：招商证券研发中心

分析师简介

王丹妮：技术经济专业管理学硕士，5 年证券市场从业经验。2005 年《新财富》最佳分析师衍生品小组第二名，2006 年《新财富》最佳分析师衍生品小组入围。研究范围：基金评价、投资组合和资产管理研究。

贾戎莉：概率论与数理统计理学硕士，3 年证券市场从业经验，拥有证券投资咨询执业资格，现为招商证券基金分析师。研究范围：基金评价、投资组合和资产管理研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，股票相对于同期市场基准指数（沪深 300）的表现为标准：

强烈推荐：股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业相对于同期市场基准指数（沪深 300）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。