



期权失效风险正在积聚，周期性交易策略仍然存在

——建信优势动力证券投资基金动态投资策略分析

事件描述:

- 我们在前期报告中分析了建信优势的独特的策略性交易机会，由于近期连续57个交易日折价低于15%，三日内救生艇条款的临近生效，高额的套利冲动，使得建信优势成为近期市场上最受关注的焦点基金。针对近期以来市场条件的变化以及目前该基金市场表现，我们认为有以下几点值得投资者进一步关注：

我们的观点:

- 建信优势附有的“救生艇条款”实质上相当于隐含上升敲出欧式的卖权，因此该类基金的二级市场价格表现与普通封闭式基金相比，非线性特征更为明显；深度价内的特性使其受时间的影响则较为显著，以“封转开”套利为目标的投资者仍重点关注这种随时间增长逐步累积的上涨敲出隐含期权失效风险；
- 由于封闭式基金市场整体折价率、内在收益率较高，一方面建信优势折价率有向下回归市场整体水平的内在要求，另一方面，随着时间增强，隐含期权的价值不断上升，又易走出较为独立的向上行情。目前这两种定价之间存在着较为显著的差异，而导致其二级市场价格与净值相比会呈现一定的周期波动性，**仍然会形成独特的策略性交易机会，使得持有人更有可能结合长期战略持有与短期战术交易，获得较高的策略性交易回报。**
- “救生艇条款”生效标准非常严厉，主要仍是只是一种短期周期性策略性交易机会。
- 从中长期来看，最主要的收益仍然来源于基金本身的投资收益。而且与一般期权行权价格固定不同，“救生艇条款”赋予投资者的是固定行权比例，但不固定行权价格，只是用相对估值方法确定的收益率，因此只有当基金本身实现较高的收益增长时，隐含期权才更有价值，策略交易的预期回报也才更高。

(相关报告:《临界“救生艇”条款,推动策略性交易机会活跃——建信优势动力证券投资基金动态投资策略分析》——2009年4月2日基金投资策略分析报告)

分析师

李 薇

✉: liwei_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8484

相关研究

- 08.2 债券基金投资策略
- 08.3 新基金发行点评分析
- 08.5 基金经理变更影响分析
- 08.5 基金经理特征与业绩影响分析
- 08.7 大成基金固定收益投资管理能力分析

- 中国银河证券基金研究中心隶属银河证券研究所，是国内第一家基金研究评价机构；
- 中国银河证券基金研究评价资讯系统，银河证券自主知识产权，获得全国证券期货系统科学技术最佳创新奖；
- 中国银河证券基金分类体系，国内最早的权威基金分类体系，是本土基金分类的主要标准。
- fund@chinastock.com.cn
- <http://fund.chinastock.com.cn>

目录

一、事件描述	1
二、我们的观点	1
一) 临界“救身艇”条款，推动策略性交易机会活跃	1
二) 隐含深度价内上升敲出卖权，受时间影响较市场影响更大	2
三) 内在收益率的可替代性，与超额“封转开”收益预期的稀缺性	3
四) 投资价值分析及投资策略建议	4
三、风险提示	5

一、事件描述

根据中国银河证券基金研究中心的统计,截止至2009年9月14日,创新封闭式基金建信优势单位净值为0.8520元,收盘价为0.718元,收盘折价率为15.73%,这是自该基金2009年6月25日以来,连续57个交易日收盘折价率高于15%,根据基金契约的条款,则基金管理人将在30个工作日内召集基金份额持有人大会,审议有关基金转换运作方式为上市开放式基金(LOF)的事项。此项规定被称为“救生艇”条款。如果该基金二级市场交易价格折价率在本周的星期二、星期三、星期四三个交易日仍维持在15%的较高折价水平,建信优势或就将触发“救生艇”条款。而一旦触发“救生艇”条款,则该基金的持有人将有机会获得超过15%的超额收益。

作为封闭式基金创新以来,最为接近“封转开”的一只基金,随着救生艇条款的临近生效,高额的套利冲动,也使得建信优势成为近期市场上最受关注的焦点基金。

二、我们的观点

与到期时间较为接近的其它同类封闭式基金相比,由于“救生艇条款”启动门槛绝对收益下限相对较低,而期限相对较长,因此建信优势的策略交易性效应更为显著,我们在2009年4月2日基金投资策略分析报告《**临界“救生艇”条款,推动策略性交易机会活跃——建信优势动力证券投资基金动态投资策略分析**》即对该基金独特的投资策略进行了具体的分析。

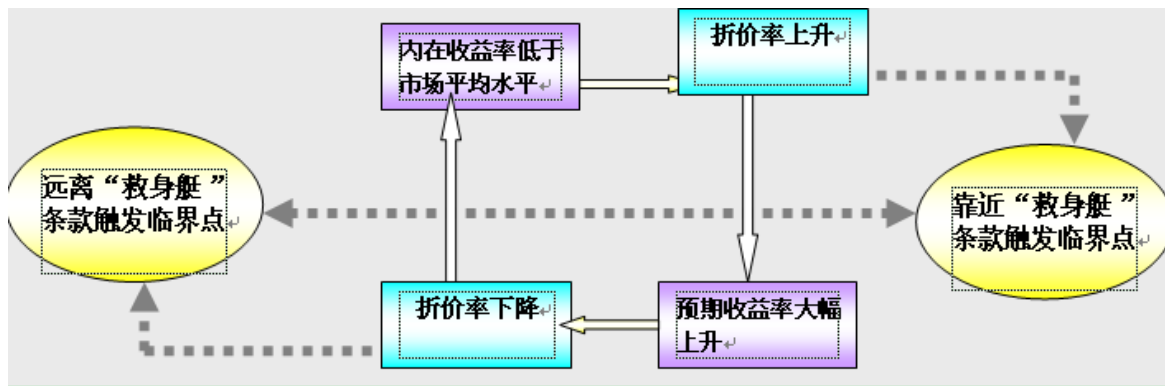
针对近期以来市场条件的变化以及目前该基金市场表现,我们认为有以下几点值得投资者进一步关注:

一) 临界“救生艇”条款,推动策略性交易机会活跃

倍受关注的建信优势具有“救生艇条款”的设计的,事实上即是一种对实行最高均衡折价率的直接控制手段,即:在满足一定触发条件的情况下,基金可通过预设程序转型为LOF基金,从而提供了短期内折价水平迅速消除,获取较高超额收益的另一手段。因此,即使是在封闭式基金市场整体折价率水平较高的情况下,该类基金也可以因“救生艇”条款的可能生效,而致使折价率水平出现下降,从而具有了更高的流动性以及更为活跃的交易机会。

与前期观点一致,我们认为临界“救生艇”条款,不仅可以实现了对封闭式基金二级市场均衡折价率水平进行有效控制,提高基金的流动性,另一方面,由于存在着一旦进入“封转开”流程后,预期超过17.65%的静态收益率的跳跃性预期,这种显著的个性特征也会使得建信优势基金较传统封闭式基金增加二级市场策略性交易的机会。仍然建议具有投资经验的投资者对该类基金保持关注。我们原引2009年4月2日基金投资策略分析报告《**临界“救生艇”条款,推动策略性交易机会活跃——建信优势动力证券投资基金动态投资策略分析**》图示五,说明与传统封闭式基金无直接折价率干涉条款不同,拥有“救生艇”条款的封闭式基金往往会在与传统封闭式基金相似的内在收益率比较与临界封转开预期收益之间的

自我平衡循环调整机制。即：



图表 1 “救生艇”条款作用下创新封闭式基金折价率自然回归过程

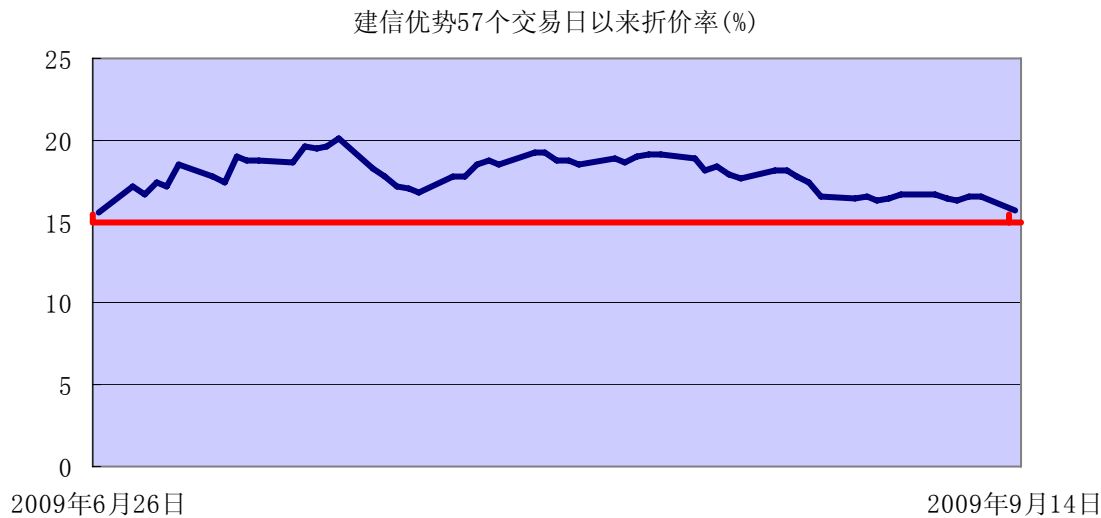
(当基金因市场或其它原因折价率大幅下降，导致内在收益率水平低于市场平均，从而持有型投资者转而其它内在收益率更高的品种，折价率逐步提高至接近“救生艇”条款的触发状态，此时，由于一次性封转开预期收益增加，从而会导致基金本身的预期相对收益水平上升，从而使得折价率重新下降，回归至合理水平。)

二) 隐含深度价内上升敲出卖权，受时间影响较市场影响更大

由于建信优势附有的“救生艇条款”实质上是在 60 个交易日以内期间(存续期)基金三级市场相对价格不会高于净值 85%的条件下，给予了持有人以可以以当时净值(执行价)卖出基金的权利，即相当于隐含上升敲出欧式的卖权，因此该类基金的二级市场价格表现与普通封闭式基金相比，非线性特征更为明显；而且由于在执行条件与执行价格的确定时，采用了相对估值的方法，边界不固定，收益仍存在较大不确定性，因此价格也就存在更多的跳跃可能性。

而且由于与现价相比，预期中行权的卖权价格总是至少高于现价的 17.65%以上，因此隐含的上升敲出卖权为深度价内卖权。而这种深度价内的特性，会使得隐含期权具有为正的 Theta 值，也就是说在隐含期权有效期内该基金受基础市场净值波动的影响较普通基金明显为小，而且由于受较短的存续期使得其分红对到期收益率影响较低，分红因素的重要性也相对有所淡化。因此受时间的影响则较为显著，特别是随每一期权生效周期时间的持续，基金的价值更易出现向上的波动。

就此次事件而言，由于已连续生效 57 日，在最后的交易日内建信优势二级市场价格较市场整体出现超额上涨的概率显著增加，甚至不排除出现逆市上涨的可能性。但是价格的向上波动会使得隐含期权失效，而这会导致期权价格的扣除所带来的价格回归，因此以“封转开”套利为目标的投资者仍重点关注这种随时间增长逐步累积的上涨敲出隐含期权失效风险。事实上，从 57 日以来折价率的变化来看，我们也可以明显的观察到最近交易日内建信优势折价率向 15%的障碍折价率出现明显的持续收敛。而在 9 月 15 日，建信优势二级市场收盘涨幅达到了 0.92%，显著超过了当日上证涨幅 0.23%水平。



图表 2 建信优势 57 个交易日以来折价率的变化

数据来源：中国银河证券基金研究中心,数据截止至 2009 年 9 月 14 日

三) 内在收益率的可替代性，与超额“封转开”收益预期的稀缺性

在前期的报告中，我们指出了建信优势本质上也是一只拥有固定封闭运作期的创新型封闭式基金，同样也拥有传统封闭式以下三个方面的典型特征：①有封闭运作期；②封闭期内无申赎机制，净现金流入可测；③强制年度分红机制。由于封闭运作期内现金流稳定，因此也更易于保持长期稳定投资风格的优势。而强制的年度分红机制则可以通过提前实现收益而达到提升现值的目标。基于内在收益率的估值方法，也正是较好地度量了其在市场上的可替代性。

而另一方面，建信优势通过缩短封闭期，严格分红条款；在相同的投资者 IRR 要求下，较短的封闭期对应的也是较小的流动性风险，并创新性引入了“救生艇”条款，这都使得创新封闭式基金的流动性要远高于传统封闭式基金，并且在触发临界点时的预期收益远高于相同折价水平的传统封闭式基金。因此，基于预期收益率的变化，对建信优势这样的创新封闭式基金进行估值，可以较好地反映其在市场上的稀缺性。

通过之前的分析，我们可以发现对于建信优势这类具有“救生艇条款”保护的创新封闭式基金而言，与传统封闭式基金相比更为丰富的策略投资策略，关键在于整个存续期间内隐含期权的周期性价值波动存在，也就是这种稀缺性的价值波动。

正如我们在前期报告中分析的那样，而是否会发生这样的周期性波动则取决于与流动性、风格等特征较为相似的同类品种相比，障碍价格水平是否是一个较为均衡的水平。反之亦然，即当限定折价率较市场要求折价率明显为低的时候，即当市场上同类封闭式基金

折价率较高，内在年化收益率较高时，一方面建信优势折价率有向下回归市场整体水平的内在要求，另一方面，随着时间增强，隐含期权的价值不断上升，建信优势又容易走出较为独立的向上行情。

事实上，我们比较了 26 只到期时间较长的传统封闭式基金与大成优选等可比创新封闭式基金，与前期报告时特征相同，尽管建信优势已经连续 57 个交易日内处于“封转开”红线以外，但从内在年化收益率的角度来看，4.43%的年化收益率仍然明显的低于传统封闭式基金 5.99%以及同类的具有较为严苛限定折价率设计大成优选的 7.63%。

从替代性角度来看，比较到期年化收益率的水平，建信优势即使在目前较高的折价水平上，其内在到期年化收益率仍然体现出一定的劣势，而这也反映为目前市场上其持续较为稳定的高折价率。也就是说即使此次隐含期权仍然无法成功行权，期权一旦失效敲出，也会因为目前封闭式基金市场整体较高的折价率及内在要求收益率水平，而导致价格向封闭式基金整体折价水平的回归，直到下一期期权的生效周期。

图表 3 建信优势到期年化收益率与其它封闭式基金比较

基金代码	基金简称	剩 余 时 间 (年)	剩 余 期 限 收 益 率 (%)	剩 余 期 限 年 几 何 平 均 收 益 率 (%)
27只传统封闭式基金平均			32.98	5.99
150003	建信优势	3.51	16.44	4.43
150002	大成优选	2.88	23.55	7.63

数据来源：中国银河证券基金研究中心，数据截止至 2009 年 9 月 14 日

正是这种封闭基金的替代效应，与限定折价率的稀缺效应交互作用，使得在目前市场收益水平上，该基金两种定价方法之间存在着较为显著的差异，而导致其二级市场价格与净值相比会呈现一定的周期波动性，才会形成独特的策略性交易机会，使得持有人更有可能结合长期战略持有与短期战术交易，获得较高的策略性交易回报。

四) 投资价值分析及投资策略建议

围绕着持有内在收益率及“封转开”预期影响，独特的“救生艇”条款又为建信优势的投资者提供了更为丰富的策略型交易机会。

另一方面由于 A 股市场容量增大，投资者类型趋于多样化，以连续 60 个交易日收盘折价率大于 15%作为“救生艇条款”生效标准实质上是仍然非常严厉的条件，因此我们认为这主要是一种短期周期性策略性交易机会。

从国内外同类基金经验来看，“救生艇”条款对折价率所产生的“蜜月效应”也会使得当折价率在越来越长的期限内远离“救生艇”底限时，会具有更大的市场力量促进折价率的向低回归。而从目前来看，建信优势持有人结构的结构集中特征也有利于二级市场折价率的降低。因此，建信优势二级市场价格表现更易在一定的区间内形成波动，投资者可在近期内重点把握其策略性交易机会。

特别是从中长期来看，最主要的收益仍然来源于基金本身的投资收益。与传统的封闭式基金类似，目前的建信优势仍然处于较高的折价水平，对于长期投资者而言，除了可以分享市场平均收益还可以获得额外的折价回归补偿，从而获得较高的投资收益。根据银河证券基金研究中心封闭式基金长期宝的监测数据表明，封闭式基金的这种折价为投资者提供了超涨抗跌的独特保护。

2005年7月8日到2009年9月11日，25只大盘封闭式基金二级市场价格平均上涨592.33%，平均净值增长率是290.11%。同期上证指数上涨193.70%，沪深300指数上涨290.38%。85只可比口径的股票方向开放式基金平均净值增长率是287.15%。

而且与一般期权行权价格固定不同，“救生艇条款”赋予投资者的是固定行权比例，但不固定行权价格，只是用相对估值方法确定的收益率，因此只有当基金本身实现较高的收益增长时，隐含期权才更有价值，策略交易的预期回报也才更高。

三、风险提示

由于受到了“救生艇条款”的保护，建信优势较传统的封闭式基金而言，具有较低的预期折价水平，体现了较高的流动性；与普通股票型开放式基金相比，封闭的运作方式保证其投资风格更易稳定，而其高风险收益预期也较高，也使其更为符合风格积极投资者偏好。从长期投资者角度而言，该产品较为适于风险承受能力高的投资者。

近期以来该基金的持续高折价，处于“救生艇”条款触发状态，其价格及折价率等因素受市场环境的影响也较大，二级市场价格表现更易在一定的区间内形成超额波动。从策略交易型投资者角度而言，该产品更适于具有一定专业知识的个人或机构投资者参与。由于隐含深度价内卖权特征，因此以“封转开”套利为目标的投资者仍重点关注这种随时间增长逐步累积的上涨敲出隐含期权失效风险，注意根据市场结构及价格变化进行及时操作。

图 表 目 录

图表 1 “救身艇”条款作用下创新封闭式基金折价率自然回归过程	2
图表 2 建信优势 57 个交易日以来折价率的变化	3
图表 3 建信优势到期年化收益率与其它封闭式基金比较	4

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908