

股票投资收益与投资市值占比均远低于债券

——有关新股发行改革对一级债基、信用一级基金的影响



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

王昉

SAC 执业证书编号: S1000511110001

Tel: 13611265659

Email: wangfang9133@mail.htlh.com.cn

- 按照大类资产对比，2009 年以来所有一级债基的主要收入来源是债券。
- 进一步细分发现，债券公允价值变动收益为负时，往往也是票息收益较高时，说明放大操作才是债券基金业绩波动的主要因素，而不是股票投资引发的未实现收益/损失。
- 股票和债券两类资产的整体收益对比情况显示，对于一级债基和信用一级债券基金而言，两类资产的周期投资特性是值得加以利用的，只是自 2008 年以来出现了两次失误，但导致 2011 年平均净值增长率出现负值的主要原因应该还是成本，特别是回购利息支出。
- 按照基金资产总值口径计算，所有一级债基的股票投资市值占比在 2006 第四季度、2007 年下半年和 2009 年第三季度至 2011 年上半年超过 3%，但是从未超过 10%。
- 整体而言，《办法》并未对一级债基和信用一级债券基金形成不利影响，如果该类基金不能继续参与新股认购，则需根据其是否修改契约重新界定产品特性。

目 录

一、股票投资行为影响分析	4
（一）投资收益影响：债券基金还是来自债券资产	4
（二）资产配置影响：股票配置平均低于 10%	7
二、对新股改革办法的影响分析	8
风险提示	9

图表目录

图 1:2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金的收入来源对比	4
图 2:2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金的债券票息收益与资产公允价值变动收益对比	5
图 3:2007H2~2011H2 一级债基及信用一级债券基金不同分类资产的公允价值变动对比	6
图 4:2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金的债券票息收益与资产公允价值变动收益对比	6
图 5 2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金三类资产的投资市值对比	7

一、股票投资行为影响分析

（一）投资收益影响：债券基金还是来自债券资产

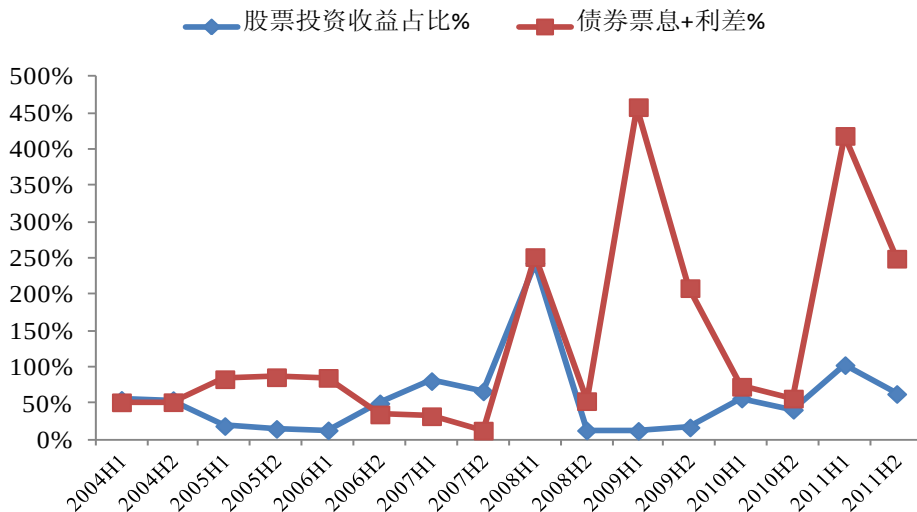
从基金的收入来源看，主要分为三类：利息收入、投资收益、公允价值变化收入。对于债券基金而言，利息收入主要指债券票息收入，投资收益主要包括股票投资收益和债券投资收益，公允价值变动收入亦主要包括股票公允价值变动和债券公允价值变动两个部分。

我们统计了 2004 年至 2011 年连续 8 年的所有一级债基的投资收益数据，按照华泰联合证券基金研究中心的基金分类，目前市场上所有仅参与股票一级市场投资的债券基金包括一级债基和信用一级债券基金。这两类品种也是在新修订的《证券发行与承销管理办法》出台后，受到争议最大的公募基金产品。

从数据上观测，股票投资收入对于所有一级债基而言具有较大的波动影响，但是并不构成主要收益来源，因此该类品种今后是否能够继续参与新股申购并不会对业绩形成显著的不利影响。反之，近期数据显示：股票二级市场的大幅波动导致该类基金对于新股认购的审慎度增强，股票波动影响的减少反而有助于基金业绩的稳定。

按照大类资产对比，2009 年以来所有一级债基的主要收入来源是债券。图 1 显示了所有一级债基历年平均股票投资收益占收入的比例变化，从图中可见，除 2008 年上半年外，股票已实现收益很少超过收入总和。与之对应，债券已实现收益贡献则出现显著上升，特别在 2009 年上半年货币超宽松政策出台后，由于回购利率低企，极大的发挥了债券的操作优势。

图 1:2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金的收入来源对比

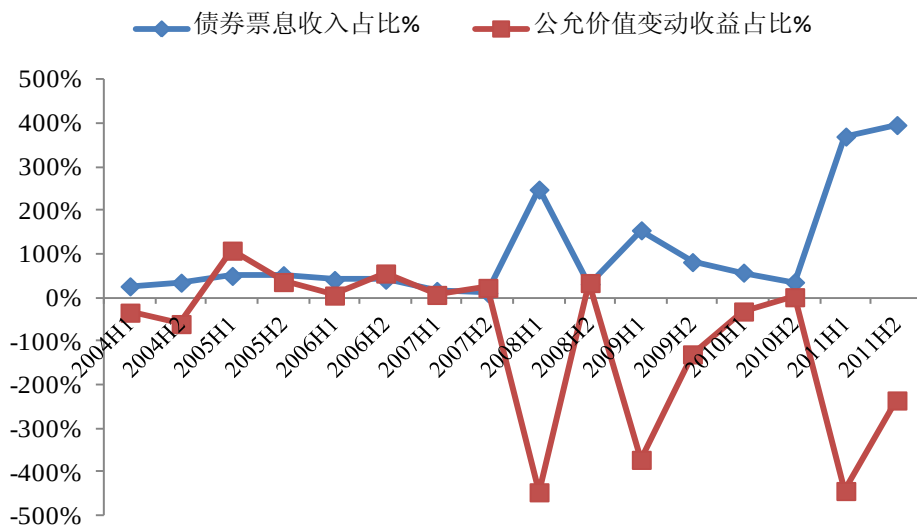


资料来源: wind 华泰联合证券研究所

与上述两类证券资产的已实现收益相比，公允价值变动更清晰地勾画出债券基金近年来的一般管理模式：放大操作提高持有票息收益。进一步细分，债券公允价值变动收益为负时，往往也是票息收益较高时，说明放大操作才是债券基金业绩波动的主要因素，而不是股票投资引发的未实现收益/损失。

图 2 显示了一级债基和信用一级债券基金的平均收入构成中，来自债券票息的贡献自 2008 年开始快速上升，同时也是从这一时期开始，该类基金的平均公允价值变动收入出现较为显著的反向相关性，债券价格的波动影响是构成公允价值变动的主要因素。

图 2:2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金的债券票息收益与资产公允价值变动收益对比

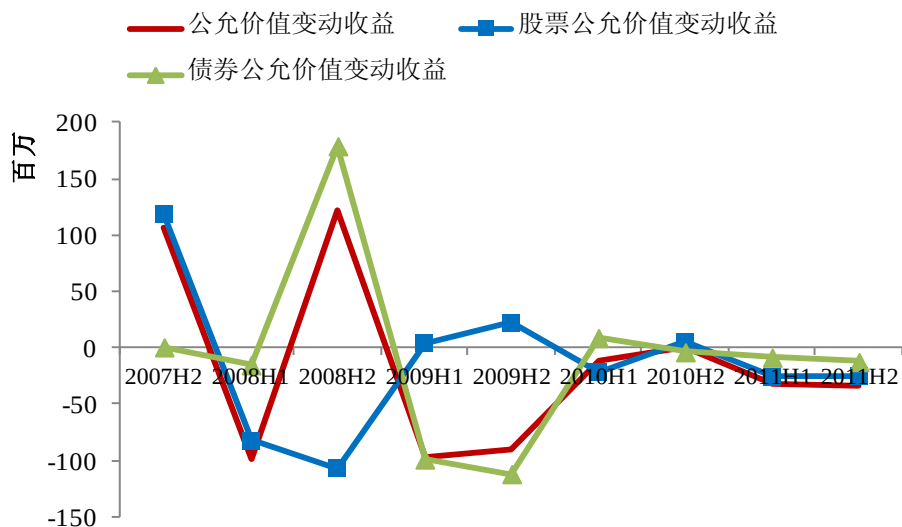


资料来源: wind 华泰联合证券研究所

图 3 是对公允价值变动收入的细分，其中股票和债券的公允价值变动是构成基金整体资产公允价值变动的主要影响因素。由于数据可得性限制，2007 年之前的公允价值细分变化无法分析，而 2007 年之后的数据显示，基金整体公允价值变动的趋势基本与债券公允价值变动一致。

因此，尽管理论上股票市场的波动更大，但是由于债券基金中的股票比例较低，对整体业绩的影响程度远不如债券资产。投资者单纯根据不同资产之间的波动规律来推导债券基金投资股票会带来较大风险的结论，在近 5 年所有一级债基的实际运作中尚缺乏足够的支撑。

图 3:2007H2~2011H2 一级债基及信用一级债券基金不同分类资产的公允价值变动对比

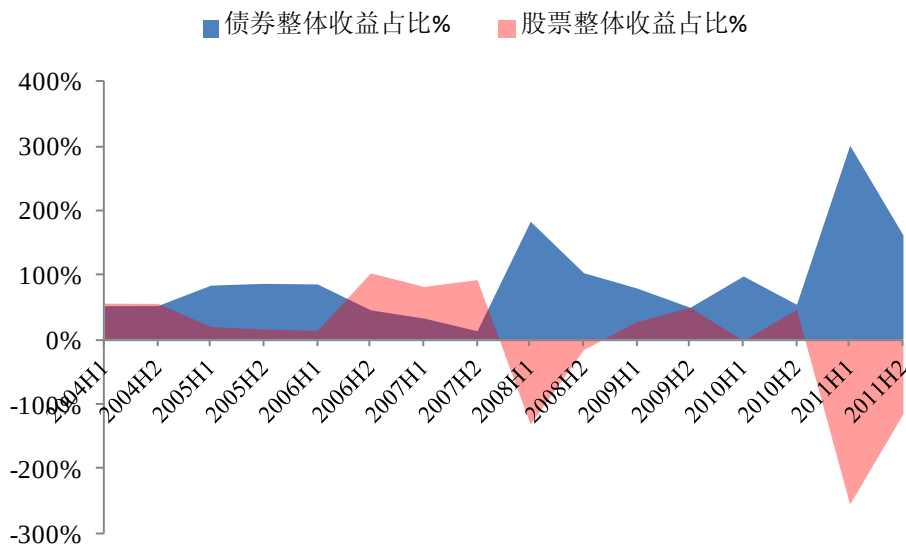


资料来源: wind 华泰联合证券研究所

最后, 股票和债券两类资产的整体收益对比情况显示, 对于一级债基和信用一级债券基金而言, 两类资产的周期投资特性是值得加以利用的, 只是自 2008 年以来出现了两次整体失误。但导致 2011 年平均净值增长率出现负值的主要原因应该还是成本, 特别是回购利息支出。

图 4 显示出 2008 年和 2011 年的股票整体收益出现负值, 但是对比同一年度的债券收益情况, 单纯的股票投资亏损不足以覆盖债券收益。同时, 2006 年、2007 年、2009 年及 2010 年的下半年, 股票投资正收益都与债券收益走低形成互补。

图 4:2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金的债券票息收益与资产公允价值变动收益对比



资料来源: wind 华泰联合证券研究所

（二）资产配置影响：股票配置平均低于 10%

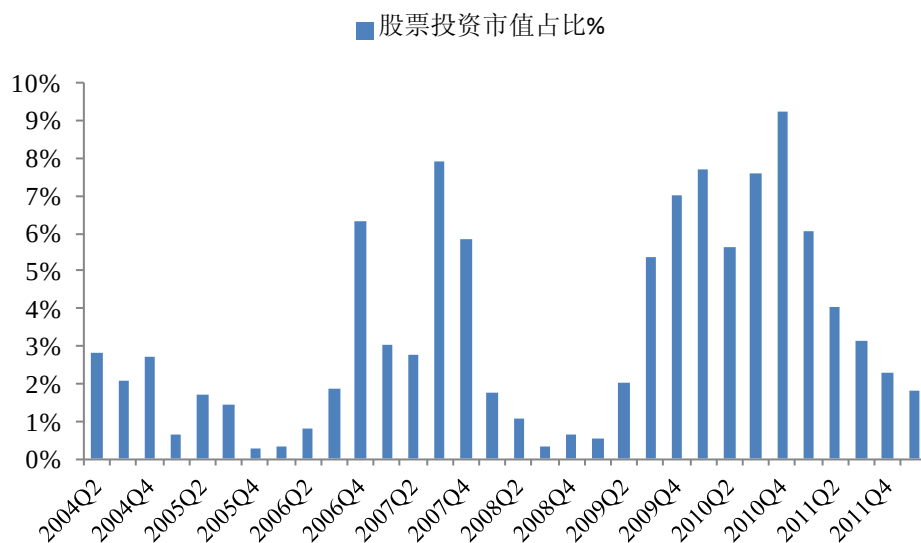
股票投资对所有一级债基的业绩影响还可以从另一个角度加以观测：投资市值与基金资产总值的比例。由于存在放大，基金资产总值能够对投资数据形成对比关系，而基金资产净值则更适于计算份额收益。

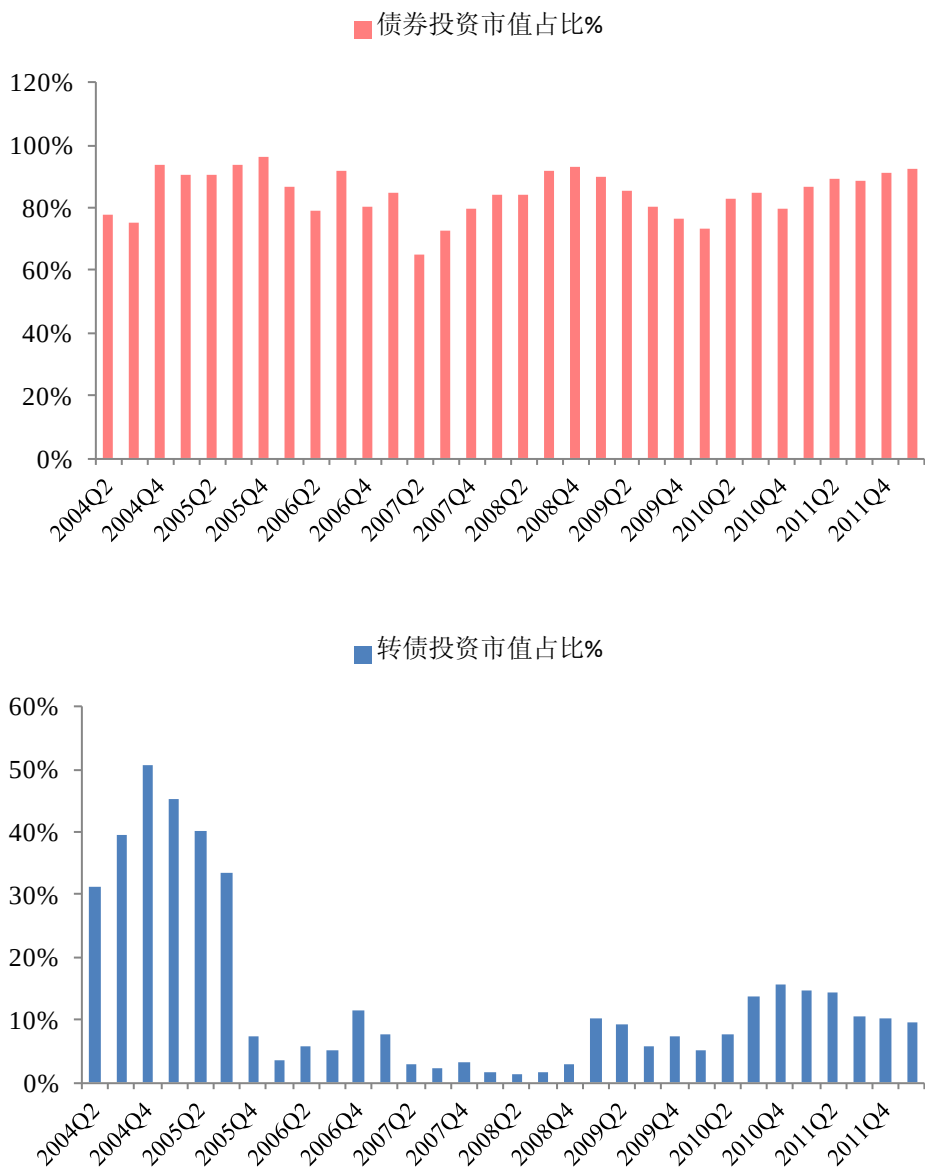
2004 年至 2011 年的季度数据显示，按照基金资产总值口径计算，所有一级债基的股票投资市值占比在 2006 第四季度、2007 年下半年和 2009 年第三季度至 2011 年上半年超过 3%，但是从未超过 10%。

与之对应，债券是最重要的配置资产，基本维持在法定的 80% 之上，而可转债的配置比例则在 2006 年之后出现较大萎缩，但是从占比看，自 2009 年第三季度至 2011 年第四季度保持在 10% 以上。

因此按风险类型排序，三类资产中风险最高的股票配置比例是相对最低的，风险较高的可转债会出现阶段性上升，风险较低的债券资产配置比例最高。总体上，权益类资产的配置趋势是一致的，没有股票配置，基金将会加大对于转债的持仓份额。

图 5：2004~2011 年一级债基及信用一级债券基金三类资产的投资市值对比





资料来源: wind 华泰联合证券基金研究中心

二、对新股改革办法的影响分析

新《证券发行与承销管理办法》(以下简称“《办法》”)自 2012 年 5 月 18 日起施行,对于基金投资者而言,我们建议关注《办法》对证券发行询价对象及股票配售对象的调整与修改。

按照《办法》第二章第七条规定,“机构投资者作为询价对象应当符合下列条件: (一)依法设立,最近 12 个月未因重大违法违规行为被相关监管部门给予行政处罚、采取监管措施或者受到刑事处罚; (二)依法可以进行股票投资; (三)信用记录良好,具有独立从事证券投资所必需的机构和人员; (四)具有健全的内部风险评估和控制系统并能够有效执行,风险控制指标符合有关规定; (五)按照本办法的规定被中国证券业协会从询价对象名单中去除的,自去除之日起已满 12 个月。”

对比上述规定，一级债基及信用一级债券基金的《招募说明书》、《基金合同》已通过监管审批，因此基本符合机构投资者询价条件。

争议较大的章节是第三章第二十六条，该条款特别提示：“机构投资者管理的证券投资产品在招募说明书、投资协议等文件中以直接或间接方式载明以博取一、二级市场价差为目的申购新股的，相关证券投资账户不得作为股票配售对象。”

同时，《办法》第二章第六条规定：“询价对象及其管理的证券投资产品（以下称股票配售对象）应当在中国证券业协会登记备案，接受中国证券业协会的自律管理。”

因此最终一级债基和信用一级债券基金能否参与新股申购，还要看中国证券业协会是否接受登记备案。

综合《办法》中有关机构投资者询价条件和股票配售界定对象，我们认为，多数一级债基和信用一级债券基金具备客观分析股票价值的定价能力、较为规范的风控体系和相对齐备的专业从业人员，同时经过前述分析得出，新股收益并不是该类基金的主要收益来源，因此只要该类产品中没有突出“博取一、二级差价收益”的短期股票投资策略，是否参与新股认购就是基金正常的投资决策。

此外，我们认为取消限售期更有利于基金管理人发挥自主定价积极性，凸显出不同管理人之间的股票分析能力和投资能力，因此整体而言，《办法》并未对一级债基和信用一级债券基金形成不利影响，如果不能继续参与新股认购，则需根据是否修改契约重新界定产品特性。

风险提示

第一，基金管理公司旗下基金的过往业绩并不一定就能够代表基金的未来业绩，它们只能够表明过去的能力和绩效。

第二，基金投资过程中自然会存在的一些常规性风险。

第三，基金在公开信息披露中所揭示的各种风险。

第四，由于种种局限，不排除此文有分析不到位的地方，敬请批评、指正。

第五，本报告谨供参考，并不构成对相关产品的实质性推荐建议。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。