

本期要点

- 业绩报告
- 数据资料
- 走进兴业
- 研究与交流
- 报告摘要
- 财富人生

一周基金业绩报告

开放式基金业绩

| 基金名称 | 期初净值 (元) | 期末净值 (元) | 期初累计 净值(元) | 期末累计 净值(元) | 周累计净 值增幅(%) | 全年净值 增幅(%) | 设立起净 值增幅(%) |
|------|-------------|-------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 兴业转债 | 1.4933 | 1.5921 | 2.4853 | 2.5841 | 3.98 | 94.49 | 248.37 |
| 兴业趋势 | 1.1106 | 1.2120 | 5.0548 | 5.4598 | 8.01 | 128.28 | 504.10 |
| 兴业全球 | 3.0793 | 3.3755 | 3.0793 | 3.3755 | 9.62 | 137.21 | 237.55 |

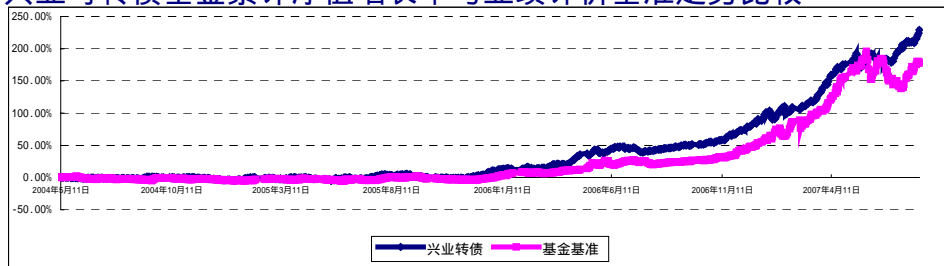
货币基金业绩

| 基金名称 | 每万份基金净收益 | 七日年化收益率(%) |
|--------|----------|------------|
| 兴业货币基金 | 0.7700 | 2.4550 |

资料来源：兴业基金公司、晨星公司

注：期初值为 2006 年 8 月 17 日，期末值为 2007 年 8 月 24 日

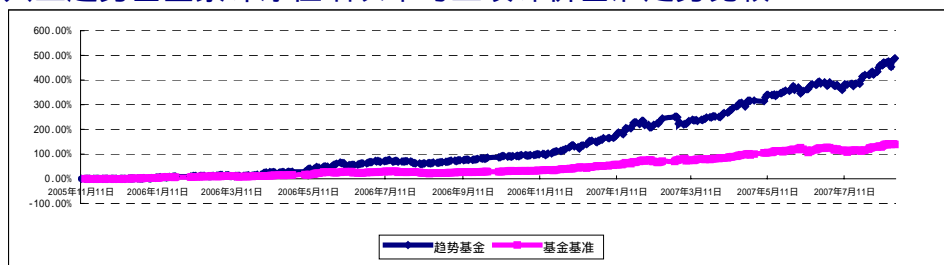
兴业可转债基金累计净值增长率与业绩评价基准走势比较



资料来源：兴业基金公司、WIND、天相投资

注：2005 年 6 月 21 日之前原业绩评价基准规定为：“60%×天相可转债指数 + 15%×中信标普 300 指数 + 20%×中信国债指数 + 5%×同业存款利率”，之后调整为：“80%×天相可转债指数 + 15%×中信标普 300 指数 + 5%×同业存款利率”

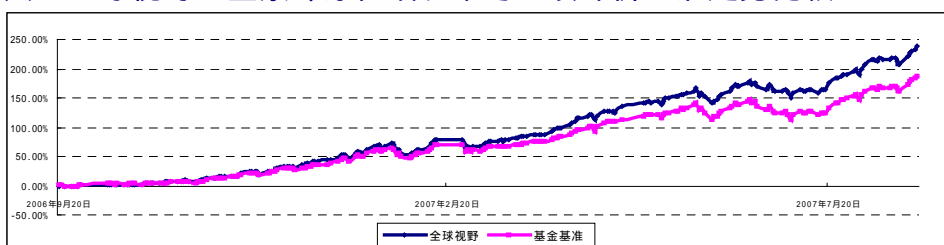
兴业趋势基金累计净值增长率与业绩评价基准走势比较



资料来源：兴业基金公司、WIND、天相投资

注：业绩评价基准为：“中标 300 指数 × 50% + 中信国债指数 × 45% + 同业存款利率 × 5%”

兴业全球视野基金累计净值增长率与业绩评价基准走势比较



资料来源：兴业基金公司、WIND、天相投资

注：业绩评价基准为：“中标 300 指数 × 80% + 中信国债指数 × 15% + 同业存款利率 × 5%”



数据资料

2007年8月24日主要市场指数一览

| 名称 | 收盘 | 周涨幅(%) | 名称 | 收盘 | 周涨幅(%) | 名称 | 收盘 | 周涨幅(%) |
|------|-------|--------|-------|-------|--------|------|-----|--------|
| 上证指数 | 5108 | 9.69 | 上证180 | 11641 | 13.03 | 沪市国债 | 110 | 0.25 |
| 深证成指 | 17865 | 13.87 | 上证50 | 4105 | 13.81 | 沪市企债 | 116 | 0.12 |

资料来源：天相投资

2007年8月24日天相行业指数一览

| 序号 | 名称 | 收盘 | 周涨幅(%) | 序号 | 名称 | 收盘 | 周涨幅(%) |
|----|-------|----------|--------|----|-------|---------|--------|
| 1 | 供水供气 | 4783.47 | 17.84 | 21 | 机械 | 5640.36 | 6.99 |
| 2 | 有色 | 11469.12 | 16.11 | 22 | 纺织服装 | 3554.59 | 6.95 |
| 3 | 煤炭 | 7368.03 | 13.01 | 23 | 公路 | 4082.82 | 6.69 |
| 4 | 金融 | 6095.48 | 12.3 | 24 | 贸易 | 5599.39 | 6.63 |
| 5 | 建材 | 6177.08 | 12.08 | 25 | 商业 | 5325.25 | 6.41 |
| 6 | 造纸包装 | 3032.6 | 11.89 | 26 | 电力 | 4271.81 | 6.33 |
| 7 | 钢铁 | 6307.26 | 10.51 | 27 | 综合 | 3965.38 | 6.23 |
| 8 | 房地产开发 | 8961.48 | 10.14 | 28 | 交通运输 | 5373.67 | 6.1 |
| 9 | 交通仓储 | 5272.71 | 9.7 | 29 | 软件及服务 | 1935.36 | 5.98 |
| 10 | 房地产 | 6440.01 | 9.61 | 30 | 园区开发 | 5286.01 | 5.91 |
| 11 | 传媒 | 3902.66 | 9.44 | 31 | 电气设备 | 3438.17 | 5.72 |
| 12 | 食品 | 7569.12 | 9.26 | 32 | 日用品 | 4694.37 | 5.64 |
| 13 | 汽车及配件 | 4863.57 | 8.74 | 33 | 酒店旅游 | 5756.83 | 4.77 |
| 14 | 家电 | 2655.4 | 8.22 | 34 | 元器件 | 2077.37 | 4.41 |
| 15 | 化工 | 4595.82 | 8.03 | 35 | 民航业 | 6520.46 | 4.39 |
| 16 | 医药 | 4161.55 | 7.97 | 36 | 化纤 | 2775.97 | 4.22 |
| 17 | 计算机硬件 | 1983.85 | 7.48 | 37 | 通信 | 2767.48 | 4.17 |
| 18 | 农业 | 2362.34 | 7.18 | 38 | 石油 | 8616.77 | 4.07 |
| 19 | 建筑业 | 3334.98 | 7.15 | 39 | 石化 | 8849.88 | 3.74 |
| 20 | 航运业 | 6472.65 | 7.07 | 40 | 铁路运输 | 5753.74 | 3.7 |

资料来源：天相投资

2007年8月24日可转债主要数据

| 名称 | 转债价格 | 剩余年限 | 纯债溢价 | 到期收益率 | 转股溢价 | 理论价值 | 隐含波动率 | DELTA | 存量(万) | 转债转股/总股本 |
|------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|----------|
| 桂冠转债 | 250.66 | 0.8438 | 130.14% | -18.80% | 0.57% | 258.15 | NaN | 0.99 | 39992 | 4.97% |
| 创业转债 | 288.2 | 1.8438 | 170.53% | -39.42% | -0.37% | 295.80 | NaN | 1.00 | 120 | 0.02% |
| 海化转债 | 341.2 | 2.0329 | 239.28% | -43.33% | -1.64% | 347.45 | NaN | 1.02 | 19876 | 6.00% |
| 凯恩转债 | 227 | 3.9699 | 142.34% | -16.62% | -0.27% | 227.62 | NaN | 0.00 | 17389 | 14.81% |
| 金鹰转债 | 173 | 3.2356 | 83.63% | -13.42% | 2.05% | 167.36 | 73.44% | 0.84 | 25190 | 18.33% |
| 上电转债 | 226.58 | 4.2658 | 138.34% | -14.99% | 0.47% | 225.51 | 26.56% | 0.96 | 2710 | 0.39% |
| 巨轮转债 | 189.38 | 4.3671 | 106.44% | -11.37% | 4.71% | 180.86 | 38.67% | 0.84 | 20000 | 11.11% |
| 韶钢转债 | 238.9 | 4.4493 | 146.87% | -14.46% | -0.08% | 239.10 | NaN | 1.00 | 153800 | 24.25% |
| 澄星转债 | 136.91 | 4.7041 | 47.77% | -3.74% | 74.10% | 105.73 | 77.73% | 0.44 | 44000 | 6.50% |
| 锡业转债 | 239.8 | 4.7151 | 164.52% | -14.86% | 16.70% | 205.49 | 73.63% | 0.77 | 65000 | 4.13% |
| 中海转债 | 156.32 | 4.8493 | 73.08% | -6.59% | 31.97% | 121.12 | 61.72% | 0.61 | 200000 | 2.38% |

资料来源：兴业基金公司



走进兴业

增加交通银行为兴业趋势基金定期定额投资业务办理机构

为满足广大投资者的理财需求,经兴业基金与交通银行协商一致,决定从2007年8月24日起在交通银行开通本公司旗下兴业趋势基金的“定期定额投资计划”业务。

“定期定额投资计划”业务是基金申购业务的一种方式,投资者可以通过销售机构提交申请,约定每期扣款时间、扣款金额及扣款方式,由销售机构于约定扣款日在投资者指定资金账户内自动完成扣款并办理基金申购。投资者在办理相关基金“定期定额投资计划”的同时,仍然可以进行日常申购、赎回业务。

研究与交流

股指期货对冲方法

金融工程小组 07年8月13日

对冲系数的选择方法

使用股指期货进行对冲,就是在买入股票的情况下买入期货的空头合约,以此达到规避市场下跌风险的目的。对于使用股指期货进行对冲而言,最为重要的就是决定对冲的比例,这个比例的决定方法可以有很多种,做法各有优劣。这里主要介绍4个方法:固定beta法,移动平均beta法,MGARCH模型,copula模型。

固定beta法

$$Y = \alpha + \beta X \quad (1)$$

其中Y为指数的价格序列,X为股票组合序列,通过对于历史数据的回归得到beta,以这个beta值作为对冲比率。使用固定beta作为对冲比率的优点在于计算简便,意义明确。但是固定beta意味着假定历史上指数和股票组合的关系保持不变,但是这个假设显然不切合实际。使用移动平均beta法相对会有一定的改进。

移动平均beta法

根据式(1),假定间隔时间T做一次回归,那么就可以得到一个beta的序列: $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_n$ 。相对于固定的beta而言,这样的序列可以不断地调整指数和投资组合之间的关系。对冲系数为:

$$\beta = \sum_{j=0}^n (1-\theta)\theta^j \beta_{n-j} \quad (2)$$

使用移动平均beta法的优点在于可以更好的保存历史信息,同时可以使得对冲比率更加贴近真实的状况,缺点则在于系数的选择和间隔时间的选择,选择的 θ 接近于0则使用的序列的阶数相对较少,反之则大。这两个参数的选择主观性大,不利于给出一个合理的beta值估计。

MGARCH模型

MGARCH即是多元广义自回归模型,事实上是将投资组合和指数看作一个二元的序列,这个二元序列服从的是一个GARCH模型,使用MGARCH模型的优点在于和移动平均beta法相同,可以很好的使得历史的数据以及新加入的信息,并且不会出现需要主观给定参数的情况。缺点则是在于模型估计复杂。同时GARCH模型可能不能很好的估计组合和指数。

考虑一个 $N \times 1$ 维向量的随机序列

$$Y_t = M_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中 M_t 为 Y_t 的均值向量, ε_t 为 $N \times 1$ 维随机序列。且有: $\varepsilon_t | I_{(t-1)} \sim i.i.d N(0, H_t)$ 。 I_{t-1} 是t-1时的信息集, H_t 是 $N \times N$ 维正定矩阵,且关于 $I_{(t-1)}$ 可测。 $h_t = \text{Vech}(H_t)$,这



里 $Vech(\cdot)$ 为 H_t 的下三角矩阵按列堆积成 $\frac{N \times (N+1)}{2} \times 1$ 维向量。不同类型的 MGARCH 模型就是对 H_t 进行讨论。

在文中, 使用 Engle 和 Kroner (1995) 提出的 BEKK 模型, 使用该模型的好处在参数估计时参数使用较少, 缺点则在于相对而言经济意义不如其他几种 MGARCH 模型清晰。

$$A_i = \sum_{k=1}^K (\tilde{A}_{ik} \otimes \tilde{A}_{ik}), \quad B_j = \sum_{k=1}^K (\tilde{B}_{jk} \otimes \tilde{B}_{jk})$$

其中 \tilde{A}_{ik} , \tilde{B}_{jk} 为 N 维方阵, 则 BEKK 模型为:

$$Vech(H_t) = W + \sum_{i=1}^q \sum_{k=1}^K (\tilde{A}_{ik} \otimes \tilde{A}_{ik})' Vech(\varepsilon_{t-i} \varepsilon_{t-i}') + \sum_{j=1}^p \sum_{k=1}^K (\tilde{B}_{jk} \otimes \tilde{B}_{jk})' Vech(H_{t-j}) \quad (4)$$

Copula 模型

Copula 模型则可以单独估计投资组合和指数服从的分布, 在此基础上使用 Copula 函数得到不同边际分布条件下的联合分布,

Copula 函数把多个随机变量 ξ_1, Λ, ξ_n 的联合分布 $F(x_1, \Lambda, x_n)$ 与它们各自的边际分布 $F_{\xi_1}(x_1), \Lambda, F_{\xi_n}(x_n)$ 相连接, 也即是说, 连接函数 $C(u_1, \Lambda, u_n)$ 使

$$F(x_1, \Lambda, x_n) = C(F_{\xi_1}(x_1), \Lambda, F_{\xi_n}(x_n))$$

等式成立, 它是 $F(x_1, \Lambda, x_n)$ 与 $F\{F_{\xi_1}(x_1)\}$ 的连接函数。

在这里可以使用的边际分布包括: 对数正态, 经验分布, GARCH 模型等。

当商品的历史价格序列已知时, 可以估计出商品价格的经验分布, 这样做的好处在于较好的模拟一段时间内的趋势。

GARCH-T(1, 1) 模型如下:

$$\begin{cases} r_t = \mu_t + a_t \\ a_t = \sigma_t \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim t_v \\ \sigma_t^2 = a_0 + a_1 a_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 \end{cases}$$

这里 t 为 i. i. d. 自由度为 v 的 t 分布。

使用的 copula 函数包括: 正态 copula, T-copula, Archimedean Copula.

正态联系函数为:

$$C^{Ga}(v, z) = \int_0^z \int_0^v \frac{1}{\sqrt{1-\rho_{XY}^2}} \exp\left(\frac{x^2 + y^2}{2} + \frac{2r_{XY}xy - x^2 - y^2}{2(1-\rho_{XY}^2)}\right) ds dt$$

Gumble 联系函数 (Gumble copula)

$$C^G(v, z) = \exp(-((-\ln v)^\alpha + (-\ln z)^\alpha)^{1/\alpha})$$

其中 $\alpha \in [1, +\infty)$

使用 Copula 模型的好处在于更加灵活。事实上 MGARCH 模型的思想类似于边际分布服从的 GARCH 过程, 而使用了正态 Copula 作为连接的联合分布函数。Copula 模型可以同时自由选择边际分布和联合函数。也就是投资组合的分布和指数的分布, 以及将这两个分布联合起来的方式。这样就可以保证有更大的灵活性。但是与之相对的缺点也在于灵活性, 太多的选择性使得很难找到一个合适的模型。

根据 Patton(2005b)得出, 使用正态 Copula 的条件下, 可以将时变的线性相关系数 ρ_t 作为对冲系数,



$$\rho_t = \varphi + \beta_0 \rho_t + \beta_1 \rho_{t-1} + \pi |\mu_{t-1} - v_{t-1}| \quad (5)$$

其中 $\mu_t = F_t^S(r_t^S | I_{t-1})$ $v_t = F_t^F(r_t^F | I_{t-1})$ 。

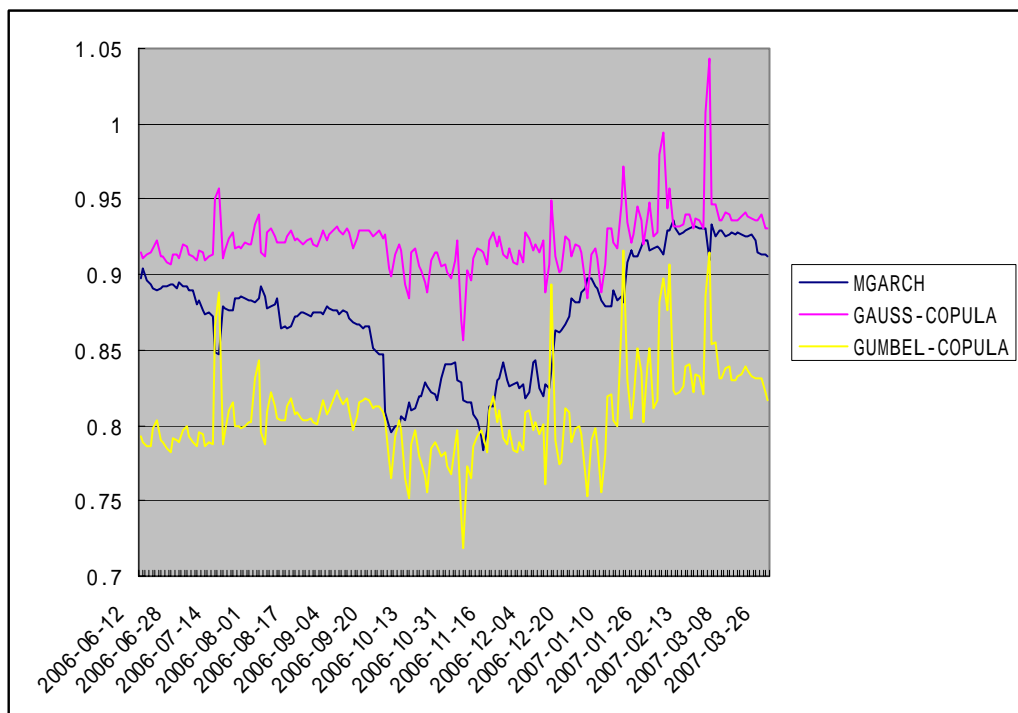
对于 Gumbel Copula，使用的不是线性相关系数 ρ_t ，而是 Kendall's τ 。
实证

为了检验上述最优套利比的好坏我们使用了兴业趋势基金的数据进行分析。使用兴业趋势 06 年 1 月 4 日到 07 年 6 月 29 日的数据，将基金中的股票部分作为组合的产品，假定组合按照 06 年 1 月 4 日的情况保持持仓。

固定的对冲系数为：0.956134。

使用移动平均的对冲系数，30 天为一期， θ 取 0.5，则对冲系数为 0.928795。

使用 MGARCH 和 COPULA 函数计算得到一系列的对冲系数如下图所示：



其中 MGARCH 模型下的对冲系数的均值大约为 0.8729，GAUSS-COPULA 的对冲系数的均值大约为 0.92266，GUMBEL-COPULA 的对冲系数的均值为 0.80763。

为了检验对冲系数的效果，引入 Johnson 套期保值效率指标 HE

$$HE = \frac{VAR_U - VAR_H}{VAR_U}$$

其中 $VAR_U = VAR(R_t^S)$ $VAR_H = VAR(R_t^S - b_{t-1} R_t^I)$ 。

| | 固定 beta | 移动平均 beta | MGARCH | GAUSSCOPULA | GUMBELCOPLULA |
|----|------------|--------------|--------|-------------|---------------|
| HE | 88.80% | 88.84% | 84.98% | 87.93% | 84.06% |

由上面的结果可以看到，采用上述的几种方法，结果并没有显著的差别。



报告摘要

汇率变动和外汇储备的内在演变以及对股价的相关影响

目前,人民币升值并不能减少贸易顺差。长期来看,总储蓄和总投资是贸易顺差的长期决定因素,汇率变动和进口限制制度是能影响贸易收支的短期变化,并不能改变其长期趋势。而在中期,加工贸易一直占据中国对外贸易主要地位,人民币小幅升值无法改变中国的比较优势。

贸易顺差的增加和 FDI 投资的流入是外汇储备增长的直接原因,而贸易顺差增长在没有得到根本性改变的前提下,外汇储备还会保持持续增加;同时,人民币汇率的小幅升值不但不能抑制贸易顺差,而且还会吸引热钱的流入,这会给外汇储备的增加带来更大的压力。

在中国,随着人民币小幅升值,股价持续上升;而在日本,日元的大幅升值对股价的影响较小。我们认为,无论是本币的小幅升值还是平稳发展,投资者都把这个作为实体经济能够保持稳步增长的一个信号,将会给股价一个合理的促进作用。

中国的外汇储备增长和股市没有太大的联动性,不过从日本的经验我们发现,日本股价虽然没有跟随外汇储备一同大幅上涨下跌,但股价的上涨趋势还是基本和外汇储备增长趋势相符合。从长期来看也反映了外汇储备的稳定增长既反映了外国资金的流入,也增强了投资者对本国经济增长的信心。

从长期来看,我们认为在中国储蓄率高居不下的前提下,贸易顺差的大幅减少将不会得到根本性的改变;而人民币的小幅升值将增加外界对人民币升值的预期,带来热钱的流入,这将对外汇储备的增加带来更多的压力。比较中日货币升值和外汇储备增加对股价的影响我们发现,本币的稳定小幅升值以及外汇储备的稳定增长都将增强投资者对本国经济增长的信心,从而促进股价的上涨。

(长江证券)

财富人生

5000点能否买基金

2007年08月27日 来源:上海证券报

文/兴业基金 钟宁瑶

上周对于 A 股来说无疑是一个具有里程碑意义的时刻,上证指数气势如虹的接连突破 5000、5100 点大关。但对许多投资者来说,处在这个点位上却更加忐忑不安了。

5000 点到底能不能买基金?单纯的预测点位,我相信没有人可以给出正确回答。我们一直倡导“在长跑中胜出”的投资理念,这个理念无论在 1000 点,5000 点都是有效的。从一个几十年的跨度来看,1000、4000 点还是 5000 点,也许并没有什么区别。纵观美国证券市场 200 多年的历史,期间多次大崩盘,股票实际复合收益率在 195 年中仍然达到了平均每年 7% 的水平,远远优于存款、债券、短期票据等固定收益的资产。

很多人也许不相信,即使市场高点介入,上述观点也一样成立。有数据显示,在美国市场,即使从高点开始,如果持有期是 30 年,那么通过股票积累的财富将是债券的 4 倍



多，是国库券的5倍多；如果持有期是20年，那么股票的收益将是债券的两倍；如果持有期是10年，从高点开始，股票仍比固定收益资产有优势。以上的高点都是根据美国股市最差的状况下得出的。这些最差的年份包括1901年、1906年、1915年、1929年、1937年、1946年和1968，每一次在当时看来都是毁灭性的打击。

不难看出，投资时间越长，时间的复利功效越能体现出来，最初高点介入时的投资劣势逐渐被淡化。沃顿商学院的金融教授席格尔先生甚至指出，“历史表明，无论市场高点看起来有多高，都没有充分的理由使得投资者明显减少股票的多样化投资组合，除非投资者认为未来的5~10年内需要动用他们的储蓄保证其生活水平。”

当然，席格尔也指出，如果能够辨别市场高点和低点，收益肯定比“买入并持有”策略更好，但问题是几乎没有一个投资者能做到这点。因为当股票处于上升阶段时，很难做出卖出的决定；而在市场陷入低谷时，没有人有信心投资。

所以，5000点的位置上究竟能不能买基金，主要取决于对于收益的预期。指数涨的越高，短期的获利空间就越小，投资者对于收益的预期就要降低。而对于持长跑心态的投资者，以10~20年，甚至30年的持有期限来看，5000点只是一个漫长过程中的心理关口，期间即使出现调整也可以忽略不计。

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何担保。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议。在任何情况下，我公司不就本刊物中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本刊物版权归兴业基金所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“兴业基金公司”，且不得对本刊物的任何内容进行有违原意的删节和修改。投资有风险，敬请谨慎选择。