

专题报告

追求绝对回报的类保本债券

2010年7月27日

嘉实稳固收益债券型基金投资价值分析

嘉实基金即将发行的嘉实稳固收益债券型证券投资基金是一只以保障本金安全、追求绝对回报为目标的债券型基金。该基金主要投资于债券类资产，运用多重本金保护机制，在追求本金安全、有效控制风险的前提下，力争持续获得高于存款利率的收益。

- **投资目标** 嘉实稳固收益主要投资于债券、股票等金融工具，以信用较好的中短期债券为基本配置，优化生息资产组合，谨慎避险增收，在追求本金安全、有效控制风险的前提下，力争持续稳定地获得高于存款利率的收益。
- **多重本金保护机制** “类保本”是嘉实稳固收益区别于普通债券型基金的重要特点，该基金将运用护本目标抬升机制、固定比例投资组合保险机制、债券组合风险控制措施等多重本金保护机制实现投资目标。
- **投资范围** 嘉实稳固收益的资产配置比例为：债券类资产的投资比例不低于基金资产的 80%，权益类资产的投资比例不超过基金资产的 20%，现金或到期日在 1 年以内的政府债券不低于 5%。
- **业绩比较基准** 该基金业绩比较基准为：当期运作期平均年化收益率=三年期定期存款利率+1.6%，体现了追求本金安全并超越定期存款利率的投资目标。
- **产品优势** 震荡市场中，该基金将显示出较低风险、稳健收益的优越性。
 - **护本目标抬升机制和收益分配机制锁定收益：**利用护本目标抬升机制和收益分配机制，可以逐年锁定每年的大部分收益，追求本金安全的同时，实现收益的稳定递增，有效降低投资风险。
 - **确定性较大的盈利模式：**采用确定性较大的赢利模式，每层收益都构成上层投资方式的风险缓冲垫，达到收益逐层累积、风险逐层缓冲的效果。
 - **变现机制：**与其它低风险理财产品相比，嘉实稳固收益的变现条件宽松，变现成本较低。
- **与保本基金的区别** 嘉实稳固收益以保障本金安全、追求绝对回报为投资目标，以超越定期存款利率为业绩比较基准，这一点与保本基金非常类似，但二者在保本安排、保本目标、股票投资上限以及费率方面仍然存在较大区别。
- **投资建议** 嘉实稳固收益属于较低风险、较低收益的保本策略的债券型基金，通过一系列本金保护机制，力争获取持续高于存款利率的稳定收益，为投资者进行稳健的资产配置提供了有效工具。建议风险承受能力较低、追求稳定收益的投资者积极认购，构建适合自身风险收益偏好的投资组合。
- **风险提示** 除了证券市场的一般性风险之外，由于该基金的股票投资比例不高于 20%，因此当股票市场大幅上涨时，该基金的收益也仍然处于较低水平。因而不适合追求较高收益的投资者。

贾戎莉

0755-83734554

jjarl@cmschina.com.cn

S1090208060212

王丹妮

0755-82943250

wangdn@cmschina.com.cn

S1090207070171

嘉实基金即将发行的嘉实稳固收益债券型证券投资基金（简称“嘉实稳固收益”）是一只以保障本金安全、追求绝对回报为目标的债券型基金。该基金主要投资于债券类资产，运用护本目标抬升机制、固定比例投资组合保险机制、债券组合风险控制措施等本金保护机制，在追求本金安全、有效控制风险的前提下，力争持续获得高于存款利率的收益。

一、产品简介

1、投资目标与投资策略

投资目标：保障本金安全、追求绝对回报

嘉实稳固收益主要投资于债券、股票等金融工具，以信用较好的中短期债券为基本配置，优化生息资产组合，在本金保护机制下，谨慎避险增收，在追求本金安全、有效控制风险的前提下，力争持续稳定地获得高于存款利率的收益。

运作机制：3年运作周期滚动

为达到投资目标，且基于投资环境发展和投资人需求，嘉实稳固收益采取“3年运作周期滚动”的方式，实施开放式运作。每个“3年运作周期”，包括3年的“运作期”及该“运作期”期满后为期1个月的“间歇期”。

在3年运作期内，管理人通过适当的投资策略和产品机制，增强对组合流动性的保护，以便于基金实施本金保护机制，力争达到或超越业绩比较基准，优化基金组合的风险收益和流动性，从而力求满足投资人持续稳定地获得高于存款利率收益的需求。

在1个月的间歇期内，基金将保持较高的组合流动性，且申购、赎回费率为零，以便于在前后两个运作期的过渡期间调整组合配置，也便于投资人安排投资。

多重本金保护机制

“类保本”是嘉实稳固收益区别于普通债券型基金的重要特点，该基金将运用护本目标抬升机制、固定比例投资组合保险机制(CPPI策略)、债券组合风险控制措施等多种本金保护机制，在追求本金安全、有效控制风险的前提下，力争持续稳定地获得高于存款利率的收益。

► **护本目标抬升机制** 通过护本目标抬升机制，逐年确认或上调护本目标，保全前期大部分收益。

①当期运作期第一年的护本目标为：当期运作期第一个工作日的基金份额净值（合同生效后，首个护本目标为1.00元），该护本目标自当期运作期起至第一个年度观察日的一年内有效（含第一个年度观察日）；

②当期运作期第二年的护本目标为：当期运作期第一年的护本目标与第一个年度观察日基金份额净值的98%两者较大值，该护本目标自当期运作期第一个年度观察日后第二个年度观察日的一年内有效；

③当期运作期第三年的护本目标为：当期运作期第二年的护本目标与第二个年度观察日基金份额净值的98%两者较大值，该护本目标自当期运作期第二个年度观察日后至当期运作期期满的一年内有效；

④依此类推，该基金在当期运作期的每一年重新确定护本目标，直至每个当期运作期期满。

- **固定比例投资组合保险机制** 采用“固定比例投资组合保险机制”，动态调整固定收益类资产和权益类资产的配置比例，控制权益类投资对基金资产净值可能造成的波动幅度，以保持基金组合达到护本目标的条件，维护基金组合在逐年追求投资本金安全和收益稳定递增的前提下，谨慎运用收益增强型的权益类资产投资策略。

动态分配基金资产在权益类资产和固定收益类资产上投资比例的规则和流程如下：根据数量模型，确定基金的安全垫；根据安全垫和放大倍数（小于等于 3）确定权益类资产投资比例上限；动态调整权益类资产投资比例，权益类资产实际投资比例不超过权益类资产投资比例上限。

- **债券组合风险控制措施** 债券投资方面，该基金以持有到期策略为主，构建组合的基本配置，将部分资产投资于剩余期限匹配组合当期运作期剩余期限、具有较高信用等级、具有较高信用的中短期债券。债券组合风险控制措施旨在控制固定收益类投资的利率风险、信用风险、流动性风险，谋求本金稳妥、收益稳定。

2、投资范围与业绩比较基准

投资范围

嘉实稳固收益的投资范围包括：依法发行或上市的债券、股票等金融工具及法律、法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。

基金投资组合的资产配置比例为：债券类资产的投资比例不低于基金资产的 80%，权益类资产的投资比例不超过基金资产的 20%，现金或到期日在 1 年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。

业绩比较基准

该基金的业绩比较基准为：当期运作期平均年化收益率=三年期定期存款利率+1.6%

业绩比较基准反映了该基金以“绝对回报型的债券基金，追求持续稳妥地高于存款利率的收益”的产品定位，体现了基金追求本金安全并超越定期存款利率的投资目标。

风险收益特征

从投资范围来看，嘉实稳固收益将 80%以上的基金资产投资于债券，属于本金保护策略的债券型基金，为证券投资基金中的风险较低、收益较低品种。

二、产品优势

当前流动性紧缩和经济回落对股市的共同打击阶段正在过去，并不意味着市场将进入单边上升，中期内市场在稳增长和调结构的博弈中反复震荡将是大概率事件。在震荡市场中，嘉实稳固收益作为保本策略的债券型基金，将显示出较低风险、稳健收益的优越性。

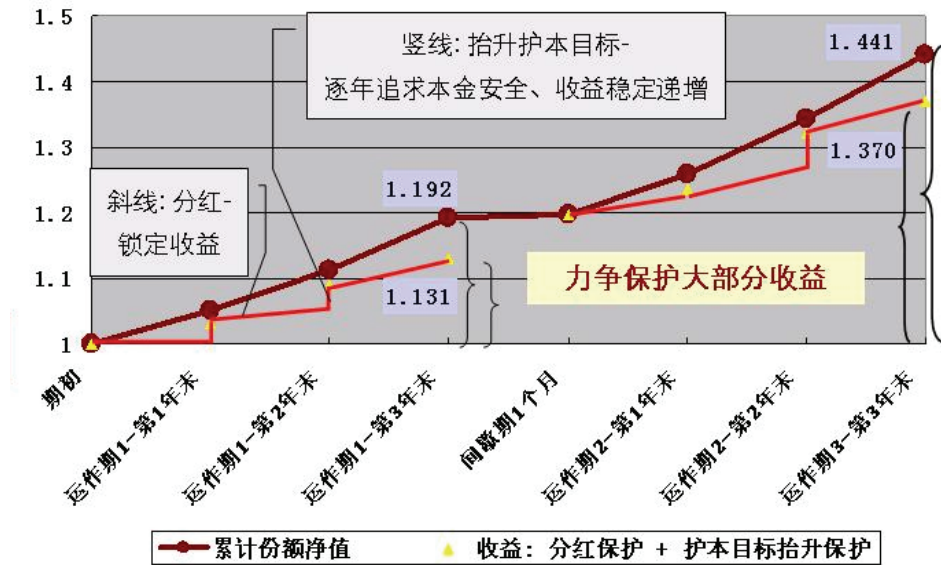
护本目标抬升机制和收益分配机制锁定收益

根据基金合同约定，嘉实稳固收益通过护本目标抬升机制，逐年确认或上调护本目标；在符合基金分红条件的前提下，该基金每年收益分配次数最多为十二次，最少一次，每次收益分配比例不得低于可供分配利润的 50%。

通常来讲，基金组合的投资风险主要体现为本金亏损和收益波动大。嘉实稳固收益利用护本目标抬升机制和收益分配机制，在运作期内可以逐年锁定每年的大部分收益，在追

求本金安全的同时，实现收益的稳定递增，有效降低投资风险，保持稳健的运作风格。（图 1）

图 1：护本目标抬升机制和收益分配机制锁定大部分收益



数据来源：嘉实基金，招商证券研发中心

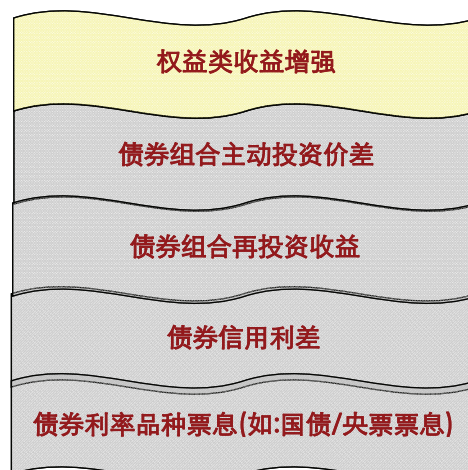
确定性较大的盈利模式：收益逐层累积、风险逐层缓冲

嘉实稳固收益采用了确定性较大的赢利模式，以信用较好的中短期债券为基本配置，优化生息资产组合，在本金保护机制下，谨慎避险增收，力求持续稳妥地保值增值。

基金的收益来源均较为确定，主要分为 5 层：债券利率品种票息、债券信用利差、债券再投资收益、债券主动投资价差、权益类增强收益。其中，“债券利率品种票息”、“债券信用利差”、“债券再投资收益”是确定的。“债券主动投资价差”是由组合优化而来，可通过债券组合风险控制措施来管理风险，“权益类增强收益”通过护本目标抬升机制、固定比例投资组合保险机制进行纪律性的止损止赢操作。

如图 2 所示，每一层收益都构成上层投资方式的风险缓冲垫，其中债券垫子厚度将决定权益类可投资的最大比例，以此达到收益逐层累积、风险逐层缓冲的效果。（图 2）

图 2：嘉实稳固收益的 5 层收益来源：收益逐层累积、风险逐层缓冲



数据来源：嘉实基金，招商证券研发中心

变现机制

此外，作为开放式基金，嘉实稳固收益在匹配投资人理财需求的同时，提供了较灵活的变现机制。与定期存款、保本基金、信贷信托等其它低风险理财产品相比，嘉实稳固收益的变现条件宽松，变现成本较低。（表 1）

表 1：部分低风险理财产品变现机制比较

理财产品	变现机制比较
嘉实稳固收益	每个交易日可按基金份额净值算赎回，赎回费(0-0.8%)，一般 3-4 天资金到账
与保本基金比	嘉实稳固收益无担保费，赎回费(0-0.8%)≤保本基金赎回费(0-2%)
与定期存款比	嘉实稳固收益赎回费(0-0.8%) < 定期存款利率差(1 年: 1.89%，3 年: 2.97%)
与信贷信托比	嘉实稳固收益可灵活变现，信贷信托产品到期前不可变现
与理财产品比	嘉实稳固收益可灵活变现，大部分理财产品一般到期前不可变现

数据来源：嘉实基金，招商证券研发中心

三、嘉实稳固收益与保本基金的区别

嘉实稳固收益以保障本金安全、追求绝对回报为投资目标，以超越定期存款利率为业绩比较基准，这一点与保本基金非常类似，但二者仍然存在较大区别。

首先，在保本安排方面，保本基金依靠法律保障，由担保人来承担保本责任；而嘉实稳固收益则不存在法律保障，主要在投资管理上采取“保本”机制，来达到“保本”目的。从这一点来讲，嘉实稳固收益只能看作“类保本”基金，而不能划分为真正的保本基金。

其次，投资策略方面，两者的核心投资策略几乎相同，都以 CPPI 的保本策略以安全垫子去搏取较高回报，但也存在微小差别：嘉实稳固收益同时还采用了护本目标抬升机制，逐年上调护本目标；而一般保本基金的保本目标是固定的 1.01 元。同时保本基金弹性更大，投资股票的上限不受 20% 比例限制，而嘉实稳固收益则有 20% 上限限制。

此外，在费率方面，嘉实稳固收益的管理费、托管费、销售服务费三项固定费率合计为 1.23%，低于保本基金；申购费率为零，赎回费率也较低，具备明显优势。

四、基金管理人与基金经理

嘉实基金管理有限公司成立 1999 年 3 月，是中国证监会批准设立的老十家基金管理公司之一，2005 年 6 月成为合资基金管理公司。

当前嘉实基金旗下管理着 18 只开放式基金、2 只封闭式基金、多个全国社保组合、年金组合及专户组合，共同基金产品线和资产管理业务种类齐全。截止 2009 年底，公司旗下资产管理规模合计超过 2400 亿元，基金资产规模稳居行业前三。

11 年来，嘉实凭借规范、稳健、务实的管理风格、科学理性的投资运作以及投资者利益至上的经营理念，为投资者创造了丰厚回报，并跻身于国内优秀的基金管理公司行列。

嘉实基金拥有行业领先的投资研究队伍，基金经理平均从业年限近 9 年，投研团队成员超过 100 名。嘉实基金通过严谨的精细流程、高效的团队协作，实现投研一体化，打造全天候，多策略能赢的投研能力，为取得长期、稳定的优良业绩提供扎实基础。

嘉实基金在股票投资、债券投资和保本基金领域的实践经验中显示出卓越实力。今年以来，嘉实主题以 8.29% 的净值增长率高居偏股型基金榜首，也是少有的实现正收益的偏股型基金。债券型基金方面，嘉实多元债券今年以来获得 4.66% 的净值增长，高于同类基金平均水平。在保本基金管理方面，嘉实拥有丰厚经验，此前管理的嘉实浦安保本基金在 3 年保本期内（2004 年 12 月-2007 年 11 月）实现收益 93.40%。

嘉实稳固收益的拟任基金经理为嘉实基金固定收益部总监刘熹。刘熹是国内最早一批从事债券投资的资深人士，拥有 16 年证券从业经验，此前他管理的嘉实多元债基荣获“2009 年度开放式债券型金牛基金”称号。

五、投资建议与风险提示

投资建议

从风险收益的特性来看，嘉实稳固收益基金 80% 的资产配置于债券，属于保本策略的债券型基金，其收益和风险都处于较低水平。该基金通过一系列本金保护机制，力争获取持续高于存款利率的稳定收益，为投资者进行稳健的资产配置提供了有效工具。建议风险承受能力较低、追求稳定收益的投资者积极认购，构建适合自身风险收益偏好的投资组合。

风险提示

除了证券市场的一般性风险之外，由于该基金股票投资比例不高于 20%，因此当股票市场大幅上涨时，该基金的收益也仍然处于较低水平。因而不适合追求较高收益的投资者。

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾戎莉：概率论与数理统计学硕士，5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、投资组合和结构化产品研究。

王丹妮：技术经济专业管理学硕士，7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、投资组合和结构化产品研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司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，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）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。