

■全景扫描

一周ETF

A股ETF连续两周净赎回

上周市场冲高回落，上证指数周涨幅为0.76%，场内ETF逾六成收红，50等权ETF上涨11.76%，涨幅最大；创业板ETF下跌2.28%，跌幅最大。A股ETF上周整体净赎回3.552亿份，近两周持续出现净赎回，但幅度较小；两货币ETF规模仍在持续增长。

上交所方面，上证50ETF上周净赎回0.96亿份，周成交26.47亿元；上证180ETF上周净赎回0.15亿份，周成交4.33亿元。截至上周三货币ETF银华日利、华宝添益规模较前一周末分别增长0.05亿份和0.10亿份，期末份额分别达1.05亿份和3.31亿份。深交所方面，深证100ETF上周净赎回3.08亿份，期末份额降至186.33亿份，周成交额为8.26亿元。（李菁菁）

ETF融资余额再创新高

交易所数据显示，截至5月15日，两市ETF总融资余额较前一周增长10.30亿元，至336.61亿元，再创历史新高。总融券余量较前一周小幅下降至2.71亿份。

沪市ETF总体周融资买入额为20.54亿元，周融券卖出量为11.30亿份，融资余额为302.74亿元，融券余量为1.01亿份。其中，上证50ETF融资余额为135.38亿元，融券余量为2736万份；华泰柏瑞沪深300ETF融资余额为138.05亿元，融券余量为6283亿份。

深市ETF总体周融资买入额为2.76亿元，融券卖出量为2.90亿份，融资余额为33.87亿元，融券余量为1.70亿份。其中，深证100ETF融资余额为8.84亿元，融券余量为1.03亿份。（李菁菁）

一周开基

权益类基金表现不及指数

上周股市先扬后抑，上证指数全周小幅上涨0.76%，收于2026.50点。上周权益类基金整体表现仍旧不及市场指数。银河证券数据统计，365只标准股票型基金周净值平均下跌0.67%，158只标准指数型基金净值平均上涨0.46%，43只偏股型基金（股票上限95%）平均下跌0.85%，76只灵活配置型基金（股票上限80%）净值平均下跌0.57%，46只股票型分级子基金（进取份额）净值平均上涨0.52%。QDII基金以股基表现最佳，涨幅较前周扩大，75只QDII股票基金上周平均上涨1.24%。债券基金表现持续良好，80只普通债券型基金（一级A类）上周净值上涨0.09%，109只普通债券型基金（二级A类）上周净值上涨0.12%。货币基金与短期理财收益较前持续下降。

365只标准股票型基金上周仅有20%左右实现正收益。其中，华宝兴业资源优选股票表现最好，周净值上涨1.75%。债基方面，81只普通债券型基金（一级A类）整体表现良好，75%的债基获得正收益。其中，汇添富信用债债券（A类）表现最好，上涨0.59%。（银河证券）

一周封基

封闭债基净值上涨0.26%

截至2014年5月16日，纳入统计的14只封闭式普通股票型基金仅两只上涨，周净值平均下跌0.67%，平均折价率为9.14%，折价率较上周显著扩大。从净值表现来看，鹏华普丰封闭和华夏兴和封闭表现最好，周净值均上涨0.19%。随着封闭运作期结束，选择合适基金把握封转开机会亦不失为一种较佳的投资渠道。

26只封闭式长期标准债券型基金上周净值平均上涨0.26%，平均折价率为5.36%，单只基金折价率分化较大。其中，鹏华中小企业纯债债券封闭发起式基金表现最优，周净值上涨0.87%。纳入统计的37只封闭式债券型分级子基金（进取份额）表现良好，周净值平均上涨0.31%。（银河证券）



■金牛评委特约专栏

如何在债券牛市中飞得更高

□海通证券 单开佳 孙志远

难以琢磨的资本市场总是让人既爱又恨。2013年债券市场泥沙俱下的场面仍历历在目，转眼间2014年又迎来一轮让人措手不及的牛市行情。截至5月16日，中债总财富指数已上涨了4.49%，而同期的沪深300指数则下跌了7.90%。未来中国经济增速的下行趋势难以改变，CPI也在低位持续徘徊，全年债市的牛市行情非常值得期待。

不过投资者做好了把握债券牛市的准备了吗？债券不同于股票，大量品种和交易集中在银行间市场，普通投资者难以进入。另外，债券资产波动幅度较小，如果不利用杠杆加以放大，其收益很难产生足够的吸引力。债券型公募基金作为机构投资者，可以基于自身对市场的专业判断，在银行间和交易所市场进行债券交易。此外，其还可以在资金市场利用存量债券进行质押式回购融资，将融入的资金继续买入看好的债券，重复操作后能够显著的增加基金财务杠杆，进而放大投资回报。那么如何选择合适的债券型基金呢？我们总

结了“天地人和”之道：“天地之道”，指判断市场环境；“人之道”，指考察基金经理操作风格；“和之术”，指基金选择。

市场环境的判断是基金选择之基石，但基金投资中对于市场环境的判断要求相对较低，因为更多的操作可以借助基金经理来完成，我们只要能有个方向性的把握即可，譬如未来是权益资产走强，还是固定收益资产走强。举例来看，目前中国经济正处于下行通道之中，大概率之下固定收益资产会更依赖于企业盈利的权益资产，更进一步，对企业利润相对不敏感的低风险债券，未来表现更值得期待。

第二步，也是最为关键的一步，是对基金经理操作风格的把握。只有把握了基金经理擅长在何种市场环境下发挥，才能结合之前对于市场环境的判断，挑选出在这种环境下表现最好的基金经理。现有的债券基金经理数量已经非常庞大，简单靠肉眼一个个筛选显然不现实，更加可行的是采用数量化分析的办法，进行系统化的风格扫描。首先，找到每种市场环境的代表型指数，确定市场风格。值得注意的是，债券基

金除了固定收益资产外，还可以通过可转债或股票（偏债基金）参与权益市场，所以对于债券基金的市场风格划分相对更广更细，难度也更大，比如利率债、高评级债、低评级债、成长股、价值股风格等。接下来，确定基金经理的各风格得分。最后，可以根据每个基金经理的风格得分对其进行风格定位，譬如各种风格下得分较为平均者，多为动态配置型基金经理，其自身市场判断能力较强，可以通过主动的大类资产轮换来适应不断变换的市场风格，即综合型选手。某一风格下得分较高的，多为对某类资产有特殊偏好，或者对某类资产把握能力较强的基金经理，即风格化选手。当然，量化模型结果还需要实际持仓数据的验证。投资者可以观察风格得分靠前的基金经理所管产品的季报数据，如果其特征与风格判断结果相同，那么基金经理投资风格在未来得到延续的概率较大。举例来说，对于利率债风格的基金经理来说，其季报理应呈现出各期国债或政金债仓位显著高于同类平均水平的状况，而对于综合型基金经理来说，债券或股票的仓位变动理应较为频繁，而且

多能跟踪甚至领先市场的趋势。

最后一步较为简单，但与投资者的投资期限相关。如果投资期限较长，那么其投资期限内很容易出现多次市场环境的切换，这时综合型基金经理或是更好的选择。如果投资期限较短，那么只要根据第一步判断的市场环境，选择该市场环境下得分较高的基金经理即可。就当前而言，经济增速和物价指数都进入下降通道，而且货币供应增速也处于目标值附近，未来货币政策存在较大的放松空间，债券资产继续走强的概率较大，因此未来偏固定收益风格的债券基金经理或是更好的选择。当然，即将来临的6月资金面可能因银行考核时点而趋于紧张，因此在仓位上也不宜过于激进。鉴于此，投资者可以关注长城基金的钟光正。该基金经理历史业绩良好，分年业绩稳定，固定收益风格显著，偏好优质城投债，同时在仓位上并不激进，而且长期会保持10%-20%的准现金资产，债市回调时也具有不错的抗跌性，典型案例就是在2013年钱荒时，其维持了不到3%的净值回撤。

■操盘攻略

延续防御策略

□国金证券 王聃聃 张宇 张琳琳

短期市场受负面情绪压制明显，高估值、兑现压力以及业绩不达预期使得创业板为代表的中小盘成长股持续调整，大盘蓝筹股虽然有政策利好刺激，但基本面压力使得趋势性机会难以持续。基金投资建议采取适当防御的操作策略，相对保守的投资者可通过固定收益类产品降低整体资产中权益类资产实际仓位，在权益类产品上核心关注具备稳健特征的成长风格基金，阶段性搭配价值型产品平衡风格、降低组合波动。

权益类开放式基金： 稳健成长为核心

经济增长的下行压力尚未解除，市场趋势性力量难以形成。从投资机会的角度，经济下行压力犹存以及转型的客观规律，周期蓝筹股不具备趋势性投资机会。而成长类个股虽然在前期下跌过程中释放了一定的风险，但对高估值的化解仍不充分，成长股的走势仍将加速分化。

落实到基金投资上，基金组合继续建议采取相对稳健的策略，与此同时我们认为在当前以基金为代表的投资者普遍谨慎且前提较为一致的背景下，市场或已一定程度反映悲观预期，系统性风险不大，因此建议更多从自下而上的角度进行调整和布局，应对市场波动并捕捉投资机会。在具体基金品种的选择及投资机会的把握上：

首先，受益于经济转型和改革的成长类股票仍将是大势所

趋，但短期市场或将更重视成长的稳定性以及估值的合理性。建议投资者核心持有具备稳健特征的成长风格基金，从组合估值角度关注组合平均估值水平相对合理的产品，与此同时，对于投资风格较为积极的成长风格基金，预留仓位等待积极型成长风格基金调整后的布局机会；其次，传统周期股虽不具备趋势性上涨机会，但考虑政府稳增长措施的实施、改革红利的受益以及低估值优势，可关注阶段性配置价值，在基金组合中可搭配价值型基金平衡风格、降低组合波动。

最后，主题投资机会仍然活跃，但与此同时投资机会的持续性较差也是当前市场行情的主要特点。在基金产品选择上，可关注投资灵活度高的品种。需要注意的是，随着目前市场上基金规模的趋小以及看好领域的趋同，基金对于同一板块或者同一只股票的持有比例也在提升，集中度的提升使得基金的流动性风险增加，在操作过程中灵活性也在下降，建议从流动性角度适当关注基金的灵活性以及风险。

增配价值风格

固定收益类基金： 强调信用风险甄别

尽管短期经济数据企稳，但尚未进入持续上升周期，“经济弱势格局+通胀低位波动”的基本面组合仍将对长期债市提供利好支撑。然而，二季度以来随着资金面紧张程度的缓解，债券尤其是中长期品种收益率快速大幅回落，在一定程度上已经透支了短期市场对于资金面宽松的乐观预期。就未来货币政策而言，4月M2大幅超预期反弹表明货币数量不是当前问题所在，主要是结构性需求匮乏，换言之，未来政策的重点是如何引导资金流向，而非扩张货币总量。

基金投资策略上侧重强调对信用风险的甄别，投资思路上建议将偏好稳健的中高评级债的基金作为重点配置对象，这样既能够在一定程度上规避杠杆和信用违约风险，也可以获取相对稳定的票息收益，在当前债券市场环境中具有较好的风险收益配比。基金一季报也显示，绝大部分基金对低评级品种持谨慎态度，与我们的投资策略具有较好的一致性。同时，基金资产规模相对适

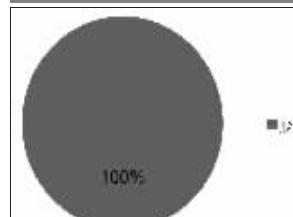
中，有利于提高操作过程中基金的灵活性，可作为现阶段重点关注产品。

QDII基金： 防御地缘风险

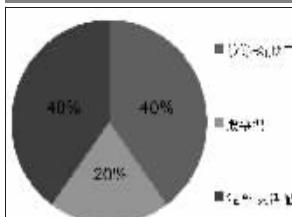
目前新兴市场具有向上修正动力，货币方面，美元走强趋势转向；2014年美元兑新兴市场货币呈现窄幅波动；新兴市场获得资金青睐。尽管新兴市场的经济增长仍然疲软，但是拥有低估值和高盈利支撑。此外，美国经济数据继续向好，但是，美股本轮估值反弹已经基本结束，未来市场表现主要动力将来自企业盈利增长。

建议投资者可采取防御性配置：一方面，从长期看在美股高位盘整和新兴市场股市处于估值底部的同时，此时在美股基金和新兴市场基金方面做均衡配置，保持较低仓位；另一方面，在短期看地缘政治冲突风险存在时，适度配置黄金主题基金以对冲股市风险。行业配置上亦采取防御姿态，目前建议偏向以农业、能源、消费等行业板块；而能源股则在目前地缘政治风险加剧时处于有利的市场环境；此外，美国经济较强劲的复苏也有利于未来能源股的表现。

高风险基金组合配置



中风险基金组合配置



低风险基金组合配置

