

■全景扫描

一周ETF

A股ETF连续两周大幅净申购

上周市场企稳反弹，上证指数周涨幅为0.49%。A股ETF上周整体净申购9.29亿份，连续第二周出现整体净申购。其中，嘉实沪深300ETF上周净申购逾5亿份，景顺500ETF上周净申购2300万份，规模增长近八成。另外，RQFII-ETF方面，南方A50ETF上周继续出现较大幅度净申购，净申购份额达15.08亿份。上交所方面，上证50ETF上周净申购0.58亿份，周成交20.96亿元；华泰柏瑞沪深300ETF上周净赎回0.31亿份，周成交47.24亿元；上证180ETF上周净赎回0.73亿份，周成交4.95亿元。深交所方面，深证100ETF上周净申购2.09亿份，期末份额为189.11亿份，周成交额为7.31亿元；嘉实沪深300ETF、南方沪深300ETF上周分别净申购5.553亿份、2.02亿份。（李菁菁）

ETF融资余额增长逾十亿元

交易所数据显示，截至6月26日，两市ETF总融资余额仍保持6月以来快速增长态势，较前一周提升11.71亿元至388.82亿元，近四周累计增长逾40亿元。ETF总融资余额为3.17亿份。沪市ETF总体周融资买入额为22.79亿元，周融券卖出量为13.65亿份，融资余额为350.57亿元，融券余量为1.41亿份。其中，上证50ETF融资余额为137.96亿元，融券余量为3753万份。深市ETF总体周融资买入额为3.99亿元，融券卖出量为4.04亿份，融资余额为38.25亿元，融券余量为1.76亿份。其中，深证100ETF融资余额为9.73亿元，融券余量为1.00亿份；嘉实沪深300ETF融资余额为26.19亿元。（李菁菁）

一周开基成长风格基金表现优异

上周上证指数报收2036.51点，周涨幅为0.49%。海通证券数据统计，389只主动股票型基金周净值平均上涨2.49%，259只指数型股票基金净值平均上涨1.55%，351只主动混合型开放式基金平均上涨1.61%，14只主动混合封闭型基金净值平均上涨1.95%。QDII基金表现良好，QDII股票型基金和QDII债券型基金分别上涨0.08%和0.33%。债券基金方面，指数债基上周净值上涨0.21%，主动封闭债券型基金上周净值上涨0.39%，主动开放债基净值涨0.40%，其中纯债债券型、可转债债券型、偏债债券型、准债债券型涨跌幅分别为0.29 %、1.34 %、0.52 %、0.42%。个基方面，主动股票型基金中，中邮新兴产业表现最优，上涨10.19%。指数型股票基金中富国中证军工表现最优，上涨5.53%。债基方面，民生加银转债优选A表现最优，上涨2.62%。（海通证券）

一周封基交易型股基净值普跌

超预期的PMI数据提振市场信心，上周股市债市均表现较好。截至2014年6月27日，纳入统计的11只传统封基净值价格普涨。周净值平均上涨2.32%。其中，净值表现最优的基金同盛周净值涨幅达到4.33%。二级市场平均上涨1.94%，二级市场弱于净值的表现使得折价率略有扩大，当前平均折价率为9.70%。股票分级基金母基金多数净值上涨，平均幅度为1.93%，主动型分级中欧盛世成长在结构市中依赖基金经理优秀的选股能力，单周净值上涨5.62%，表现最优。在杠杆放大作用下，股票分级激进份额周平均净值涨幅为3.99%。经过前周调整，上周债市同样表现不错，非分级封闭式或定期开放式债券型基金上周净值平均上涨0.43%，二级市场表现更强，平均价格上涨0.6%。债券分级基金母基金和激进份额平均净值涨幅分别为0.45%和0.92%。（海通证券）

责编:李菁菁 美编:王 力



■金牛评委特约专栏

交易所分级基金稳健份额优势突出

□招商证券 张夏 宗乐

分级基金是近年来比较成熟的创新型基金产品，在分级基金的构架中，母基金份额按照事先约定的比例，拆分为两种不同收益特性的份额。根据契约，其中一类份额将获取相对固定的约定收益，称为A份额（稳健份额）；而另一类份额则获得该基金全部剩余收益（或亏损），从而具备一定的杠杆特性，称为B份额（进取份额）。A份额约定收益可以是固定值，或者采取与银行定存利率或市场利率挂钩的方式。

目前，分级基金大体可以分为三种运作模式，第一类是永续型，即基金无固定分级运作期，A、B份额均上市交易，此类型分级基金的A份额与永续债类似；第二类是固定存续封闭式，即基金有固定的分级运作期，到期之前A、B份额均上市交易，到期后基金通常转型为LOF基金，此类型分级基金的A份额类似于交易所上市债券；最后一类是固定存续半封闭式，即基金有固定的分级运作期，运作期内A份额定期开放申购赎回而不上市交易，与银行理财产品类似。

对于前两类上市交易的A份

额，我们可以通过其交易价格和约定收益（可以理解为票息）来计算A份额的隐含收益率，并与相对应期限的债券的隐含收益率相比较。由于我国债券市场目前仍缺乏永续债作为比较对象，我们可以将永续型A份额与十年期信用债加以比较。

通过比较我们发现，永续型A份额隐含收益率的历史走势与十年期AA+评级信用债收益率走势接近，因此我们可以将该类信用债的收益率作为永续性A份额的参考利率；而对于固定存续型A份额，我们可以将同等期限的AA+评级信用债收益率作为参考利率。

近期长端利率持续下行，截至6月26日，10年期AA+评级信用债收益率已回落至6.44%，而永续型股票A份额的隐含收益率均值为6.81%，两者之间出现了37BP的利差，显示永续型股票A份额配置价值突出。根据我们的测算，永续型稳健份额收益率每下行10BP，价格将上涨1.2%-1.5%，37BP空间对应4.5%-5.5%的估值修复空间。在交易活跃的产品中，按照收益率排序，收益率最高的三个品种依次是双禧A（7.1%），军工A（7.0%）和医药A（6.9%）。

值得投资者注意的是，固定

存续型A份额收益率优势更加突出，股票固定存续封闭式三只较活跃品种同庆A、中小板A和商品A的隐含收益率依次是5.9%，6.9%和7.5%，较同期限AA+信用债依次高出70BP、128BP和179BP，是优质的持有至到期的固定收益品种。

上半年我国经济复苏力度有限，投资增速回落，以房地产为代表的过剩产能行业融资需求回落。短期来看，由于地产销售依然萎靡，房地产融资需求仍难以提高。为了完成全年7.5%左右的GDP增速目标，政府需要实施积极的财政政策，同时辅以防宽松的货币政策。目前央行已实施两次定向降准，不排除未来采取进一步宽松的措施。我们推断，短期内长端利率仍存在一定的下降空间，将利好A份额。

一般来说，接近年初定期折算之前，A份额价格会出现明显上涨，因此部分资金在每年的下半年就会逐步布局A份额，导致其交易价格提前上涨。整体来看，A份额在每年四季度往往会出现较大的涨幅，即所谓的“折算行情”。鉴于目前A份额收益率吸引力较高，投资者可在当前择机买入A份额持有至下一个折算日。

综上，A份额的投资逻辑是，三季度博取相对参考利率利差收窄的收益，四季度博取“折算行情”的收益。

同时需要指出的是，深交所基金质押式回购业务即将上线，上线后ETF、LOF和分级基金A份额均可作为质押式回购标的。在分级基金A份额纳入质押式回购标的之前，投资者只能选择买入持有或者进行波段操作，操作策略较为简单。在纳入质押式回购标的后，投资者可以将持有的A份额质押融资后再买入原质押标的，从而获得杠杆效应。由于A份额收益率一般高于质押式回购利率，因此，投资者可以通过这种方式增厚持有收益。

此外，对于长期持有A份额的投资者来说，当发现其他交易所产品（比如股票、ETF）出现的短期投资机会时，不必卖出A份额即可直接质押融入资金进行投资。通过上述操作，不但可以省掉买卖A份额的手续费，而且也不用担心损失A份额的投资收益。由于短期质押式回购的利率较低（明显低于融资融券成本），A份额的长期持有者可以通过这种方式把握随时可能出现的其他品种的投资机会。

■操盘攻略

坚守均衡成长 分享债券牛市

□海通证券 单开佳

积极成长风格基金领跑，债基普获正收益。权益类基金方面，成长风格基金领跑，价值风格基金业绩好转，其中TMT依旧强势，积极成长风格基金领跑，医药行业基金业绩分化，价值风格基金业绩好转，保本型基金普获正收益。固定收益类基金方面，债券型基金由于今年宽松的流动性普遍获得了正收益，货基由于资金面宽松及政策预期原因收益有所下降。QDII基金方面，REITs、油气主题类基金一枝独秀，亚太股票基金表现平平。

展望下半年A股市场，基本面上，长周期人口红利结束，短周期经济年内难以见底且通缩魅影再现；资金面上，整体较为宽松，但存在的问题是股市无新资金入场；政策面上，稳增长政策、温和的地产政策、定向宽松的货币政策等短期看都难以阻止经济下滑；A股的供需方面，IPO和解禁压力依然较大。整体而言，股票市场面临的外部环境并不支持市场趋势性的上涨行情，还需要等待基本面见底、更大力度政策推动等催化剂才能启动重生行情。但是，在中国经济转型的过程中，A股市场将继续呈现出风格和主题上的结构性行情，风格方面成长依然是值得关注的，主题方面机器人、医疗服务、健康保健、智能家居、移动互联、信息化、新能源汽车等将有活跃的投资机会。

下半年经济增长难有起色，资金面在需求低迷的背景下将维持目前偏松的局面，政府很难再

出台全面刺激政策，小幅缓步放松对于债市更加有利。经过上半年的上涨，收益率曲线已经相对平坦，期限利差已经充分地反映出市场对于政策放松的期待，此时不宜在久期上过于激进，适当配置短端等待政策实质性落地更加合理，因此久期以5年左右为宜。券种上看，城投债虽在各种政策利好之下表现强劲，但是其利差已经降至历史的下三分位，吸引力已有下降。中等评级信用债在经历了5、6月的评级调整风潮之后，利差达到历史的上四分之一水平，整体来看具有不错的性价比。

主动型股混开基

核心配置均衡灵活风格基金，战术增配成长风格基金。基于我们对2014年下半年中国经济处在存量经济新常态中，而A股等待浴火重生，成长风格和主题机会依然是主要投资机会的判断，我们认为2014年下半年股混基金投资需要把握以下主线：首先，核心配置均衡灵活风格基金，这类综合型基金经理往往在配置上比较均衡分散，因此整体的波动程度较小。其次，战术增配成长风格基金。我们对2014年下半年A股市场的判断中对风格方面的判断是成长逻辑延续，同时指数“平淡”，个股活跃，主题投资机会较多，选择成长风格中表现优异的基金进行卫星资产部分配置。最后，注重风险防控，优选“久经沙场”的基金经理。面对市场可能存在的系统性风格，在基金选择上能够做的只能是优选投资经验较长，对市场风险敏感度较高，过去在市场下跌中表现较好的基金经理，期望这些久经沙场的基

金经理能在未来可能的市场下跌中有较好的表现。

债券基金

关注债性显著，信用债挖掘能力强的基金经理。对于中高风险投资者来说，可以适当承担股市的波动，偏向成长风格，且换手率较高，主题把握能力较强的偏债型基金是其更好的选择。对于投资期限在半年左右的中低风险投资者来说，稳定的获取固定收益，继续分享下半年牛市行情可作为首要考虑标准。偏向固定收益风格，中等评级信用债占比较高，而且善于挖掘高性价比的基金经理更加合适这类投资者。

货币基金

流动性管理能力重于历史业绩。在市场利率的下行通道中，货币基金不具备积极的配置价值，但是在季度末的关键时点上，货

币基金可用来规避因短期资金面趋紧所带来的市场风险。

QDII基金

投资美国QDII仍是首选。美国已经走出了去年冬天严寒对于经济的不利影响，5月就业数据也好于预期，种种迹象表明美国经济复苏正在加速。这给美股长期上涨提供了坚实基础。值得注意的一点是，四季度随着QE逐步退出，美国中期大选来临等，加之美股之前累计了较高的涨幅，会有一定调整风险。全球老龄化到来，长期看好医疗保健。全球来看，美国婴儿潮一代进入知天命年龄，日本老年人数逐年创新高，就连中国的人口红利拐点也已经到来。这意味着目前全球整体正在步入老龄化社会，而医疗保健则有很大需求空间。基于这个逻辑，我们推荐长期持有投资医疗保健主题的股票基金。

各类型基金今年以来平均业绩表现（%）					
一级分类	二级分类	评级分类	今年以来	最近一年	最近两年
股票型			-4.83	-6.67	3.26
	指数股票型		-5.80	-12.23	-10.28
	主动股票开放型		-4.18	-3.27	10.13
混合型			-1.71	-2.01	7.45
	主动混合封闭型		-4.64	-5.95	4.97
	主动混合开放型		-1.55	-1.82	7.60
		保本型	4.19	2.42	7.12
		灵活混合型	-1.52	-0.45	12.05
		偏股混合型	-5.08	-5.25	3.03
		偏债混合型	2.34	0.48	10.56
		平衡混合型	-3.85	-3.64	7.78
		生命周期混合型	-4.39	-8.95	3.58
债券型			3.69	0.25	5.72
	指数债券型		3.76	-0.20	1.68
	主动债券封闭型		5.37	1.36	8.92
	主动债券开放型		3.62	0.22	5.69
		长期理财债券型	2.06	5.31	
		中期理财债券型	2.12	4.79	
		短期理财债券型	2.07	4.77	8.88
		纯债债券型	4.29	1.56	6.24
		可转债债券型	-0.50	-12.16	-2.53
		偏债债券型	3.98	-0.99	5.96
		准债债券型	4.08	-0.32	6.50
货币型			1.97	4.43	8.19
商品			6.47		
QDII股混型			2.55	6.69	19.61