

## ■全景扫描

## 一周ETF

## A股ETF大幅净申购

上周，市场冲高回落，场内ETF成交持续放量，总成交额接近千亿元。上周A股ETF整体净申购33.036亿份，沪深300ETF成为增持热门。华泰300ETF、华夏300ETF和嘉实300ETF净申购规模达32.41亿份。

上交所方面，华泰300ETF上周规模大增18.28亿份，周成交达287.46亿元；上证50ETF上周净申购3.32亿份，周成交146.60亿元；上证180ETF上周净赎回1.02亿份，周成交57.68亿元。深交所方面，深100ETF上周净赎回1.05亿份，期末份额为26.58亿份，周成交额为32.17亿元。RQFII方面，南方A50、博时FA50上周规模分别缩水3.72亿份、3.18亿份，期末份额分别为32.43亿份、1.995亿份。（李菁菁）

## ETF融资余额周增近22亿元

交易所数据显示，截至12月11日，两市ETF总融资余额较前一周增长21.75亿元，达771.44亿元；ETF总融券余量较前一周下降0.85亿份，至8.19亿份。

沪市ETF总体周融资买入额为73.80亿元，周融券卖出量为22.40亿份，融资余额为655.30亿元，融券余量为5.80亿份。其中，华泰柏瑞沪深300ETF融资余额为423.76亿元，融券余量为3.84亿份；上证50ETF融资余额为187.19亿元，融券余量为1.36亿份。

深市ETF总体周融资买入额为13.73亿元，融券卖出量为4.74亿份，融资余额为116.14亿元，融券余量为2.38亿份。其中，深证100ETF融资余额为24.96亿元，融券余量为0.59亿份。（李菁菁）

## 一周开基

## 标准股基净值上涨1.12%

上周上证指数报收2938.17点，周上涨0.02%。截至2014年12月12日，海通证券数据统计，标准股基净值上涨1.12%。409只主动股票型基金周净值平均上涨0.46%，277只指数型股票基金净值平均上涨1.12%，397只主动混合型开放型基金平均上涨0.10%，主动混合封闭型基金净值平均下跌0.47%。QDII基金普遍下跌。债券基金方面，指数债基上周净值下跌1.06%，主动封闭债券型基金上周净值下跌1.19%，主动开放债基净值下跌1.21%。其中，纯债债券型、可转债债券型、偏债债券型、准债债券型跌幅分别是1.17%、4.01%、1.39%、1.39%。短期理财债年化收益在4%以上，货币基金年化收益降至3.71%。

个基方面，主动股票型基金中，信诚精萃成长表现最优，上涨5.92%。指数型股票基金南方小康ETF表现最优，上涨7.04%。债基方面，道富增鑫一年A表现最优，上涨1.17%。QDII基金中表现最好的是诺安全球黄金，上涨2.09%。（海通证券）

## 一周封基

## 债券基金净值持续调整

A股宽幅震荡，市场走势分化。基金汉兴到期后，传统封基仅存7只，上周纳入统计的7只传统封基的净值涨跌互现，周净值平均下跌0.47%。二级市场表现弱于净值，平均跌幅为0.98%，折价率扩大，当前平均折价率为9.64%。股票分级基金母基金净值分化，平均涨幅为1.45%。其中，受益于政策的环保行业分级基金——新华中证环保以及申万菱信中证环保以4.67%和4.36%的净值领涨。激进份额在杠杆放大下，周平均净值涨幅为2.57%。

前期获利丰厚的债市延续调整，非分级封闭式或定期开放式债券型基金净值多数下跌，净值平均跌幅为1.03%，二级市场平均价格下跌0.02%。债券分级基金母基金和激进份额跌幅更甚，平均净值跌幅分别为1.58%和2.98%。（海通证券）



## ■金牛评委特约专栏

## 把握分级基金A份额投资机会

□海通金融产品研究中心

单开佳 孙志远

A份额的投资者最近有点烦！满以为降息对类固定收益的A类份额构成利好，但事实上，降息之后绝大部分A份额都经历了一轮大幅下跌行情，有些产品跌幅甚至超过了10%。为什么降息后A类份额会出现暴跌？当前时点如何把握A份额的投资机会？

首先要认识到一点，虽然长期来看A份额很像一只浮息债券，但由于永续型分级基金具有合并/分拆机制，使得其定价还会受到B份额的牵制。虽然说长期来看A份额按照债券思路定价没有错，但由于降息后指数上涨过快，赚钱效应驱使投资者追逐杠杆工具，而套利者在指数连续上涨后也暂时放慢了套利卖出的脚步，导致B份额折溢价率非理性抬升，压制了A份额的表现，自然也就令得A份额价格出现暴跌了。

不过指数连续大幅上涨断然不是常态，分级基金的定价机制必然还会回归到理性上来，那么什么是理性定价呢？我们的认识是，资金筹码决定定价权，而A份

额的固定收益特性使得其成为保险机构的良好配置对象，资金雄厚的保险机构自然拥有绝对的定价权力，一旦按照债券定价思路计算的收益率超过其成本，保险账户都会买入并长期持有，匹配其长期负债，稳定的赚取利差。此时，如果套利交易者“不偷懒”，理论上分级基金是不应当有整体折溢价套利机会的，而A份额的价格可以按照债券收益率贴现确定，利用母基金的净值，减去A份额的合理价格，自然就是B份额的理论价格。之前A份额的暴跌恰恰是因为B份额受到过度追捧，A份额投资者资金规模不再具有绝对优势，以及套利交易者不及时卖出而为获取趋势收益，共同导致以上定价机制失效。

了解永续分级基金的定价机理后，我们该如何做A份额的投资呢？对于不同类型投资者来说，有三种操作思路。

第一，针对有负债匹配需求的长期投资者。如果有负债需要匹配，尤其是诸如寿险之类的长期负债，长期且高收益的品种是这类投资者的良好选择。长期国债虽无信用风险，但流动性一般，而且收益偏低；长期限高

收益债虽收益较高，但存在一定的信用风险，谁也不知道在长期一些经营不善的企业还能不能还得起钱。A份额没有固定的到期期限，长期收益率良好，向下到点折算机制又保护了其本金不受市场下跌的侵害，非常适合有负债匹配需求的投资者。尤其是在本轮A份额暴跌之后，长期收益率大幅上升，目前甚至比10年期AA级信用债的收益率还高出了20多个基点，长期投资价值极高。

第二，定期折算套利。永续A份额虽然无法通过赎回的方式兑现本金，但可以利用每年的定期折算来获取定期收益。具体来看，在每年的固定日期，A份额单位净值中超过1元的部分，会折算为母基金，而母基金可以按照净值要求基金公司赎回，非常类似于现金分红，由此使A份额具备了永续债券的特性。这里面蕴涵着怎样的套利机会呢？关键点在于A份额的折价。对于折价交易的A份额来说，定期折算可让其一部分资产被折算为无折价的母基金，相当于迅速兑现折价。套利收益的幅度取决于A份额的折价幅度和约定收益高低。折价越大，效果也最大。

## ■操盘攻略

## 年底落袋为安

□招商证券 宗乐 顾正阳

自11月21日央行意外降息之后，市场出现了“旱地拔葱”的行情，主板股指快速上升，沪深300指数最高攀升幅度超过25%。券商、地产、保险行业领涨，相关股票指数分级基金B份额连续涨停。截至12月12日，代表大盘蓝筹的沪深300指数在这一阶段中上涨了23.6%。而创业板指数的表现则明显落后于主板股指，上涨幅度为7.9%。

## 短期市场震荡压力加大

降息之后主板股指连续两周的快速上涨将市场情绪推至高点，各路资金涌入市抢筹，低估值的大盘股成为首选标的，进一步推高市场。本次火爆行情的实质是投资者对传统行业预期逆转之后的估值修正，降息就是触发这个预期逆转的导火索。但需要警惕的是，指数在较短的时间内涨幅过高，一些获利丰厚的投资者难免会获利了结，导致股指出现剧烈波动。12月第二周以来，大盘呈现巨幅震荡的态势，在周一大涨4%后，周二下挫超过4%，周三又出现大幅反弹，说明多空双方的意见出现分歧，短期内股指仍需时间整固。当空方逐渐离场之后，市场将有很大机会继续向上。

更深一层来看，我们认为，中国股市投资者结构的一个明显特性就是散户占比比较大，这就使得A股市场的走势将很大程度的受到中小投资者情绪的影响，从而表现出较强的投机性。此外，由于

## 关注市场热点

施压。若经济仍难见起色，不排除央行继续采用降准降息的手段。

总的来看，我们维持股票市场中长期向上的判断，但近期震荡压力明显加大。

## 债基面临去杠杆风险

12月8日晚间，中国证券登记结算有限公司发布的《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》称，暂时不受理新增企业债券回购资格申请，已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库；同时规定债项评级达不到AAA级的企业债券不得新增入库，有新增入库的将强行出库。

此举引发市场对债券市场流动性的担忧，并将城投债推向风口浪尖。此通知下发后，债市利率大幅攀升，提升了债市的紧张情绪。债券基金普遍面临着去杠杆的风险，并且在股市热情高涨吸引了大部分资金的背景下，尤

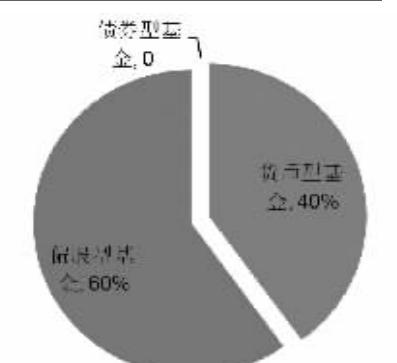
其对债市产生较大的影响。

总的来看，我们认为债券市

场虽然短期承压，但中长期的表现仍然不会太差。综合以上分析，我们认为，临近年底，市场的不确定因素增加，投资者在获取了这一阶段的高收益之后，应更理性的看待市场，更多的采取落袋为安的方式。在保证充足的流动性的同时，可关注市场热点变化，并采用工具型基金参与短期博弈。可关注的标的包括行业ETF、分级基金B份额等，中长期配置可选大盘蓝筹风格的偏股型基金，以备来年。而债券市场风险较大，建议短期规避。

大类资产配置方面，我们建

## 风险偏好较高投资者的配置建议



## 风险偏好较低投资者的配置建议

