



■金牛评委特约专栏

上交所分级基金有助交易效率提升

□招商证券 宗乐 张夏

2014年中国实体经济增速继续放缓，宏观经济政策则越来越宽松和灵活，市场的流动性渐趋宽松。在此背景下，2014年的A股市场可谓跌宕起伏，同时也给投资者带来了不少惊喜，而11月22日央行突然降息也成为股市走牛的有力推手。截至12月26日收盘，上证综合指数、沪深300指数、深证成分指数、中小板指数、创业板指数今年以来的累计涨幅依次为49.2%、47.9%、33.0%、11.8%、和17.8%，超出了去年此时大多数投资者的预期。

在变化多端的市场环境中，抄底抢反弹和短线波段操作无疑成为投资者增厚收益的有效方法。也正是在这样的关键时刻，越来越多的投资者开始关注并且参与投资分级基金。在经历了多次反弹走势之后，精明的投资者开始熟悉这样一种新玩法：当看好某一板块未来的走势时，通过购入分级基金B类份额，杠杆化放大收益，从而获取更丰厚的板块收益。

可以说，分级基金为投资者提供了一个低门槛参与杠杆化投资的有效途径。这也是近年来分级基金受到广泛关注的重要原因，利用分级基金B份额获取杠杆化收益已逐渐成为一种主流策略。

12月10日，上交所发布了《上海证券交易所上市开放式基金业务指引》(以下简称“指引”)，标志着上交所分级基金制度规则的正式确立。同日，易方达基金管理公司提交的上证50指数分级基金得到证监会的受理，成为首只上报的上交所分级基金产品。按照一般的审核时间，该基金将有望在两个月之内面世。

《指引》规定，分级基金份额进行分拆、合并的，应当符合下列要求：当日买入的母基金份额，同日可以分拆；当日申购或通过转托管转入的母基金份额，清算交收完成后可以分拆；当日合并所得的母基金份额，同日可以卖出、赎回或者转托管，但不能分拆；当日分拆所得的子份额，同日可以卖出，但不能合并；当日买入的子份额，同日可以合并。

具体来说，上交所交易效率的提高主要体现在以下方面：首先，母基金份额可以上市交易，相比分级基金的申购赎回，交易效率大幅提升。同时，获得母份额的成本也降低，不需要支付申购赎回费用(申购费率一般在0.5%—1%之间，随着资金量增大而降低)，只用支付相对较低的交易佣金。其次，通过买入方式获得的母基金分拆分效率提升，T日买入母

基金份额，T日可分拆，子份额可以卖出两类子份额。而现有的份基金T日申购母基金，一般是T+2日才提交分拆申请，T+3日可卖出(部分证券公司可实现最快T+1日分拆(盲拆)，T+2日卖出)。第三，买入子份额合并为母基金份额的效率提升，T日买入子份额，T日即可合并，同时T日可卖出。而现有的分级基金T日买入子份额，T+1日才能提交合并申请，T+2日母基金份额才可赎回。更重要的是，这样的交易机制衍生出变相

T+0”，投资者可在当天早些时候买入某一类子份额，在价格上涨后，按比例买入对应另外一类份额，合并为母基金份额卖出。如此一来，投资者可在日内多次进行“T+0”交易。这种机制可能是上交所LOF分级相对现有分级基金最吸引人之处。

在这样的交易机制下，分级基金整体折溢价套利出现两种类型的套利，第一种是盘中价格整体溢价套利，由于变相“T+0”的存在，A、B份额及母基金的价格波动均可能加大，在盘中出现整体折溢价的波动。对于投资来说，可以建立实时的整体折溢价监控，进行盘中的套利。简单地说，当AB份额按比例加权之和大于母基金的交易价格，则投资者可买入母基金份额，

实时拆分为AB份额卖出；反之当AB份额按比例加权之和小于母基金交易价格，则投资者实时买入AB份额，合并为母基金份额赎回。

第二种是盘后整体溢价套利，有可能出现的一种情况是，母基金净值并未上涨，但是由于情绪高涨(低落)，AB份额及母基金价格大幅上涨(下跌)，造成交易价格相对净值的整体折溢价。简单地说，如果AB份额价格加权之和大于母基金估算净值，在收盘前这种差异仍未消失，则投资者可申购母基金份额，T+2拆分，T+3日卖出，这样的套利机制跟现有的份基金相同。

综上，上交所分级基金的交易策略和套利策略更加丰富，因此在上市后交投可能会较活跃，而上交所分级基金的规模有望呈现稳健攀升的态势。

除此之外，无论是深交所分级还是上交所分级，都可以发行跨市场指数分级，但是深交所无法发行上证相关指数分级，而上交所无法发行深证相关指数分级。上交所分级推出后，市场上有望出现上证综合指数分级、上证50分级、上证180分级等产品。由于大盘蓝筹大多在上交所上市，因此，上交所分级基金的推出将会填补上证蓝筹指数分级基金的空白，为投资者提供更加多样的投资选择。

■操盘攻略

短期调整不改蓝筹基金配置价值

□国金证券 王聃聃 张宇 陈亚林

12月份市场在蓝筹板块的带动下创出新高，流动性支持以及政策驱动使得资金更为偏好低估值蓝筹、价值类板块，与此同时证监会近期进行了打击市场操纵的专项执法行动，更进一步打击了没有业绩支撑的小盘股。但市场在3000点附近震荡幅度也在加大，市场经过短期调整后风格仍倾向价值、蓝筹股，因此基金组合在风格上维持前期侧重蓝筹风格的配置。

权益类开放基金：

坚守蓝筹配置

市场在3000点附近震荡幅度也在加大，年末资金面紧张以及短期降准预期落空抑制市场做多情绪，同时经过前期的快速上涨，市场在当前高位也存在调整需求。在调整过后，低估值的价值、蓝筹类股票仍然是市场关注的方向。落实到基金投资上，基金组合仍可在风格上维持前期侧重蓝筹风格的配置，但同时保留风险收益配比较好的稳健型产品，以应对市场波动。

首先，维持对蓝筹风格基金相对侧重的配置。基本面系统性风险可控，2015年稳增长力度、货币政策宽松基调仍然维持，从而给股市提供了宽松的流动性环境。

市场调整过后低估值的蓝筹板块仍将吸引增量资金，估值修复行情有望延续。因此，从基金风格角度可维持侧重蓝筹风格基金的配置，除了主动管理的基金，蓝筹风格指数基金也是不错的布局工具。其次，适当保留风险收益配

固定收益基金：

适度谨慎防御

从短期债市走势来看，受股市火爆分流债市资金，债市去杠杆悲观预期、年关将近市场资金面常规性趋于紧张，以及降息效果与政策初衷背离(推升虚拟金融资产偏好而非降低社会融资成本)制约后续宽松政策推出节奏等不利因素影响，债市短期将继续面临震荡调整。

中期来看，经济下行压力下宽

松预期不改，债市调整后或有望重拾升势。从中央政策意图来看，只要实体经济不改善，稳增长措施就还将继续发力，而当前地方政府债务受到抑制、房地产尾部风险犹存、信用扩张乏力、降低实体经济融资成本任重道远，经济下行趋势难扭转，在这样的背景下政策宽松预期不改。加之存贷比调整、美元加息致资本外流等预期因素的冲击，基准利率有进一步下调可能，而物价通缩和外汇占款低迷也为进一步宽松提供操作空间。

落实到基金投资策略上，考虑到短期债市震荡调整压力较大，投资者在操作上宜适度谨慎，建议采用“提高组合信用等级”的投资思路，优选侧重利率债或高评级债、历史业绩较稳且下行风险控制能力较强的基金。从安全与收益兼顾的角度，优选出利率债和中高评级债券持仓较高、杠杆率适中、下行风险控制能力较好、历史业绩稳定性较好及管理人投研能力较强的基金组合。

QDII基金：

美股为主港股为辅

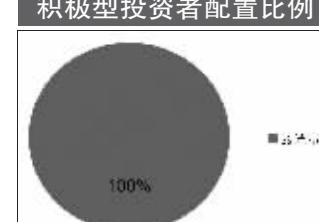
展望2015年，全球市场前景

略显乐观。美国经济2015年复苏势头将继续维持，全年经济增长将超过2014年，达到3%左右的水平。支持美国经济增长的因素主要有持续改善的就业水平、资产价格恢复以后滞后的财富效应、较低的油价水平、政府支出的改善、企业和消费者信心的改善。欧元区今后两年的增长幅度较小。新兴市场上，巴西和俄罗斯的产业结构仍较单一，整体经济受制于石油等能源价格变化，而这种局面在短时间内难以改变。

印度和中国经济结构均衡，降低能源成本则有效缓解印度的高通胀压力，且有利于促进两国的消费市场，以及降低制造业成本，从而更有利于中印两国。2015年，大宗商品价格整体将维持震荡下跌，黄金价格继续下一个台阶。

2014年美国REITs的表现显著强于美股，建议继续关注REITs基金，同时纳指100指数基本涵盖美国创新型企业，成长性极佳。在港股基金方面，建议关注基金经理主动选股能力较强基金。此外，建议回避大宗商品类基金。

积极型投资者配置比例



稳健型投资者配置比例



保守型投资者配置比例



■全景扫描

一周ETF

场内ETF周成交额超千亿

上周，市场先抑后扬，上证指数周涨幅达1.58%，场内ETF上周成交再度放大，周成交额超过1000亿元，受套利资金离场影响，大成100ETF上周大跌23.71%。上周A股ETF整体净赎回18.035亿份，华泰300ETF上周规模缩水逾两成。

上交所方面，华泰300ETF上周净赎回25.57亿份，周成交达317.80亿元；上证50ETF上周净赎回1.56亿份，周成交144.69亿元。深交所方面，深100ETF上周净赎回1.28亿份，期末份额为25.28亿份，周成交额为19.04亿元；嘉实300ETF上周净申购4.833亿份，期末份额为129.27亿份，周成交72.33亿元。ROFI方面，南方A50规模缩水0.1亿份，至27.435亿份。(李菁菁)

ETF融资余额减少15.6亿元

交易所数据显示，截至12月25日，两市ETF总融资余额较前一周下降15.60亿元，达804.71亿元，是2014年ETF总融资余额首次出现周环比下降；ETF总融券余额较前一周下降0.08亿元，至8.30亿份。

沪市ETF总体周融资买入额为53.45亿元较前一周(93.97亿元)下降近一半，周融券卖出量为18.66亿份，融资余额为681.66亿元，融券余量为6.09亿份。其中，上证50ETF融资余额为194.25亿元，融券余量为1.50亿份。

深市ETF总体周融资买入额为10.47亿元，融券卖出量为4.03亿份，融资余额为123.04亿元，融券余量为2.22亿份。其中，深证100ETF融资余额为24.22亿元，融券余量为0.53亿份。(李菁菁)

一周开基

指数基金获正收益

上周上证指数报收3157.60点，上下震荡超过250点，周上涨1.58%。标准股基净值下跌0.47%。其中，指数基金取得正收益，有0.56%，主动管理型股基整体下跌。海通证券数据统计，截至2014年12月26日，279只指数型股票基金净值平均上涨0.56%，413只主动股票型基金周净值平均下跌1.17%，403只主动混合型开放型基金平均下跌0.63%，主动混合封闭型基金净值平均下跌0.09%。QDII基金方面，股票型基金上涨0.09%，债券型基金下跌0.17%。债券基金方面，指数债基上周净值上涨1.34%，主动封闭债券型基金上周净值上涨0.76%，主动开放债基净值上涨0.96%。短期理财债基年化收益与货币基金年化收益均在4%以上。

个基方面，主动股票型基金中，国联主题驱动表现最优，上涨4.65%。指数型股票基金华夏上证金融地产ETF表现最优，上涨5.73%。债基方面，建信转债增强A表现最优，上涨7.66%。QDII基金中表现最好的是富国全球消费品，上涨5.45%。(海通证券)

一周封基

债基净值表现优异

上周基金景福到期后，目前市场上仅存的传统分级只有6只，在过山车行情中整体净值表现不佳，周净值平均下跌0.48%。其中，基金通乾一枝独秀，成为唯一一只周净值上涨的传统封基，单周净值上涨2.54%。二级市场表现强于净值，平均涨幅为1.01%，折价率收窄，当前平均折价率为12.02%。剔除未上市品种后，股票分级基金母基金净值平均跌幅为0.12%，但净值分化显著，近期热点大盘蓝筹继续发酵下，信诚800金融分级以4.33%的净值领涨。激进份额在杠杆放大下，周平均净值跌幅为0.23%。

随着打新周期的结束，资金面明显好转，债市回暖。非分级封闭式或定期开放式债券型基金净值集体上涨，净值平均涨幅为0.80%，二级市场平均价格上涨0.67%。(海通证券)