

■ 上市基金看台

静候反弹行情 关注传统封基

□海通金融产品研究中心
倪韵婷

2016年的第二周,全球市场继续演绎“黑色一周”,油价跌破30美元大关,显示全球避险情绪急剧升温。A股市场难以改善其身,延续下跌趋势。截至1月15日,上证指数收于2900.97点,全周下跌8.96%,深证成指收于9997.93点,全周下跌8.18%。中证100指数、中证500指数、中小板综指、创业板综指分别下跌6.64%、10.30%、9.75%、8.60%。各行业普遍下跌,其中银行、食品饮料、餐饮旅游跌幅较小,分别为5.23%、7.28%、7.73%;通信、钢铁、农林牧渔跌幅较大,分别为14.21%、13.09%、12.89%。

静候深蹲反弹

2016年伊始市场就以恐怖式的暴跌开局,大股东解禁减持、人民币贬值冲击、熔断机制成为市场暴跌的三大元凶。短时间的暴跌之下,投资

者情绪变得格外悲观。当然暴跌之外,更值得反思的是,短短半年时间A股就经历了三次暴风骤雨式的股灾,背后深刻的原因究竟是什么?在我们看来,这与市场参与主体的变化息息相关,绝对收益投资者占比大幅提高,市场一旦出现回撤,止损卖盘导致跌幅迅速扩大。

虽然年初的暴跌有前面三个利空因素催化,但目前来看,情况正发生变化。首先是减持新规与熔断暂停,维稳市场信心。其次人民币汇率阶段性趋稳,缓解了恐慌情绪。随着熔断、大小非、贬值等利空因素逐渐消退,无风险利率再次快速下降带动权益资产吸引力回升,短期市场有望在急跌后开启反弹行情。风格上仍然看好中小创,前两次股灾后的反弹中都是中小创弹性更大。行业方面看好新兴消费服务业相关的传媒、体育、医疗、教育,以及信息技术相关的大数据、云计算,智能制造相关的机器人、智能汽车等。

直面震荡无需悲观

上周央行在公开市场逆回购2400亿,逆回购到期2000亿,合计净投放量为400亿。货币利率方面,R007均值下降至2.41%。本周债券发行规模为5706.71亿元,相比上周上升1484.26亿元,其中利率债发行1433.41亿元,信用债发行4273.30亿元。本周到期债券规模为3245.01亿元。上周由于股票市场的持续大跌,避险情绪驱使债券市场大涨。但是,受制于人民币贬值压力,货币宽松受到制约,政策导向也转向供给侧改革。预期短期债市不会有新的流动性大幅注入,债券市场短期或进入存量博弈。

管理层及时暂停熔断机制、制定大小非减持新规缓解减持压力、明确注册制和新股发行的时间表并强调注册制不会使新股大规模扩容等政策措施,充分体现出管理层之于A股的呵护意图。而证监会主席肖钢周末发表讲话也提及必须深刻汲取教训,深化改革,健全

制度,加强监管,防范风险,促进资本市场稳定健康发展。

整体来看,监管层对于股市短期维稳意图清晰,而从海通金工择时体系来看,趋势指标长期偏悲观;但短期来看,创业板指自高点已下跌25.6%,预期市场本周反弹。加上3月初将迎来“两会”与“十三五规划”,各细分领域将有望迎来实质性利好。因而,本周的市场或有望走出反弹行情。

当然站在当前,市场元气大伤后震荡或仍难避免,建议投资者选择性价比较高的品种进行配置,如我们持续推荐的传统封基,截至1月16日,市场上尚存续的6只传统封基的年化折价回归收益全部超6%,高的甚至达到12%,处于历史高位。从分级基金来看,由于市场连续暴跌,有高达12只分级B在母基金净值跌幅不足10%的距离就将触发向下到点折算,其中军工B(502005)和高铁B(502032)当前的溢价超过20%,一旦触发下折算投资者将蒙受较高损失,建议警惕风险。

■ 杠基盘点

濒临下折分级B数量增多 分级A持续走强

□上海证券 李颖 闻嘉琦

上周股市弱势延续,避险情绪升温,银行分级母基金净值下跌较小,军工、能源、有色下跌幅度较大,债券分级母基金普遍收涨。上证综指、深证综指全周跌8.96%、9.23%,而中小板、创业板跌幅略小,分别下跌7.89%和6.05%。市场震荡下行,股票型分级基金净值均经历不同程度下滑,跟踪军工、能源以及有色板块的母基金净值下跌幅度最大,而跟踪银行板块的母基金净值下跌相对较小。股票型分级母基金整体折溢价率回落,部分存在套利空间的基金,但交易份额大多流动性枯竭,需谨慎参与套利。相比之下,债券分级普涨,母基金均取得了正收益。

分级市场整体成交量回暖,分级A活跃度明显提升。截至1月15日,分级A分级B市场日均平均交易量分别为33.97亿份和66.65亿份,成交量较前一周有所上升,其中分级A成交活跃度明显提高。全市场156只分级B周成交量333.24亿份,其中成交前十的分级B交易量占总成交量的60.51%,成交仍集中在少数流动性佳且跟踪热门行业的分级B。分级A方面,上周144只分级A平均成交量为169.84亿份,弱势行情看跌期权价值上升以及较高的预期收益率的吸引,成交量较前一周有较大提升。值得注意的是申万菱信深成指、银华H股、银华银华深证100的A/B份额在上周交易量猛增,其中前2只产品无下折条款。

持续两周的下跌之后,濒临下折的股票分级B数量增多,如下跌趋势延续,第三波下折潮或将至。截至1月15日,股票分级B平均价格下跌20.88%(剔除日均成交量不足100万份的品种),平均溢价率降至3.15%。母基金下折触发距离在10%以内的分级B上升至12只,其中中融一带一路B已经下折过一次。其中2只处于折价状态,其余10只处于溢价状态,其中距离下折距离较近、净值杠杆较高的易方达军工B、中海中铁高铁产业B溢价相对较高,分别为24%和20%。从风险来看,这些濒临下折的分级B一旦下折,目前溢价部分的损失较小,但仍需警惕后续市场下跌高杠杆放大损失。从杠杆价值来看,多只基金净值杠杆达到3倍以上,但建议投资者仍需谨慎参与此类分级B博反弹。债券分级B价格平均微跌0.51%,为数不多的债券型分级B中仍存在2只高溢价产品(天弘同利分级B、国泰互利B),近期价格水平回调加速需警惕。

远离下折,关注流动性风险仍是后市分级B投资者重点关注的事项。市场风险偏好预计在节前难以大幅回升,短期震荡行情或延续。存量博弈下,结构性机会较趋势性机会更加丰富,但机会把握难度将增大,未来被动指数型分级B的表现将分化加剧。

下折预期以及市场避险情绪继续推高分级A价格水平。下折预期渐浓,近期投资者对于分级A的投资关注度提高,区间分级A价格上扬1.56%(剔除日均成交量不足100万份的品种),平均折价仅1.29%。市场避险情绪提升加之有下折机制的分级A的看跌期权价值,引导分级A的价格持续上行。从个券来看,单周净流入份额最多的3只分级A为银华恒生H股A、申万菱信深成指A、富国中证军工A,其中富国中证军工有下折预期;而单周流出份额最多的2只为鹏华中证证券A和华安创业板50A,其中鹏华中证证券刚完成下折。

避险需求推高固定收益类资产价格,债市长端利率屡创新低,推动分级A的收入收益率下滑。截至1月15日,全市场分级A平均隐含收益率周降8个基点至4.78%。从利差角度来看,上周利差(R+N,N为利差)3.0%-3.2%之间的66只分级A周涨2.53%,36只利差为3.5%的分级A均涨1.48%,26只利差为4%的分级A涨0.91%,利差在4.5-5%之间的5只平均微跌0.65%。利差较小的分级A在上周整体价格表现较好,而高利差的分级A品种虽普遍溢价交易,但进一步上折乏力。

上周已经确定有1只基金触发出折,为鹏华创业板分级基金,并已完成下折恢复交易。多只分级B处于下折边缘,如工银瑞信高铁产业B、信诚沪深300B、易方达军工B,分别距离下折阈值仅需母基金下跌4.71%、4.86%、5.35%,其中易方达军工B还保持着较高溢价(溢价24.46%),投资者需要警惕其下折时溢价归零的较大损失。

分级套利机会频现 入场宜待市场企稳

□兴业证券研究所 任瞳 陈云帆

上周市场走势持续疲软,除上周二和周四小幅企稳反弹之外,其余三个交易日均出现大幅下跌。新年第二周,股市再度急跌,引起市场恐慌情绪蔓延。上周,证监会明确注册制和新股发行的时间表并强调注册制不会使新股大规模扩容、创业板大股东不减持声明以及央行不断放水,都体现出管理层之于A股的“呵护”意图,尽管如此,恐慌情绪需要慢慢消除,投资者仍需保持谨慎态度。

三大期指主力合约已在周五进行交割,主力合约转移后,目前股指期货2月合约均处于贴水状态。截至1月15日,沪深300股指期货主力合约IF1602贴水90.93个基点,中证500股指期货IC1602贴水323.68个基点,上证50股指期货IH1602贴水39.93个基点。此外,上周两融规模小幅下降,两融余额维持在1.02万亿左右。这几周两融规模持续下降,可以从侧面反映投资者的风险偏好也不断下降。

分级A成交活跃

从市场交易情况看,上周

所有被动股票型优先份额(分级A)日均成交额为30.2亿元,一周成交为151亿元,相对前一周大幅上升。从上周成交额排名前20只优先份额来看,平均隐含收益率(采用下期约定收益率计算)为4.85%,平均折价率仅为0.90%。

上周所有被动股票型进取份额(分级B)的日均成交额达到40.4亿元,一周成交额达202亿元,成交活跃度相对之前降低。成交活跃的品种包括军工B(150182)、创业板B(150153)、证券B(150172)和银华锐进。上周市场整体走弱,市场热点的持续性也较差,没有特定题材或者行业在下行的股市中保持坚挺。总体来说,分级B上周表现不佳,表现相对好的是中证800B(150139)和券商B级(150236),一周涨幅分别为4%和3%。

分级A:万绿丛中一点红

上周分级A基本一路上涨,分级A的自身折价率也大幅缩小。尽管价格已在高位,但分级A仍广受追捧,究其原因应该是市场情绪较为悲观,经过连日杀跌,投资者风险偏好有明显下降,分级A的投资价值再

次凸显。此外,分级基金下折、折价套利等事件也使得场内A类份额大额流出,本周净流出约40亿份,筹码的稀缺性也使得分级A更为抢手。

尽管分级A备受关注,但目前看来,投资分级A的安全垫可能不足。通常认为分级A在股市下跌时有下折期权保护,是相对安全的品种;但由于近期分级A的价格上涨较快,分级A的自身折价率大幅缩小,甚至许多品种出现自身溢价。理论上,目前折价的分级A下折收益仅在1%-2%左右,而溢价品种的下折收益将为负;再加上股市震荡加剧,下折后还需承担部分母基金净值波动的风险,所以下折保护此时并不能发挥作用。因此,我们不建议投资者此时再去参与A类份额,尤其是日均成交额在百万以下的流动性较差、价格失真的分级A品种。但对于此前就持有A类份额且成本较低的投资,建议可以继续持有。

分级B:规避高溢价且临下折品种

上周市场大幅下挫,分级B除了周四反弹以外,基本处于暴跌状态,还包括在杠杆作用

下进行补跌。投资者在经历市场连续两周暴跌后,情绪较为悲观。分级B作为杠杆型的投资产品,需要三思而后投。上周创业板(150244)已触发下折,持有者损失比较惨重。目前还有沪深300B(150052)等十余只分级B临近下折。对那些临近下折的分级B,若分级A价格较高且存在整体溢价,买入分级A合并赎回也未必能够有效挽回损失。建议投资者暂时远离高溢价且临近下折的分级B。

上周,分级基金整体溢价频现,尽管有一部分溢价是因为分级B跌停而导致的被动溢价,吸引了大量套利资金进场。其中,申万菱信深成指分级由于持续几日出现高溢价,一周场内份额就增加了18亿,估计参与的套利资金高达14亿。截至上周末,整体溢价的分级还有很多,其中整体溢价居前且成交活跃的是军工分级、银华深证100和前海开源中航军工,溢价率(估算)分别为3.23%、1.87%和1.23%,建议投资者关注。需要注意的是,分级溢价套利往往需要2-3个工作日,需承担母基金净值波动的风险;建议投资者在市场企稳时介入,风险相对可控。

分级基金数据概览

注:截至1月15日 数据来源:上海证券基金评价中心

分级股票价格涨幅前十			分级债基价格涨幅前十			分级A隐含收益率前十			分级B距离下折前十			股票分级B价格杠杆前十		
基金代码	基金简称	价格涨幅(%)	基金代码	基金简称	价格涨幅(%)	基金代码	基金简称	隐含收益率(%)	基金代码	基金简称	母基金距离下折	基金代码	基金简称	价格杠杆
150139.SZ	银华中证800B	3.9350	150160.SZ	融通通福B	2.8123	150022.SZ	中方转债深成指A	5.6933	150326.SZ	工银瑞信高铁产业B	4.7122%	150326.SZ	工银瑞信高铁产业B	4.4378
150236.SZ	鹏华中证证券B	3.0732	150156.SZ	中银互利B	2.4534	150057.SZ	长城中小300A	5.6252	150052.SZ	信诚沪深300B	4.8558%	150052.SZ	信诚沪深300B	3.8651
150232.SZ	申万菱信电子行业B	-3.2980	150161.SZ	新华惠鑫分级B	2.0061	150175.SZ	银华恒生H股A	5.5814	502005.SH	易方达军工B	5.3545%	150199.SZ	国泰国证食品饮料B	3.8567
502018.SH	长信一带一路B	-5.8252	150142.SZ	汇添富互利分级B	1.9191	150331.SZ	建信中证互联网金融A	5.5525	150318.SZ	交银互联网金融B	6.5672%	502038.SH	大成中证互联网金融B	3.7005
150122.SZ	银河沪深300成长B	-6.0910	150042.SZ	长信利鑫分级B	1.5863	502037.SH	大成中证互联网金融A	5.4872	502032.SH	中海中证高铁产业B	6.9343%	150318.SZ	交银互联网金融B	3.6712
150146.SZ	招商沪深300高贝塔B	-6.1103	150134.SZ	德邦企债分级B	1.5693	150317.SZ	交银互联网金融A	5.4670	502012.SH	易方达证券公司B	7.5083%	150262.SZ	华夏兴业中证医疗B	3.6418
150056.SZ	工银瑞信中证500B	-7.8717	150035.SZ	泰达宏利聚利B	1.4980	150327.SZ	工银瑞信中证新能源A	5.4561	502038.SH	大成中证互联网金融B	8.8406%	150282.SZ	长盛中证金融地产B	3.6256
150009.SZ	国投瑞银瑞和远见	-9.1734	150120.SZ	东吴鼎利B	1.4670	502057.SH	广发中证医疗A	5.4546	150182.SZ	富国中证军工B	8.9985%	502012.SH	易方达证券公司B	3.6120
150058.SZ	长城中小300B	-9.4010	150154.SZ	中海惠丰纯债B	1.3793	150325.SZ	工银瑞信高铁产业A	5.4507	150290.SZ	中融中证煤炭B	9.0580%	150290.SZ	中融中证煤炭B	3.5751
150326.SZ	工银瑞信高铁产业B	-9.4801	150129.SZ	鹏华丰利B	1.3066	150221.SZ	前海开源中航军工A	5.4499	150282.SZ	长盛中证金融地产B	9.1938%	150266.SZ	中融一带一路B	3.55