

■全景扫描

一周开基

股债整体表现不佳

上周上证指数报收2278.40点，周跌幅为1.73%。银河证券数据统计，332只标准股票型基金周净值平均下跌1.45%，123只标准指数型基金净值平均下跌2.37%，43只偏股型基金(股票上限95%)平均下跌1.68%，71只灵活配置型基金(股票上限80%)净值平均下跌1.29%，34只股票型分级子基金(进取份额)净值平均下跌4.33%。债券基金上周表现不佳，94只普通债券型基金(一级)上周净值下跌0.18%，122只普通债券型基金(二级)上周净值下跌0.32%。

332只标准股票型基金中，汇丰晋信科技先锋股票和上投摩根新兴动力股票表现最优，分别上涨2.28%和2.21%。123只标准指数型股票基金仅1只上涨。其中，建信上证社会责任ETF跌幅最大，下跌3.53%。QDII基金方面，成熟市场股基表现最优。本周债基方面表现不佳，普通债券型基金(一级)中，信诚经典优债债券(B类)表现最优，上涨0.29%。(银河证券)

一周封基

股基折价率大幅扩大

上周封闭式基金股基表现亦不佳。杠杆股基放大市场波动明显，适合风险承受能力与操作水平较高的投资者。截至2013年3月15日，纳入统计的23只封闭式普通股票型基金仅4只上涨。周净值平均下跌1.24%，平均价格下跌2.77%，平均折价率为12.40%，折价率大幅扩大。从净值表现来看，嘉实泰和封闭表现最优，周净值上涨1.42%。

封闭式债基上周表现不佳。纳入统计的32只封闭式普通债券型基金(一级)上周净值下跌0.02%，其中信诚双赢债券分级封闭表现最优，周净值上涨0.53%。价格方面，封闭式一级债基价格下跌0.12%，平均折价率0.41%，较前一周基本持平。受市场影响封闭杠杆债基方面表现良好，纳入统计的19只封闭式债券型分级子基金(进取份额)周净值平均下跌0.32%，未能延续上周良好表现。(银河证券)

一周ETF

ETF连续九周净赎回

上周市场再度小幅下跌，上证指数周跌幅为1.73%。两市ETF基金二级市场方面近全线下挫，总成交额为175.49亿元，为二月以来首度低于200亿元。两市A股ETF上周总体净赎回14.142亿份，为连续第九周整体净赎回。

上交所方面，上证50ETF上周净申购0.37亿份，成交33.72亿元；上证180ETF上周净赎回1.23亿份，成交9.22亿元；华泰柏瑞沪深300ETF上周净赎回4.49亿份，成交58.05亿元。南方中证500ETF于周五首日上市，净赎回1.58亿份，成交3.15亿元。深交所方面，深证100ETF上周净赎回1.78亿份，总份额再创2012年以来新低，为282.30亿份，周成交额为25.05亿元。(李菁菁)

ETF融资余额再创新高

上周据沪深交易所公布的融资融券数据显示，截至3月14日，两市ETF总融资余额再度提升，达47.73亿元，再创历史新高；总融券余量小幅下降至2.45亿份。

上交所方面，ETF总体周融资买入额为8.96亿元，周融券卖出量为7.08亿份，融资余额为45.19亿元，融券余量为1.28亿份。其中，上证50ETF融资余额为5.99亿元，融券余量为2935万份；上证180ETF融资余额为3.48亿元，融券余量为3515万份。

深交所方面，ETF总体周融资买入额为4518万元，融券卖出量为2.05亿份，融资余额为2.54亿元，融券余量为1.17亿份。其中，深证100ETF融资余额、融券余量分别为9568万元和6387万份。(李菁菁)



■金牛评委特约专栏



□银河证券 胡立峰

我国第一只债券ETF国泰上证5年期债券ETF于近日结束了募集，然而债券ETF对于我国投资者来说，仍旧是一个全新的投资品种。本文将结合海外成熟市场经验，探讨债券ETF的优势所在并分析其投资应用。

和普通的债券基金相比，债券ETF其最基本的一个功能是提供指数化债券投资工具，满足投资人对大类资产配置管理需求。其分散化投资使得债券ETF面临的非系统性风险大为减少，与主动管理的债券基金相比易获得更稳定的、市场平均化的收益。

资产配置和风险敞口管理功能，是ETF近年来快速发展的主要原因，债券ETF亦具有类似功能。一些大型投资机构，如保险公司、养老金等部门其负债管理往往是依据负债现金流来使用债券

进行对冲。对这类型机构来说，其投资债券进行负债现金流对冲的作用甚至远甚于债券所带来的单纯收益的作用。

而债券ETF可以在交易所上市流通，其通常比多在场外交易的债券流动性要好。而各种不同类型的债券ETF更是为机构进行负债管理和资产配置提供了明显的便利。除此之外，在投资单一的债券时所可能面临的突发信用事件常常会大幅影响该券流动性和估值，而债券ETF指数化投资的特征使得其往往对单一事件的敏感性较低，非系统性事件对债券ETF的影响可能非常微小。债券ETF的这些特征都有利于机构进行资产配置和风格敞口的管理。

2008年金融危机使得美国金融市场受到极大创伤，场外债券市场流动性显著降低，债券的成交非常困难。然而，债券ETF实物申赎以及二级市场交易的特征，却为机构固定收益投资提供了除传统OTC市场外另一个交易渠道。那些流动性不好的债券可以申购相应ETF份额来实现“卖出”，而那些想买却买不到的债券则可以通过赎回ETF份额获得一篮子债券，然后卖掉不需要的债券来实现。

从海外债券ETF流动性上看，以那些流动性较差的高收益债券指数、长期期债券指数为跟踪标的的ETF，其往往换手率很高，近期规模增速也较快。这也从侧面印证了债券ETF增强流动性的功能为市场所接受并越来越多

被应用。

和很多场内基金类似，债券ETF也具有场外净值、场内价格两大价值体系。场外的净值反映的是组成ETF的一篮子个券在每个交易日的价值变化，而场内价格则主要是由二级市场供求关系所决定。因此两个市场往往存在价差，当这个价差达到一定程度，套利机会就会显现。

理论上，当ETF二级市场价格小于净值时，投资者可以在二级市场买入ETF份额同时在一级市场赎回一篮子债券再卖出赚取价差；当二级市场价格大于净值时，投资者可以买入一篮子债券申购ETF，然后将ETF份额在二级市场以价格卖出。

虽然ETF套利时间较短，然而实际上仍存在一定风险。一是二级市场价格瞬息万变，即时交易间隔时间很短也可能导致套利失效；第二，我国相当部分债券流动性有限，投资者在赎回一篮子债券后可能无法顺利卖出变现，在申购债券ETF时可能也很难及时凑齐符合申购条件的一篮子债券。

ETF由于采用实物申赎机制，其管理难度相对主动管理基金降低许多，相应的基金运营费用很低。海外债券ETF的运营费率平均仅为0.25%，其中管理费更平均仅只有0.20%。从海外经验来看，债券ETF跟踪的标的指数风险越高、流动性越差，其运营难度越大，相应的管理费率也更高。预计我国债券ETF管理费平均来看

可能与货币基金相当，甚至低于货币基金管理费率。

债券ETF还具有交易透明的优势。传统债券交易多在场外采用双边谈判模式成交，一方面点对点的询价交易模式较为繁琐，其成交价格、交易量等信息外界通常不能完全获悉。而债券ETF在交易所上市交易，加之有做市商的存在，相较于场外债券交易模式来说交易更加便捷，其成交价格和成交量等信息也更为透明。

当前，场内证券账户投资者通过证券账户所能投资的多为具有较高风险的权益类产品，而缺乏有效的平衡组合风险的交易品种。虽然现在出现了但场内申购的货币ETF目前规模不大，且定位主要在于提供便捷的流动性，收益性也不及债券基金。而交易所债券，则由于其较高的专业性等原因，导致场内投资者、尤其是个人投资者较难参与。随着我国债券ETF的推出，场内投资者也有了一个新的、低风险投资品种，可更加便捷地进行组合风险控制等更多样化的交易策略。

除了上述债券ETF所共同具有的优势之外，一些特定类别的债券ETF也具有其特殊的应用。比如国债ETF，若其跟踪指数能较好覆盖国债期货的样本券，则可利用其作为国债期货现货替代品种，参与国债期货投资策略中。再比如固定久期的债券ETF，则是投资者实行久期免疫策略等组合久期管理的良好工具。

适当降低组合风险暴露水平

□招商证券 宗乐

自去年12月至今年2月初，A股市场强势反弹，上证指数自1949点“建国底”反弹以来，涨幅超过20%。此轮反弹的逻辑，一是经济数据持续改善，经济复苏迹象明显；二是国内资金流动性较宽松；三是美元指数持续走低，资金向新兴市场流入明显；四是银行股业绩保持良好，估值水平很低，引领市场反弹。

2月份后，上述因素都开始恶化。经济数据方面，2月份中采PMI降至50.1%，工业增加值、消费、进口均现疲软，虽然在房地产投资带动下，投资增速继续攀升，但政府调控房价的决心较强，房地产投资增速持续性仍存疑，经济复苏进程可能会低于预期。此外，二月份CPI同比上涨3.2%，高于市场预期，央行已明确表示货币政策将趋于中性；货币数据方面，M2和贷款增速均环比回落，流动性将由宽松趋于中性。与此同时，美国经济复苏超预期，引发资金向美国回流，美元指数自二月初开始反弹，道指创新高，以QFII为代表的海外资金已经开始撤出中国股市。最后，银行板块本轮反弹涨幅超过30%，估值水平得到修复，现阶段市场对银行股估值水平的分歧较大，难以形成合力推动其继续上涨。

反弹逻辑被破坏后，市场情绪明显趋向谨慎。2月份偏股型基金遭遇净赎回，低风险基金出现净申购，股指期货多空比、融资融券多空比、封基折价、分级基金进取份额溢价率等体现市场情绪的指标均回落至相对悲观的区域。

对于基金投资来说，目前的环境不适宜继续增加高风险基金(包括股票型基金、混合型基金)的配置。考虑到股票基金的投资期限和申赎成本，风险承受能力较高的投资者也可不选择赎回。

对于交易型基金来说，投资者可适当降低高风险类产品(ETF、分级基金进取份额)的仓位。

年初以来，资金面宽松，债券市场尤其是信用债走出一波小牛市。中债企业债总指在今年头两个月累计涨幅达1.27%。三年期AAA、AA+和AA评级的信用债在1月至2月收益率分别下行34BP、44BP和49BP。

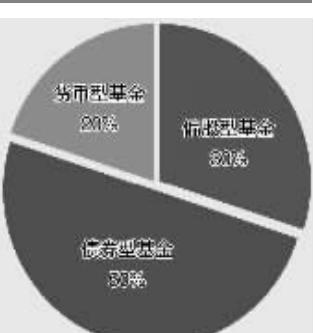
展望后市，信用债将维持震荡局面，上涨和下跌的空间均有限。主要原因来自于两个方面：一方面，受流动性趋向中性，经济复苏进程可能低于预期，机构投资者可能由增加信用债投资杠杆转为去杠杆等因素的影响，信用债收益率继续下行的空间有限。另一方面，目前，债券投资者的风险偏好上升，使得信用债仍然有较强需求，信用债市仍是供需两旺。

的局面；在当前的经济大环境下，除了某些产能严重过剩的行业中个别企业的信用风险过高外，整体来看信用风险仍难以出现大幅攀升；只要通胀未出现大幅攀升，央行货币政策也不会过分收紧。因此，信用债在接下来数月可能维持震荡局面，由资本利得转向吃息。

可转债方面，今年以来，受到股票市场大幅反弹的影响，可转债也迎来一波小牛市；但是随着股票市场走弱，预计可转债近期也难有太大表现。

债券基金投资方面，对于有一定风险承受能力的基金投资者来说，新增资金在选择债券基金标的时，应以纯债基金和一级债基为主，选择一些历史业绩稳健，信用债仓位适中，券种配置

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

