

■全景扫描

一周ETF

场内ETF逾六成收红

上周沪深指数震荡走高，场内ETF成交活跃，逾六成收红。A股ETF整体净赎回3.792亿份，连续第十四周出现净赎回。据统计，6月底以来两市A股ETF已累计净赎回超230亿份。

上交所方面，上证180ETF上周净申购2.4亿份，周成交30.59亿元。中证地产ETF上周净赎回0.04亿份，期末份额降至0.02亿份；景顺食品ETF上周净申购0.31亿份，期末份额增至0.86亿份。深交所方面，深成ETF上周净申购1.677亿份，期末份额为19.53亿份，周成交额为4.24亿元；金融ETF上周净赎回0.515亿份，期末份额为1.23亿份，规模缩水近三成。RQFII方面，南方A50净赎回0.2亿份，期末份额为50.1亿份。（李菁菁）

ETF两融余额齐创新高

交易所数据显示，截至11月13日，两市ETF两融余额均创历史新高。其中，ETF总融资余额较前一周增长15.54亿元，达683.24亿元；ETF总融券余额较前一周增长2.26亿份，至8.34亿份。

沪市ETF总体周融资买入额为41.98亿元，周融券卖出量为24.49亿份，融资余额为585.33亿元，融券余量为5.77亿份。其中，上证50ETF融资余额为185.52亿元，融券余量为1.25亿份。

深市ETF总体周融资买入额为9.18亿元，融券卖出量为4.50亿份，融资余额为97.91亿元，融券余量为2.57亿份。其中，嘉实沪深300ETF融资余额为75.11亿元；深证100ETF融资余额为19.40亿元，融券余量为0.43亿份。（李菁菁）

一周开基

指数基金净值上涨1.28%

上周上证指数报收2478.82点，周上涨2.51%，指数型基金与主动管理股票混合型基金冰火两重天，指数基金整体上涨而主动股混基金普跌。海通证券数据统计，截至2014年11月17日，405只主动股票型基金周净值平均下跌1.56%，268只指数型股票基金净值平均上涨1.28%，384只主动混合型开放型基金平均下跌0.99%，10只主动混合封闭型基金净值平均下跌1.53%。QDII基金普遍上涨。债券基金方面，指数债基上周净值上涨0.38%，主动封闭债券型基金上周净值上涨0.47%，主动开放债基净值上涨0.39%。其中，纯债债券型、可转债债券型、偏债债券型、准债债券型涨幅分别是0.22%、2.25%、0.42%、0.43%。短期理财债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，鹏华价值优势表现最优，上涨5.13%。指数型股票基金中，申万菱信证券分级表现最优，上涨7.44%。债基方面，博时信用表现最优，上涨8.63%。QDII基金中表现最好的是易基亚洲精选，上涨2.68%。（海通证券）

一周封基

传统分级折价大幅收窄

纳入统计的8只传统封基的净值普跌，周净值平均跌幅为1.76%。二级市场表现再度强于净值表现，前期持续停牌的基金汉兴本周复牌后，大幅补涨6.22%带领整个传统封基在净值普跌的情况下二级市场平均涨幅为0.57%，使得前期位于底部的折价率显著收窄，当前平均折价率为11.54%。股票分级基金母基金净值分化显著，净值平均涨幅为0.07%，其中受益于沪港通预期的申万菱信证券分级最为强势，单周净值涨幅高达7.44%。在杠杆放大作用下，股票分级激进份额周平均净值涨幅为0.15%。

债市一如既往表现强劲。非分级封闭式或定期开放式债券型基金净值全部上涨，净值平均涨幅为0.49%。债券分级基金母基金和激进份额平均净值涨幅分别为0.63%和1.11%。（海通证券）

■金牛评委特约专栏

分级基金上折 重获高杠杆机会

□海通证券 单开佳 倪韵婷

伴随着近期市场波澜壮阔的行情，部分分级基金的净值正逼近向上到点折算阈值。相比多次触发的向下到点折算，投资者对于向上到点折算要陌生得多，那么向上到点折算事件对于分级基金存在怎样的投资机会呢？

分级基金通过对母基金收益分配的安排，将基金拆分为激进份额和稳健份额收益完全不同的两个子份额，其中稳健份额类似固定收益产品，每日获取约定收益，剩余风险收益由激进份额承担。这样的产品设计使得稳健份额类似于出借本金的角色，而约定收益就是其出借本金获得的收益，激进份额则通过借稳健份额的本金获得了杠杆属性。在我国杠杆工具门槛较高，而激进份额二级市场门槛很低，受到了普通投资者的很大的关注。随着母基金净值的上涨，激进份额的杠杆水平日益下降，原因在于激进份额的实际杠杆=母基金净资产/激进份额净资产。从公式可以直观看出，由于稳健份额每日的净值变动极小，因而在上涨市场中母基金净资产的变动幅度远小于激进份额净资产的变动幅度，随

着分母递增，实际杠杆越来越小。为了避免激进份额的实际杠杆过小，管理人在产品设计中就设置了向上到点折算，规定当母基金净值涨到1.5元（或者2元）时，设立向上到点折算，将母基金、激进份额、稳健份额净值折算成1元（也有设计成将母基金、激进份额净值折算成稳健份额净值的），超过部分以母基金的形式支付给投资者。折算后激进份额的资产规模在母基金中的占比提升，恢复到初始较高的杠杆水平，保持激进份额的活力。

从向上到点折算的形式来看，主要影响的是激进份额（B份额），那么激进份额的持有人经过向上到点折算后的收益到底如何测算呢？为了更直观，我们举例解释。假设分级基金激进份额、稳健份额的配比为1:1，稳健份额的约定收益为6%，当基础份额净值大于等于1.5元时，将触发向上到点折算，其中稳健份额不参与向上到点折算，激进份额以及基础份额按照稳健份额净值折算，超过部分折算成新的基础份额。折算后，激进份额净值=基础份额净值=稳健份额净值。目前市场上多数激进份额二级市场处于溢价状态（溢价指的是二级市场价格大于净值），因而

向上的到点折算会带来两方面影响：激进份额实际杠杆大幅抬升；激进份额部分资产以基础份额的形式兑现出来，这部分资产将损失溢价。那么怎么计算向上到点折算的总收益呢？

假设到点折算触发后指数不涨不跌，折算触发前在二级市场上以市价PB购买一份激进份额，触发向上到点折算阈值当天基础份额的净值为NAV基础元，稳健份额的净值为NAVA，则激进份额的净值NAVB=2NAV基础-NAVA。折算触发后，激进份额参考稳健份额折算到NAVA，剩余2NAV基础-2NAVA元的资产将基础份额的形式返还投资者。目前市场上分级基金子份额二级市场的定价由稳健份额主导，永续型的品种参考的是8-10年期AA级的债券，对应约定为6%的稳健份额而言，其二级市场当前合理价格在0.896-0.952元之间。假设考虑无整体折溢价套利机会的情况下，激进份额复牌后可交易的合理价格在元之间（2NAV基础-0.952）到（2NAV基础-0.896）元之间。而折算成基础份额的2NAV基础-2NAV元资产，投资者可选择赎回兑现收益，考虑0.5%的赎回费后价值为0.995*（2NAV基础-2NAV）元，通过计

算，当折算前激进份额的价格低于（1.99 NAV基础+0.01 NAV基础-0.952）元时，对于看平或是看涨市场的投资者应该选择介入。而当激进份额价格高于（1.99 NAV基础+0.01 NAV基础-0.896）元，对于看平或是看跌市场的投资者可以选择在折算前卖出等折算后择机买入。

事实上，从历史上触发的2次向上到点折算之后的市场来看，向上到点折算触发后会抬升投资者对于相关分级基金的认可度，导致触发上折算的分级基金激进份额受到追捧，整体出现溢价，从而引起分级基金净申购，形成规模扩张，规模扩张后管理人必须建仓，从而又推升了标的指数（或是主动基金配置品种）短期的上涨，因而向上到点折算触发后激进份额持有人往往短期有不错的收益。

整体来看，向上到点折算提供了激进份额持有人一个重获高杠杆的机会，同时向上到点折算短期也存在一个动量效应有望带来一定收益，因而对于临近向上到点折算的品种，只要投资者看涨或是看平市场，其二级市场价格又在合理区间内，就可以大胆参与。

■操盘攻略

配置灵活股基

□天相投顾 胡俊英 石岩

在宏观经济数据低迷、APEC会议月初召开、沪港通将要启动、资金面相对宽松的背景下，市场结构性特征继续演绎，大盘强势放量创下反弹新高，创出2508点的反弹新高，创业板欲振乏力，中小板也继续调整，截至2014年11月14日，11月以来上证指数大幅上涨2.42%，中小板指和创业板指分别下跌4.2%和4.76%。

偏股型基金：
核心配置灵活基金

经济面来看，10月官方PMI指数50.8%，较上月回落0.3%，创5个月新低。10月规模以上工业增加值同比实际增长7.7%，比9月份回落0.3个百分点，10月房地产市场销售数据转暖，但库存高、融资难，房地产投资增速回落趋势短期难以改善。虽今年三季度以来出台了一系列的稳增长措施，但尚未在数据中体现，宏观数据继续疲弱。资金面上，近期以来，央行通过SLF和MLF等创新工具向市场投放资金，并继续引导利率下行。数据显示，目前短期市场资金利率继续保持低位小幅波动，而中长期利率持续下滑，表明当前市场流动性较为充裕，而沪港通政策落地也有望吸引海外资金入场。在此背景下，预计市场短线大盘高位震荡，但继续上行压力也较大，中线趋势仍然向好。具体到基金投资方面，建议投资者选取灵活配置型偏股基金，发挥其攻守兼备的特性，风格上侧重价值风格，并继续关注受益于政策利好推动下的主题类基金的阶段

投资机会。

首先，选取管理人实力雄厚、选股能力强、各期业绩稳健的灵活配置型基金作为核心配置。随着股指反弹至一定高度，短期股市震荡风险有所加剧，而长期趋势向好，在此背景之下，资产配置灵活的偏股型基金品种是不错的选择，可以达到攻守兼备的效果。

其次，加强对重配低估值蓝筹股基金的配置。沪股通的开通为外资投资A股市场敞开了大门，直接受益的无疑是蓝筹股，目前A股蓝筹板块的低估值在国际市场中具备一定的吸引力，A股市场中与港股类似品种相比估值差异较大的板块有望实现估值的回归，相应重配低估值蓝筹基金可重点关注。此外，持续关注政策支持受益行业，如新能源汽车、环保、建筑等。

第三，积极把握主题类基金的阶段投资机会。四中全会过后，改革红利将向资本市场传导，时至年底，中央经济工作、农村工作等年度重磅会议即将召开，市场对于改革类的政策将逐步升温，我们继续看好国企改革、沪港通、国家安全、自贸区、“一带一路”相关的基础设施（港口、铁路、公路、能源）等主题性投资机会。

侧重价值风格

债券基金：
降低组合投资杠杆

基本面和流动性继续支撑债市，债券市场投资机会仍在，但考虑前期债券收益率下行幅度较大，后市下降空间有限的条件下，建议降低投资杠杆，减小久期，及时进行止盈。从各债券品种来看，首先，受益于较为宽松的流动性及市场资金利率长期处于较低水平，利率债未来投资价值更高，尤其是国开债。其次，从投资者的风险偏好和投资情绪来看，可转债的投资热情有所回升，尤其是新发行的转债。最后，对于信用债，经过今年以来的上涨，收益率利差水平已处于历史较低水平，高票息资产日渐稀缺，另外产业领域的结构性矛盾仍较为严重，信用风险不可忽视，综上分析，仍建议关注城投债和高等级产业债。

对于债券型基金的配置，稳健投资者可以选择债券投资比例适中的利率债基和偏好高等级信用债的信用主题类债基；对于激进的投资者可以选择高债券投资杠杆的产业债主题类信用债基或股票仓位较高的二级债基及可转债债基。对于前期获利较高的投资者可选择落袋为安，或降低组合的投资杠杆水平和久期，以控制风险。

货币市场基金：
货基收益回归常态

目前货币市场流动格局整体平稳，利差窄幅震荡运行，整体平稳，流动性比较充裕。在此背景下货币型基金的收益水平也比较平稳，具体来看，2014年11月13日，274只货币型基金的7日年化收益率的均值为4.45%，四季度以来的均值为4.36%，整体上保持相对稳定，收益率水平相较一年期定期存款具有较大优势。展望后市，资金面中长期内宽松态势，央行货币政策预期仍在的环境下，货币市场资金价格短期内呈现稳中向下的概率较大，货币型基金的收益维持现有水平或小幅微降。但不排除新股发行的背景下，对于资金的需求导致资金价格的波动。

总体来说，货币型基金的收益水平回归常态，但货基的配置功能仍在，尤其是对于风险承受能力非常低，且对流动要求较高的投资者非常适用。在选择货基时，可选择基金公司管理能力较强、业绩长期稳健、具有一定规模优势的货基。

高风险基金组合配置



高风险基金组合配置



高风险基金组合配置

