

## 上市基金看台

# 边走边看 ETF搭配主动品种

□海通证券 倪韵婷 孙志远

“双监合璧”再堵漏网资金，近3个月股指首现4连跌。截至1月30日，上证指数收于3210.36点，全周大跌4.22%，深证成指收于11150.69点，全周下跌2.50%。中盘股表现强于大盘股和小盘股，中证100指数大跌5.03%，创业板综指下跌0.38%，中证500指数微跌0.01%，中小板综指逆势上涨0.26%。行业方面，纺织服装、商贸零售和农林牧渔涨幅居前，非银金融、银行、煤炭和石油石化则大幅下跌。

上周大盘显著回调，监管层政策加码是主要原因。为限制银行资金进入股市，不少商业银行出台政策，降低伞型信托的配资比例，而证监会再查券商的两融业务合规性。受此影响，前期涨幅较大的金融、地产和资源品板块大幅回调，而受益于人民币贬值的纺织服装及商贸零售板块则逆势上涨。

## 短期谨慎长期乐观

1月磕磕碰碰地过去了，多重利空影响下上证综指月线仅微跌。不过，经过1个月的消耗后，市场的信心有所下降，尤其是月底汇率波动加大对利率下行的怀疑，民生银行“地震”增加对改革受阻的担心。我们认为，站高点看、放远点看，利率下行、改革推进都不会变化，大类资产配置转向股市的牛市基础未变。



期，低油价效应显现。

## 等待趋势明朗

上周央行于公开市场进行了1050亿元逆回购操作，累计净投放资金550亿元。临近月末，资金面继续趋紧，银行间7日质押式回购利率从上周五的3.93%上升至上周五的4.34%。本周公开市场有300亿资金待回笼，全部为前期投放逆回购，回笼资金量比上周减少200亿元。本周债券发行规模为1176.53亿元，比上周减少约100亿元，其中利率债发行480亿元，信用债696.53亿元，期限中集中于1-3年和5-7年。本周债券到期资金规模为1219.10亿元，与上周基本持平。

在央行逆回购数量上升，且期限拉长的背景下，上周债市仍然回调，主要原因在于逆回购发行利率偏高，央行似乎并不想指引利率下行，同时28天期限横跨春节假期，导致降准可能性下降。我们认为未来货币政策的宽松方向不会改变，但是PSL等定向政策出台的概率大于降准，更大于降息，理由在于PSL与降低企业融资成本的政策方向更加一致，同时不会传达出过于激进的政策信号，也不会降低内外息差，进一步增加国际资本流出，以及人民币贬值的压力。从收益率历史水平来看，高等级信用债和城投债的利差已达到历史底部，性价比较差，而高收益债的利差则位于历史中值附近，仍有较大的下行空间。期限利差则处于历史底部，短端品种攻守兼备。

政策的频繁压制，使得短期市场情绪谨慎，维持此前建议边走边看，短期谨慎保持较低仓位，等趋势确立或是有实质性利好后再进一步抬高仓位。在具体配置品种上，适合中长线布局的ETF仍可配置，如央企ETF、沪深300ETF，在目前市场震荡加大的格局下，主动基金经理的优势开始逐步显现，可以适当小幅配置主动选股能力较强的中欧盛世成长B。对于稳健投资者，可继续配置即期收益率较高的招商券商A以及持有到期收益较高的申万菱信中小板A。

□金牛理财网 盖明钰

受证监会再查两融的冲击，上周A股走弱，当周上证指数跌4.22%，沪深300指数跌3.85%，日均成交额降至5800亿元。股票分级指数中，仅中证传媒、中证移动互联、中小板综和中小300小幅上涨，大盘风格指数全面下跌，金融类指数跌幅超过5%。

金牛理财网数据显示，上周日均成交额超500万的分级股B共36只，平均下跌4.25%，仅华商中证500B和信诚中证500B小幅上涨，鹏华证券保险B、信诚中证800金融B、国泰地产B、申万菱信证券行业B和双禧B跌幅均超过7%。整体而言，上期建议规避的金融类和大盘风格类标的领跌，上期推荐的军工类、商品类标的走势略强于市场。近期国内外经济数据、国内金融政策和国外货币政策不利于金融股，且春节临近，节前杠杆资金减持概率较高，预期节前A股将继续下跌。本期建议降低股票分级B仓位，降低金融类和大盘风格配比，增配商品类、军工类和TMT类标的，均衡组合风格。主题类品种推荐招商大宗商品B、信诚中证800有色B、富国中证移动互联网B、富国国企改革B、富国军工B和鹏华中证国防B；宽基类品种推荐信诚500B、申万进取、银华锐进、瑞福进取。

上周受中小企业私募债兑付“黑天鹅”影响，中证全债净值指数跌0.23%，受正股大跌影响，中证转债指数跌8%。在此背景下，分级债基母基金净值平均下跌1.04%，其中转债分级母基金净值平均下跌9.16%。二级市场上，日均成交额超过500万的分级债B共6只，平均下跌12.86%，上期建议规避的转债B平均下跌22.33%，融通通福B下跌12.95%，上期推荐的泰达宏利聚利B下跌1.60%。近期转债B暴跌的主要原因是前期非理性飙涨的纠偏，同时也受正股下跌的影响。转债B的暴跌深刻教训了前期盲目追涨的资金，在市场心有余悸的背景下，建议投资者可以开始跟踪和关注该类标的。本期继续推荐泰达宏利聚利B(150035)，同时建议关注招商转债B(150189)。

上周日均成交额超500万的股票分级A共33只，平均涨幅1.29%，上周推荐的7只标的平均涨幅1.54%。经历了近两周的强势上涨，股票分级A的收益率显著下降，但多数仍在6.5%-7%之间，具有较好的配置价值。长期来看，降息周期中高利差品种具有优势，继续推荐国泰三杰(医药A150130、食品A150198和地产A150117)、新华中证环保A(150190)、申万中小板A(150086)和招商大宗商品A(150096)，同时推荐收益率较高的申万收益(150022)。

## ■ 杠基盘点

## 降低仓位 规避减持风险

□金牛理财网 盖明钰

受证监会再查两融的冲击，上周A股走弱，当周上证指数跌4.22%，沪深300指数跌3.85%，日均成交额降至5800亿元。股票分级指数中，仅中证传媒、中证移动互联、中小板综和中小300小幅上涨，大盘风格指数全面下跌，金融类指数跌幅超过5%。

金牛理财网数据显示，上周日均成交额超500万的分级股B共36只，平均下跌4.25%，仅华商中证500B和信诚中证500B小幅上涨，鹏华证券保险B、信诚中证800金融B、国泰地产B、申万菱信证券行业B和双禧B跌幅均超过7%。整体而言，上期建议规避的金融类和大盘风格类标的领跌，上期推荐的军工类、商品类标的走势略强于市场。近期国内外经济数据、国内金融政策和国外货币政策不利于金融股，且春节临近，节前杠杆资金减持概率较高，预期节前A股将继续下跌。本期建议降低股票分级B仓位，降低金融类和大盘风格配比，增配商品类、军工类和TMT类标的，均衡组合风格。主题类品种推荐招商大宗商品B、信诚中证800有色B、富国中证移动互联网B、富国国企改革B、富国军工B和鹏华中证国防B；宽基类品种推荐信诚500B、申万进取、银华锐进、瑞福进取。

上周受中小企业私募债兑付“黑天鹅”影响，中证全债净值指数跌0.23%，受正股大跌影响，中证转债指数跌8%。在此背景下，分级债基母基金净值平均下跌1.04%，其中转债分级母基金净值平均下跌9.16%。二级市场上，日均成交额超过500万的分级债B共6只，平均下跌12.86%，上期建议规避的转债B平均下跌22.33%，融通通福B下跌12.95%，上期推荐的泰达宏利聚利B下跌1.60%。近期转债B暴跌的主要原因是前期非理性飙涨的纠偏，同时也受正股下跌的影响。转债B的暴跌深刻教训了前期盲目追涨的资金，在市场心有余悸的背景下，建议投资者可以开始跟踪和关注该类标的。本期继续推荐泰达宏利聚利B(150035)，同时建议关注招商转债B(150189)。

上周日均成交额超500万的股票分级A共33只，平均涨幅1.29%，上周推荐的7只标的平均涨幅1.54%。经历了近两周的强势上涨，股票分级A的收益率显著下降，但多数仍在6.5%-7%之间，具有较好的配置价值。长期来看，降息周期中高利差品种具有优势，继续推荐国泰三杰(医药A150130、食品A150198和地产A150117)、新华中证环保A(150190)、申万中小板A(150086)和招商大宗商品A(150096)，同时推荐收益率较高的申万收益(150022)。

## 军工资产证券化进程加速

# 富国申万鹏华“三雄”逐鹿军工分级

□金牛理财网 何法杰

秉承军工企业改革的思路，在科研院所改制、员工持股、军品定价机制改革、军民融合等一系列大变革的带动下，国防军工成为了去年金融股暴动之前表现最佳的行业，前十个月上涨近50%。虽然其后军工板块受市场风格转换影响波动较大，但从中长期来看，随着军工企业改制的逐步推进、军工资产证券化的不断提速，行业板块的估值有望持续提升。当前以军工、国防等相关指数为标的的分级基金产品数量则迅速扩充至了三只——富国中证军工指数分级、申万中证军工指数分级以及鹏华中证国防指数分级，分别成立于去年的4月、7月以及11月。而借助上述指数分级基金参与军工资产证券化获取超额收益则成为了众多投资者的共同选择，明辨三只产品之间的细微差别、选出真正适合自身的基金产品则为进一步的关注点。

申万军工再涨13.31%  
即可触发上折

从产品设计上来看，三只军工主

题分级基金并无明显差异。高低风险份额配比均为1:1，即份额杠杆为2倍。A类份额约定收益率均为1年定存利率+3%，预期收益率则受交易价格的影响而略有差异。基金定期折算的方式及周期均一致，区别仅在于富国军工A、鹏华国防A以固定日进行折算，申万军工A则以成立日为周期进行定期折算。基金上折、下折的触发点以及下折的折算方式均一致，仅上折的折算方式有所区别：富国军工、鹏华国防均将三类份额净值统一折算为1元；申万军工则将B类份额和基础份额的净值折算为A类份额的净值，A类份额不进行折算。从当前的基金净值来看，申万军工分级只需再涨13.31%即可触发上折，其余两只基金则需再涨40%左右。

鹏华国防标的指数  
中长期表现较优

在跟踪标的的三只基金则有所不同：富国军工、申万军工标的指数均为中证军工指数，采用完全复制的纯指数投资方式；鹏华国防则以中证国防指数为标的。两只指数样本数量分别为66只、40只。其中，中证国防

指数的样本中仅有3只未被包含在中证军工指数之内，中证军工指数在中证国防指数的基础上将部分与国防军工相关的计算机应用、电子设备等信息技术产业股票纳入了样本空间。两条指数的历史走势基本一致，从中长期的表现来看，中证国防指数涨幅略高于中证军工指数，其2013年、2014年涨幅分别达到了46.46%、60.39%，而后者则仅为43.21%、59.27%；2015年以来两条指数则分别上涨了7.36%、6.74%。与之相对应的，富国军工分级、申万军工分级净值涨幅分别为6.15%、6.11%，鹏华军工分级则达到了6.86%。

## 富国军工流动性相对较优

虽然产品设计大同小异，但是成立时间以及建仓位置的差距则对基金的后续运行产生了极大的影响。先期成立的富国军工首募规模相对较高，并凭借净值、价格的快速飙升和向上折算吸引了投资者的广泛关注，资产规模迅速扩张至了2014年底的161.83亿元。1月30日富国军工B的场内份额数量则达到了56.59亿份，虽较前期61亿份左右的高位有所回落，但仍为同

期申万军工B、鹏华国防B场内份额的14倍、9倍。富国军工分级A、B两类份额的成交量同样远超其余两者，流动性相对较优。鹏华国防分级则在场内份额数量以及成交流动性上紧随其后，小幅领先于申万军工分级。

## 鹏华国防杠杆水平后来居上

虽然富国军工分级在去年的10月份完成了上折，实现了杠杆的重启，但是其后伴随着标的指数和基金净值的不断上涨，其B类份额的净值杠杆、价格杠杆再度下滑至了1.89倍、1.70倍。申万军工B则同样降至了1.64倍、1.52倍，不过其距上折相对较近，有望在指数上涨的形势下率先实现上折，迎来杠杆的重启。鹏华国防B也在净值的上折下，杠杆水平分别下降至1.91倍、1.72倍，均小幅领先其余两只基金产品，进攻性相对较优。

整体来看，三只军工指数分级基金产品设计基本一致，对于继续看好军工行业后续机会的投资者建议重点关注标的指数表现相对较优、杠杆水平相对较高的鹏华国防分级；同时，适当关注申万军工分级的上折，择机参与套利机会。

## 分级基金数据概览

注:截至2月1日 数据来源:金牛理财网 www.jnlc.com

分级股基价格涨幅前五	
基金简称	价格涨幅(%)
银华中证800分级B	3.15
招商300地产B	1.84
鹏华地产分级B	0.83
国泰房地产行业分级A	0.75
鹏华地产分级A	0.56

分级债基价格涨幅前五	
基金简称	价格涨幅(%)
东吴转债指数分级B	3.71
银华中证转债分级B	3.69
招商可转债分级债券B	3.65
国泰信用互利分级B	0.88
新华惠鑫分级债券B	0.86

分级股A预期收益前五	
基金简称	预期收益率(%)
中欧盛世成长分级A	7.7
华商中证500指数分级A	7.35
申万菱信深成收益	7.33
申万菱信中小板指数分级A	7.19
银华300分级A	6.84

分级债A预期收益前五	
基金简称	预期收益率(%)
招商可转债分级债券A	7.87
东吴转债指数分级A	6.5
银华中证转债分级A	6.39
嘉实多利分级优先	5.41
国泰信用互利分级A	4.89

分级股B价格杠杆前五	
基金简称	价格杠杆(倍)
申万菱信深成进取	2.36
招商中证大宗商品分级B	2.2
银华深证100分级锐进	1.95
瑞福深证100指数分级进取	1.95
银华300分级B	1.94