

■ 上市基金看台

控制仓位静候时机 分级套利增强收益

□海通金融产品研究中心 倪韵婷

上周市场先抑后扬，尽管四周五市场走出了大幅长阳，但由于上半周跌幅较深，全周仍呈现整体下跌态势。截至8月28日，上证指数收于3232.35点，全周下跌7.85%，深证成指收于10800.00点，全周下跌9.26%。大盘强于小盘，中证100指数、中证500指数、中小板综指和创业板综指分别下跌5.21%、10.11%、9.43%和10.58%。各行业普跌，其中钢铁、计算机、综合跌幅较大，分别为17.06%、16.20%、15.58%；银行、食品饮料、非银行金融跌幅较小，分别为2.92%、5.57%、7.69%。

市场渐入筑底阶段

6月15日以来，我们一同见证了很多历史，千股跌停、千股涨停、千股从涨停到跌停、千股从跌停到涨停、千股停牌。跌，都快成为一种习惯了。不过，哪怕是万丈深渊，最终也要落地吧，除非直接进入黑洞飞向宇宙。现在我们渐渐闻到泥土的气息，大地应该近了。市场的底与顶总是事后才能看清楚，我们没法精确判断，更多地分析市场所处的阶段。

对比过去的市场轮回，目前的市

场更像冬天的尾声，价值股可能已经度过最冷的时刻，成长股也许还有反复，甚至再遇冷空气。当然能否顺利入春以及多快入春，这取决于大气环流等外部因素。2014年7月到2015年6月12日的上涨有两个重要逻辑：第一，利率下行，大类资产配置转向股市；第二，通过改革和创新实现转型，盈利最终会改善。第一个逻辑被去杠杆、汇率贬值打破，第二个逻辑也受到种种质疑。央行降息降准说明克鲁格曼“不可能三角”中的政策取向更偏货币政策，政策上利率仍具备下降可能，传导机制上股市去杠杆、地方债置换有助于企业实际利率下行。还需跟踪9月美联储议息会议等事件，以确认利率下行趋势能否确立。此外，跟踪改革、创新动向，尤其是“十三五规划”。着眼于中期，5200点跌到3000点的市场，价值股股息率已经超过1年银行理财的市场，值得靠近一点，等候春暖花开。

上周央行在公开市场逆回购3000亿，逆回购到期2400亿，考虑国库定存700亿的净投放量，合计净投放量1300亿。货币利率方面，R007均值下降至2.47%。本周债券发行规模为9073.57元，相比上周减少3736.83亿元，其中利率债发行

6429.77亿元，信用债发行2643.80亿元。本周到期债券规模为9308.94亿元。受股市震荡、人民币贬值以及货币宽松影响等多重因素影响，上周利率短端上行，长端下行。上周央行双降大超预期，标志着新一轮宽松周期的重启。无风险利率的下降，标志着债券牛市的重启。

控仓静候入场时机

“双降”之后的市场并未如期迅速上涨，而是延续前一周的下降动能，直至上周最后2天市场才走出了期盼已久的大涨行情，但由于前期跌幅较深，各指数的周线仍然全部收阴。加上上周的跌幅，最近这轮下跌在指数跌幅以及速度上堪比7月的股灾，唯一的不同是本轮下跌未出现大面积的流动性风险。经过连续的暴跌释放，短期市场进一步下挫的空间有限。

从消息面来看，首先，8月28日李克强总理召开了国务院专题会讨论国际金融形势，会上表示要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，继续推进金融体制改革，维护金融市场稳定运行，有助于提振市场人气。其次，上周五中金所再度重磅出击，单个品种单日开仓限制在

100手以内，同时合约保证金大幅上调到30%，从其不惜触碰被称为衍生品生命力的流动性和杠杆率来看，监管层此次打击过度行为的决心可见一斑。最后，短期的监管查处也使得做空等势力会有明显压力。因而站在当下我们认为不用过度悲观，当然由于市场元气大伤，也难以指望出现连续的大幅上涨，震荡或许仍是短期市场的格局。

在这种背景下，我们继续建议投资者控制仓位，不要轻易加仓参与反弹。从分级基金折溢价率来看，由于市场波动较大，目前分级基金整体折溢价幅度较大，存在较好的整体折溢价套利机会，对于后市看平或者看多的投资者可以通过折溢价套利介入其中增强收益。从B份额来看，部分品种仍临近向下到点折算，鹏华证券B、华安创业板50B、诺安进取、东吴转债B、长盛金融地产B和申万电子B，其母基金下跌不足10%即将触发向下到点折算，建议投资者规避其中临近下折且溢价较高的品种。

“双降”后债券品种有望迎来牛市，投资者可关注管理能力较强、二级市场交投活跃度较高且性价比不错的债券基金，如泰达宏利聚利B。

■ 杠基盘点

重配A及部分分级债B

□牛理财网 盖明钰

上周上证综指探底回升，成交额也先缩后升，8月26日创出2014年12月11日以来的最低点2850点，后两个交易日连续大涨，周五收至3200点之上。上证综指周跌7.85%，沪深300周跌2.36%，中证100跌5.21%，中证500跌10.11%，中小板指跌8.93%，创业板指跌11.09%。分级股B下跌惨烈并不断触发下折，分级债B表现一般，分级股A受双降及折价率的收窄大幅反弹。

分级股B可谓是上周表现最差的品种。受基础市场暴跌和产品具有杠杆影响，分级股B上周初延续加速暴跌，尤其是净值跌幅远高于价格跌幅（跌停板限制），使得溢价率快速回升（快下折一般100%以上），最终使得部分净值较低的分级股B快速触发下折，而较高的溢价率在下折后直接消失，导致这些下折后的分级股B投资者日资产缩水高达50%以上。四周周五随着市场的反弹部分临近下折的分级股B得到及时的挽救，不过投资者仍要高度警惕，如果后市反弹失败持续震荡下跌，这些产品仍避免不了下折的厄运，只是时间迟早的问题，那么对于高风险波段操作能力较强的投资者仍可紧盯盘面，择时操作，毕竟目前这些产品杠杆高弹性大是最佳反弹利器，对于低风险不太熟悉这些产品的投资者，建议反弹时果断卖出不再接触。

上周受双降影响，债市有所反弹，但分级债B整体却表现一般。上周中证国债(净值)指数上涨0.14%，中证信用(净值)微涨0.00%，中证转债指数跌3.28%，整体来看，利率债表现优于信用债及转债。二级市场上，日均成交额超过400万元的分级债B仅有4只，价格平均下跌0.36%，主要基于这些分级债基主要配置信用债所致。当前国内经济基本面短期内难有改善，货币政策将保持宽松，采取降准等数量型手段对冲外汇占款下降，资金由权益类资产转向债市，均有利于支撑“债牛”。券种方面，当前信用利差水平处于历史低位，信用债收益率的下行将明显受限于无风险利率，利率债更具投资价值。分级债B上可重点关注利率债配置较高的。

分级股A无疑是近期A市场上最大赢家，表现最好的品种。受双降、避险、下折套利等因素影响，上周持续反弹。上周日均成交额超500万的股票分级A升至75只，其中8只涨幅超5%，15只超4%。截至2015年8月30日，牛理财网分级基金数据显示，预期收益率高于6%有33只，高于5%的达131只，对于低风险投资者，在近期市场利率持续降低，风险资产波动加剧的环境下配置价值仍具。值得注意的是对于临近下折的分级股A，下折套利要因时而变，如果没有较好的对冲措施下折前一定要果断卖出，避免折算后部分折算为母基金导致资产受损。

理性面对分级基金“下折潮”

□兴业证券研究所 任瞳 陈云帆

上周一、二两市连续两天出现2000余只股票跌停，上周二晚央行宣布降准和降息，导致上周三沪指巨震幅度达到8%，随着欧美股市企稳反弹，沪指在上周四、上周五强劲反弹。上周五沪指收盘成功站上3200点整数关口，全周振幅达到15.33%。

上周三大股指期货均大幅贴水，截至8月28日收盘，沪深300股指期货IF1509贴水174个基点，中证500股指期货IC1509贴水527个基点，上证50股指期货IH1509贴水60个基点。同时两融余额上周骤降2500亿元，至1.08万亿。上证综指收于3232.35点，全周下跌7.85%；深成指收于10800.00点，全周下跌9.26%；沪深300指数收于3342.29点，全周上涨4.26%；中小板指数收于7293.46点，全周下跌8.93%；创业板指数收2082.12点，全周下跌11.09%。

蓝筹类分级基金稳如泰山

从分级基金跟踪指数来看，上周表现最好的行业指数是中证银行、国证食品、中证白酒、地产等权、

中证800金融，分别下跌2.14%、4.05%、4.15%、4.20%和4.50%，表现最好的宽基指数是恒生国企指数、上证50、中证100、央视50和沪深300成长，分别下跌4.36%、4.90%、5.21%、5.64%和5.92%。

从市场交易情况看，上周所有被动股票型优先份额日均成交额为106亿元，一周成交额超过530亿元，相对上上周的248亿元，大幅增加281亿元。从上周成交额排名前20只优先份额来看，平均隐含收益率为5.38%，平均折价率为9.01%。

上周所有被动股票型进取份额的日均成交额达到42亿元，一周成交额达212.57亿元，相对上上周的466.46亿元，减少了253.89亿元。其中表现较好的是证券B级、转债进取、中航军B、国金50B和证保B，涨幅分别为1.48%、0.17%、-1.67%、-1.98%和-1.98%。从基金份额净流入来看，上周国泰国证医药卫生、富国中证军工和银华深证100分别净流入约4.96亿份、2.77亿份和2.65亿份，位居前列。

理性面对最大规模“下折潮”

自8月18日起市场大跌，导致多达29只分级基金下折，分级基

金遭遇史上最大规模“下折潮”。很多投资者短期遭遇大额亏损，分级B也遭遇抛售潮。上周下折规模最大的分级基金为富国国企改革，其场内份额合计达到364亿份；其次为申万菱信中证申万证券，其场内份额合计为231亿份；富国创业板指数分级场内份额合计为138亿份。

下折前分级B价格相对其净值呈现高溢价，而折算是按分级B的净值进行，因此下折后投资者的损失惨重。而造成此次临近下折的分级B高溢价的主要原因是短期市场下跌太快，由于杠杆的存在导致分级B的净值下跌幅度往往高于其跟踪的指数，而分级B的价格每天最大的跌幅为10%，导致其价格的下跌幅度跟不上净值的下跌幅度，造成了分级B的“被动”高溢价。

值得注意的是，如果下折前分级B的价格相对净值的溢价率很低的话，下折后投资者的损失不一定很大，甚至可能还有正收益。最近的例子就是博时证保B级（代码150226），8月25日市场大跌其净值跌破了0.25元从而触发了下折，但当天的收盘价为0.256元，相对其当天净值的溢价率不到5%。8月

26日是其折算基准日，当天许多下折的分级B都涨停，但证保B级收盘却上涨1.17%，盘中最高涨幅更是超过8%。8月28日折算后的博时证保B级开盘后大涨，8月25日买入持有博时证保B级的投资者还实现了一定的正收益。因此，分级B的下折并不一定就是很可怕的事情，关键是要看其临近折算前价格相对净值的溢价率。

因此，我们建议投资者理性面对分级基金的下折。如果投资者在股市处于弱市当中无法把握分级基金的下折，我们提出几条建议供投资者参考：

一是在市场处于下跌过程当中，价格或者净值在0.5元以下的分级B品种，投资者应该谨慎参与，避免市场大跌导致分级B高溢价触发下折；

二是如果持有的分级B在市场下跌的过程中有可能触发下折，并且其价格相对净值的溢价率很高，建议趁早卖出；

三是如果持有的分级B在市场下跌的过程中临近下折，尽早买入其对应的分级A然后合并成母基金进行赎回，可以一定程度上减少损失。

分级基金数据概览

注：截至8月28日 数据来源：牛理财网 www.jnlc.com

分级股基价格涨幅前十

基金代码	基金简称	价格涨幅(%)
150118	国泰房地产行业分级B	10.09
150248	工银中证传媒B	10.08
150260	易方达并购重组B	10.06
150097	招商中证大宗商品分级B	10.06
150252	招商中证煤炭等权B	10.06
150178	鹏华证保分级B	10.05
502050	易方达上证50分级B	10.04
150153	富国创业板指数分级B	10.04
150180	鹏华信息分级B	10.04
502008	易方达国企改革指数B	10.04

分级债基价格涨幅前十

基金代码	基金简称	价格涨幅(%)
150147	天弘同利分级债券B	10.01
150144	银华中证转债分级B	9.96
150033	嘉实多利分级进取	5.28
150189	招商可转债分级债券B	4.91
150165	东吴转债指数分级B	3.23
150040	中欧鼎利分级B	0.94
150035	泰达宏利聚利分级B	0.72
150188	招商可转债分级债券A	0.7
150032	嘉实多利分级优先	0.6
150128	工银瑞信增利分级债券B	0.52

分级股A预期收益前十

基金代码	基金简称	预期收益率(%)
150108	长盛辉深证100等权重A	8.66
150106	易方达中小板指数A	6.98
150085	申万菱信中小板指数分级A	6.93
150189	工银深证100指数分级A	6.58
150202	申万菱信深成收益	6.41
150321	富国中证煤炭指数A	6.36
150221	前海中航军工A	6.17
150057	长城久鼎中小板300稳健	6.14
150223	富国证券指数分级A	6.13
150196	国泰国证有色A	6.12

分级债A预期收益前九

基金代码	基金简称	预期收益率(%)
150188	招商可转债分级债券A	9.48
150143	银华中证转债分级A	5.55
150164	东吴转债指数分级A	5.38
150032	嘉实多利分级优先	5.11
150020	富国汇利回报分级A	4.67
150066	国泰信用互利分级A	3.79
150039	中欧鼎利分级A	2.83
150133	德邦德信中高企债指数分级A	
150034	泰达宏利聚利分级A	

分级股B价格杠杆前十

基金代码	基金简称	价格杠杆(倍)
150236	鹏华证券分级B	3.35
150208	招商300地产B	3.2
150118	国泰房地产行业分级B	3.18
150282	长盛中证金融地产B	3.06
150232	申万电子分级B	3.06
150199	国泰国证食品饮料分级B	3.05
150191	新华中证环保产业B	2.98
150052	信诚沪深300分级B	2.94
150292	中融中证银行B	2.9
150300	华安中证银行B	2.89