

■ 上市基金看台

活跃分级基金缺套利机会

构建平衡组合

□海通金融产品研究中心
倪韵婷

上周股市基本走平。截至8月5日，上证指数收于2976.70点，全周下跌0.09%，深证成指收于10342.28点，全周上涨0.12%。大盘优于小盘，中证100指数、中证500指数分别上涨0.19%、0.01%；中小板综指、创业板综指分别下跌0.29%、0.25%。行业方面，各行业涨跌不一，其中房地产、钢铁、商贸零售涨幅较高，分别为5.46%、1.38%、1.30%，食品饮料、国防军工、家电跌幅较高，分别为2.08%、1.83%、1.75%。

反弹未结束 不必过于悲观

上周的市场表现平淡，周内震荡较大，但全周指数基本不涨不跌。站在当下，海通金工建议不宜过分悲观，反弹没有结束，主要的判断依据有：大格局趋势模型显示Wind全A指数短期均线和长期均线的距离仍在阈值水平之上，属于

向上趋势信号，不必过度悲观；从交易量的变化情况来看，市场进入到一个窄幅整理的态势中同时伴随交易量的急剧缩小，以Wind全A指数作为观察对象，上周交易金额1.93万亿元，而在此前一周的交易金额为2.77万亿元，缩水超过30%，说明市场在这个位置多数人选择了观望，加上市场之前两周已经出现了一定的调整幅度，此时的缩量整理说明市场继续大幅下跌的动能不足，选择继续反弹的可能性更大，短期可以适度的乐观一点。

海通宏观认为，从海外经济来看，美国公布7月新增非农25.5万人，远超预期，失业率维持4.9%，且工资增速加快，12月加息概率升至40%左右。英国央行上周启动7年来首次降息，降息25个基点，同时增加国债和公司债购买规模，并表示未来有需要将进一步降息。从国内经济来看，7月PMI继续下滑至49.9，创5个月新低，其中需求继续下滑，生产扩张放缓，库存价格双双反

弹。8月以来地产销量增速大幅回升，但发电耗煤增速大幅下降，或与基数变化有关，经济整体或仍保持稳定。货币政策同样保持中性。海通宏观认为在经济的下行期，物价是决定资产配置的最关键因素。上半年通胀持续上升，表现最好的是受益于涨价的各类实物资产。未来如果通胀重新回落，那么实物资产的配置价值将大幅下降，而配置重心将转向金融资产，其中债券应是投资首选，因其最受益于利率下降，而利率下降有利于股市估值提升，拥有稳定业绩的公司也值得关注。

利率下行未变 短期仍然看好债市

上周央行公开市场逆回购，共计投放3750亿元，到期6100亿元，合计净回笼资金2350亿元；货币利率方面，R007均值大幅下降在2.39%。债券发行规模为8709.74亿元，比前一周增加1677亿元；到期债券规模为3263.98亿元。上周，债券市场仍然震荡

向好。从基本面看，7月PMI创近期新低，经济不容乐观，而近期利率下行的趋势尚未改变，短期仍然看好债券市场。

从分级基金整体折溢价来看，活跃品种均无套利机会，多数品种也处于合理折溢价范围内，同样表明市场情绪平稳，既不悲观也不乐观。结合目前市场上个股赚钱效应回归，但市场成交量始终低位，我们认为市场情绪仍没有点燃，虽不必悲观，但组合也不适合激进，建议构建相对平衡型组合，在权益产品上维持上周基金建议，以非杠杆类基金产品构建组合，在品种上仍建议关注国企改革与宽基类品种，如创业板指。此外，对于投资周期较长的持有人而言，最后一批传统封基在到期前同样存在一定机会，部分品种当前折价回归收益具备吸引力，如基金鸿阳，投资者可关注。对于不配置权益资产的资金而言，短期债券交易型品种同样可以考虑，结合成交量高和历史业绩，投资者可关注富国汇利B。

分级A仍具配置价值 地产类分级B发力

□兴业证券研究所 任瞳

连续三周下跌后，上周A股企稳回升，周二至周四出现了三连阳，但从成交量来看并未有较大的突破，可见市场情绪依旧低迷，预计很难延续反弹行情，短期内或将维持震荡。截至上周五，上证综指全周下跌0.09%；深证成指全周上涨0.12%；中小板指全周下跌0.09%；创业板指数全周下跌0.63%。

截至8月5日，沪深300股指期货主力合约IF1608贴水12.11个基点，中证500股指期货IC1608贴水56.09个基点，上证50股指期货IH1608贴水6.08个基点。此外，两融规模较前期有所下降，截至8月5日，两融余额维持在8643.02亿左右。

地产类分级B表现突出

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14.90亿元，一周成交额为74.51亿元。

从上周五成交额排名前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4.83%，平均溢价率为1.12%。

上周所有被动股票型进取份额(分级B)的日均成交额32.32亿元，一周成交额161.61亿元，成交活跃度相对之前大幅下降。成交活跃的品种包括券商B（150201）、创业板B（150153）、国防B（150206），涨幅分别为-1.68%、-1.54%、-7.61%。上周股市企稳回升，但大部分分级B表现仍然萎靡，表现最好的是房地产B（150118）、地产B（150193）、地产B端（150208），涨幅分别为11.60%、10.22%和8.75%。

在前一周的周报中我们认为，这波分级A的行情主要是由配置资金推动。从长期配置的角度来看，利率规则为+3%且成交活跃的品种安全性较高，隐含收益率相比债券收益率有一定优势，因此受到配置资金的追捧。但这一波行

情上涨较快，并且有部分前期成交活跃的品种出现了缩量上涨的现象，建议警惕短期回调风险。

上周日和周二分级A价格确实出现回调，价格指数整体下行幅度约0.41%；然而周三午后，分级A主流品种均出现大量买盘，价格止跌上涨；上周四和周五分级A价格又大幅上扬，指数创下新高。截至上周五，分级A价格指数的涨幅约0.52%。

上周国债收益率继续下行，推动市场利率进一步下降，从而推动分级A价格继续上涨。目前，分级A隐含收益率与7年期AA企业债收益率再次拉开距离，利差由上周的31基点扩大至54基点，因此从配置角度来看，分级A对长期资金的吸引力依然存在。

目前，利率规则为+3%的品种隐含收益率约4.52%，利率规则为+3.5%的品种隐含收益率约4.89%，利率规则为+4%的品种隐含收益率约5.28%。上周，利率规则为+4%

的品种隐含收益率下降相对较快。

流动性问题需要重视

我们认为，现阶段分级A价格的主要影响因素是债券属性。随着债券收益率下行，分级A价格上涨可以得到解释。同时我们观察到，目前成交活跃的分级A大多处于轻微折价或溢价交易的状态，+3%类品种折价率已不足1%，个别品种甚至溢价交易，这反映出在低波动环境下，市场普遍对下折预期的担忧在减弱，即分级A的股票属性在不断削弱。

我们认为，未来分级A受债市的影响将超过股市，务必关注债市波动对分级A价格的影响；同时我们认为品种的流动性问题依然需要重视，建议优选成交较高的市场主流品种，如医药A（150130）、国防A（150205）、军工A（150181）、互联网A（150194）和券商A（150200）等。

■ 杠基盘点

近半分级B价格表现弱于净值 多指标折射市场情绪低迷

□上海证券基金评价研究中心李颖 闻嘉琦

上周分级基金热点版图显示，当前震荡行情中短期结构性机会较不显著。上周房地产主题基金涨幅居前，最大涨幅为鹏华中证800地产（4.59%），其次为有色金属类分级基金；白酒、医药生物等消费类分级基金，以及军工类分级基金回调幅度较大，最大跌幅为招商中证白酒周净值涨跌-3.87%。与前期相比，之前跌幅较大的信息、军工、新能源类基金并未走出颓势，而相对抗跌的消费类板块出现下跌回补。从跟踪指数效果来看，当前市场波动较为平缓，被动跟踪指数的操作环境相对较好，分级基金基础份额平均跟踪误差均较小，没有大幅偏离跟踪指数、损耗分级基金效率的情况。

申万菱信电子行业基金出现一定折价套利机会。从整体折溢价套利来看，8月5日收盘后整体折溢价率1%以上的有4只基金。其中银华中证等权重90基金已连续两个交易日整体溢价2.5%以上，但该基金A份额和B份额区间平均日成交额均在10万元以下，套利难度较大。相对而言，申万菱信电子行业在上周五出现整体折价1.98%，出现一定的套利机会。该基金子份额均有百万级别的日均交易额，场内前端赎回费0.5%，部分券商可实现当日买入合并，按次日净值赎回，但需承担至少两个交易日的市场波动风险。

分级B成交活跃度继续下滑，平均折价2.06%，份额出现小幅增加，或主要是因为套利资金行为所致。上周分级B日均成交额从前值3866.78万元降至2442.69万元，场内份额总值由前值722.11亿份小幅增至740.86亿份。上周分级B场内份额变动较大的主要有中融国证钢铁、鹏华中证国防、鹏华中证高铁产业、西部利得中证500和融通中证军工，基金份额增幅均在10%以上，其中鹏华中证国防新增基金份额最多，为5.06亿份。考虑上述基金近两周均持续多日出现1%以上整体折溢价率，资金为了套利进行申购拆分的行为，或是其出现份额增加的重要原因。

多只分级B出现价格表现不及净值的事件，最大偏离度相差6个百分点以上。上周市场窄幅波动，但令人惊讶的是，有55只分级B价格表现弱于净值1个百分点以上，偏离最大的有融通中证军工B、长盛同辉深证100等权B和西部利得中证500B，价格表现均弱于净值5个百分点以上。此类基金中既有成交不活跃的资金产品，也有多只成交量较大的鹏华中证高铁产业B、富国中证移动互联网B等，可见成交不活跃并非分级B价格表现偏离较大的主因。这一现象与分级B出现平均折价2.06%相呼应，均折射出当前市场较低风险偏好的状态。

在显著的主题投资机会出现之前，“交易不活跃-定价难以矫正”的正反馈将继续加强分级基金交易的“马太效应”，从而为低成本的市场操纵行为提供环境，其风险值得投资者警惕。总体来看，区间子份额交易不活跃的基金更容易出现大幅整体折溢价。如国投瑞银瑞和300、长盛同瑞中证200基金在上周出现高达3%以上整体溢价率，并多个交易日溢价率保持在1%以上，但分级B日均成交量仅在万元左右。可见，对于部分成交非常低不活跃的分级基金，即便是设计了配对转换机制，在基础份额吸引力不强的背景下，仍然难以对子份额给出相对合理的定价，容易提供操纵市场行为的滋生地。

分级A方面，价格平均上涨0.37%，隐含收益率继续走低。上周分级A平均日均成交额为1195.78亿元，维持一定的活跃度。随着价格的不断上涨，分级A平均隐含收益率降至4.73%，不断创下历史新低。其中银华中证90A区间涨幅最大，为6.90%，带动基础份额出现较高的溢价率。但该基金A份额区间日成交额仅万元，交易不活跃或是涨幅过大的重要原因。但是分级A受到追捧的现实不容忽视，显示出市场仍然看好分级A的走势：一则分级A收益率虽在下降，但相比债市利率利差仍处于较高位。二则市场对安全资产的需求在增长，分级A无信用风险、收益率相对高的价值不断凸显。但是当前分级A整体多溢价交易，价格上升中多品种出现价升量缩的情况，显示出分级A安全边际不断下降的风险也不容忽视。

分级基金数据概览															注:截至8月5日 数据来源:上海证券基金评价中心	
股票分级B价格涨幅前十			债券分级B价格涨幅前十			分级A预期收益率前十			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	预期收益率(%)	基金代码	基金简称	母基金距离下折(估测)	基金代码	基金简称	价格杠杆		
150118.SZ	国泰国证房地产	11.60	150154.SZ	中海惠丰纯债B	2.12	150331.SZ	建信中证互联网金融A	5.51	150208.SZ	招商沪深300地产B	8.38%	150208.SZ	招商沪深300地产B	3.76		
150193.SZ	鹏华中证800地产	10.22	150033.SZ	嘉实多利进取	1.54	150221.SZ	前海开源中航军工A	5.51	150276.SZ	安信中证一带一路B	10.38%	502015.SH	长盛中证中万一带一路B	3.61		
150208.SZ	招商沪深300地产	8.75	150144.SZ	银华中证转债B	1.34	150175.SZ	银华恒生H股A	5.46	502015.SH	长盛中证中万一带一路B	10.86%	150282.SZ	长盛中证金融地产B	3.60		
150084.SZ	广发深证100分级	3.93	150134.SZ	德邦企债分级B	1.12	150321.SZ	富国中证煤炭A	5.37	150274.SZ	鹏华中证一带一路B	10.93%	150274.SZ	鹏华中证一带一路B	3.59		
150060.SZ	银华中证内地资源主题	2.24	150021.SZ	富国汇利回报分级B	0.98	150323.SZ	工银瑞信环保产业A	5.34	150282.SZ	长盛中证金融地产B	11.03%	150276.SZ	安信中证一带一路B	3.58		
150282.SZ	长盛中证金融地产	2.23	150161.SZ	新华惠鑫分级B	0.87	150263.SZ	华宝兴业中证1000A	5.34	150278.SZ	鹏华中证高铁产业B	11.41%	150290.SZ	中融中证煤炭B	3.53		
150095.SZ	泰信基本面400	1.57	150067.SZ	国泰互利B	0.64	150335.SZ	融通中证军工A	5.33	150095.SZ	泰信基本面400B	12.47%	150214.SZ	国投瑞银瑞泽中证创业成长B	3.52		
150268.SZ	博时中证银行	1.36	150040.SZ	中欧鼎利分级B	0.29	150287.SZ	中融国证钢铁A	5.32	150214.SZ	国投瑞银瑞泽中证创业成长B	13.51%	150278.SZ	鹏华中证高铁产业B	3.50		
150054.SZ	泰达宏利中证500	1.30	150160.SZ	融通通福B	0.25	150303.SZ	华安创业板50A	5.32	150290.SZ	中融中证煤炭B	14.10%	150298.SZ	南方中证互联网B	3.50		
150252.SZ	招商中证煤炭	1.23	150142.SZ	汇添富互利分级B	0.13	150299.SZ	华安中证银行A	5.32	150195.SZ	富国中证移动互联网B	14.11%	150118.SZ	国泰国证房地产B	3.39		