

■ 上市基金看台

杠杆分级偏弱 分级A走势强于债市

□上海证券基金评价研究中心 李颖 闻嘉琦

上周国内股债两市双双走平，而2017年以来这种股债分化的趋势在某种程度上印证了“通胀+增长”经济复苏初期的配置思路还在延续。在这种框架之下，对于风险资产的需求扩张和收益率是向好的，实质上有利于分级B的表现，不利于分级A的表现。但市场实际表现来看，事实与预期总发生一定程度的背离。分级A在今年以来走势几乎完全与债券市场发生背离，分级A逆市走出一段领先固收市场的行情；而分级B在A股市场逐渐发力之下并未有理想的表现，绝大多数品种仍处于折价，反映杠杆分级情绪依然偏弱。

后市看好蓝筹、消费分级B

上周A股沪深两市分化，上证综指上涨0.17%，创业板收跌1.15%。分级B跟踪的指数中，原材料、消费板块表现最为突出，相关分级B涨幅较大。另一块亮点属于港股，受益与南下资金活跃以及估值优势，恒生指数上周继续上攻并迈上24000点，银华恒生H股B和汇添富恒生指数B分别上涨2.16%和0.74%。然而基础市场虽然表现较好，分级B市场表现继续不温不火——2月以来场内分级B份额下降了

近28亿份，价格水平处于平均2%的折价水平。

分级B弱势、杠杆弹性偏差的特点还将延续一段时间。一方面，市场难以在短期内展现出趋势性的特征，热点轮动的趋势还将延续，这种环境下分级B价格水平难以被普遍拉高。另一方面，5月份分级基金将迎来大考，个人投资者参与众多的分级B市场将会出现什么样的情况很难去估计，价格波动的潜在风险巨大，理性投资者很可能选择退出，以达到风险规避的目的。

根据目前的市场环境，我们认为短时间内风格切换的可能性较低，对于后市的分级B投资仍倾向偏蓝筹的分级B，并建议贴合热点进行投资。具体品种属性方面，跟踪沪深300指数的分级B值得关注，包括流动性好、价格接近平价的分级B；行业分级方面，我们推荐受益于“通胀+经济增长”逻辑的相关行业，依然看好原材料、建材、消费板块的后续表现。

分级A走出独立债市的上涨行情

今年以来，全市场永续分级A流动性加权价格平均上涨0.65%，而同期中证全债指数下跌0.64%，以及久期更为接近的中证7-10年期债指数下跌1.81%，反映分级A近期的走势几乎是完全背离了其债性价值，

独立地走出一段行情。

配对转换价值或是推动分级A独立债市上涨的主要因素。从产品属性上来看，分级A有着固收产品的特征，使得债性价值是其核心价值。但同时分级还有着结构性产品的特征，特有的场内外转换机制以及折算机制使得分级A拥有了普通债券不具备的配对转化价值和看跌期权价值。正是这两类价值的作用，使得分级A表现并不一定与债市完全一致。其中看跌期权价值在近期分级A估值偏高的背景下被显著弱化，所以近期分级A逆市走强或归因于分级A的配对转化价值。首先，基础市场经历了一定程度的上行，而分级市场5月份新规对分级市场的情绪压力仍在，导致分级基金整体频繁出现大面积的折价情况，带来丰富的“买入场内、合并再场外退出”的套利机会，对相应分级A具备买入拉动效应。

分级A与债市的分化，加剧了分级A平均隐含收益率与债市收益率之间的优势缩小，使得分级A的相对价值减弱。我们认为不论是配对转化价值和看跌期权价值均不能起到长期推动分级A估值向上的效果，短期的偏离价值中枢可能加快其均值回归的速度。所以我们对分级A继续上涨持有保守态度，因为债市并未走出泥潭，我们对分级A的展望偏负面。

长线可关注黄金ETF

□海通金融产品研究中心 倪韵婷

上周沪深股市整体表现为大盘上涨，中小盘下跌。截至2017年2月17日，上证综指收于3202.08点，全周上涨0.17%，深证成指收于10197.92点，全周上涨0.11%。中证100指数上涨0.35%，中证500指数、中小板综指、创业板综指分别下跌0.47%、0.37%、1.03%。行业方面，各行业涨跌互现，其中家电、食品饮料、银行的涨幅较大，分别为3.25%、1.27%、0.76%，建材、农林牧渔、计算机的跌幅较小，分别为1.63%、1.36%、1.33%。

海通宏观分析指出，2016年我国经济企稳回升，源于政府和居民加杠杆增加基建和地产需求，工业去产能减少供给，推动物价显著回升，而价格上涨又推动了库存的回补，这也是经济短期稳定的主要动力。从央行最新的表态来看，金融去杠杆将是2017年主要的政策方向，这也意味着去年大幅加杠杆的地产需求将受到持续的抑制；在基建方面，从全国看经济和投资增速目标仍稳中有降，因而2017年虽是去产能的攻坚之年，但去杠杆叠加去产能之后的商品价格应难有2016年的强劲走势。反观金融市场，虽然债市仍有去杠杆利空，但由于信用债券发行持续缩量，近期反而跌无可跌。对天量再融资的监管也类似于去产能，再加上杠杆水平在2015年后已经明显去化，其表现或许也值得期待。

上周央行开展公开市场逆回购操作，共计投放7500亿元，到期9300亿元，包括MLF的影响，合计净投放量为85亿元；货币利率方面，R007均值上行至3.00%。上周债券市场止跌反弹，从经济基本面来看，1月实体经济融资大幅度增长，一季度经济有望保持稳定，通胀回落改善了市场对货币紧缩的预期。6月美国或再度加息会对债市产生影响，而在此之前，债券市场的配置窗口正逐步打开，建议投资者关注。

我们在前一周的周报中明确提出市场反弹正在接近尾声，如果周中成交量无法放大，市场将重回震荡格局，而上周成交未能放量突破，我们认为本周市场将进入震荡，理由如下：首先，两大监管政策引人注目。一是股指期货的小幅松绑，二是再融资收紧，从中长期来看，再融资新规的施行将杜绝一、二级市场之间的套利行为，有利于引导增量资金入市；但从短期来看，或对部分融资需求较高的小盘股产生冲击，投资者风险偏好可能下降；其次，根据海通金工统计，用每日收盘涨停的股票（剔除一字板、新股和长期停牌导致的涨停）数目除以盘中触及涨停的股票数目得到封板率指标，该指标可以衡量市场的赚钱效应，其历史均值为58.5%。封板率自1月16日市场反弹起至2月9月一直处于历史均值之上，但最近六个交易日中有三天低于均值，其中上周三和上周五的封板率分别为47.72%和38.46%。由此可见，投资者情绪近期有所回落，值得警惕；再次，从日历效应上来看，2月市场涨幅主要集中在上半月，而下半月回调可能更大；最后，从分级基金整体折溢价率来看，活跃品种整体折溢价幅度不大，无明确套利空间。而随着上周五成长股的调整，部分品种再度临近下折算，活跃品种中互联网B、传媒B级、成长B级以及创业板B的母基金净值跌幅不足10%即将触发下折算，投资者需警惕下折算风险。

综合来看，我们认为本周市场需要震荡防风险，投资者可降低权益仓位到中低。风格上建议偏大，主题上关注军工国防相关基金。同时长线资金可关注黄金ETF，随着强势美元的回落，黄金全年来看仍有配置价值。

分级基金数据概览

注：截至2月17日 数据来源：上海证券基金评价中心

分级股基价格涨幅前十			分级债基价格涨幅前十			分级A隐含收益率前十			分级B距离下折前十			分级股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	隐含收益率(%)	基金代码	基金简称	母基金距离下折	基金代码	基金简称	价格杠杆
150270.SZ	招商中证白酒B	7.58	150067.SZ	国泰利丰B	0.93	150331.SZ	建信中证互联网金融A	5.69	150195.SZ	富国中证移动互联网B	4.26%	150195.SZ	富国中证移动互联网B	4.15
150230.SZ	鹏华中证酒B	4.82	150156.SZ	中银利丰B	0.50	150321.SZ	富国中证煤炭A	5.56	150248.SZ	工银瑞信中证传媒B	7.59%	150248.SZ	工银瑞信中证传媒B	3.93
150252.SZ	招商中证煤炭B	4.04	150021.SZ	富国汇利回报分级B	0.19	150221.SZ	前海开源中航军工A	5.54	150214.SZ	国投瑞银瑞泽中证创业成长B	8.65%	150214.SZ	国投瑞银瑞泽中证创业成长B	3.84
150290.SZ	中融中证煤炭B	3.72	150154.SZ	中海惠丰纯债B	0.11	150297.SZ	南方中证互联网A	5.45	150304.SZ	华安创业板50B	9.25%	150304.SZ	华安创业板50B	3.73
150075.SZ	诺安进取	3.13	150189.SZ	招商可转债B	0.10	150247.SZ	工银瑞信中证传媒A	5.44	150298.SZ	南方中证互联网B	12.76%	150332.SZ	建信中证互联网金融B	3.50
150084.SZ	广发深证100B	2.92	150165.SZ	东吴中证可转换债券B	0.00	150335.SZ	融通中证军工A	5.41	150308.SZ	富国中证体育产业B	13.89%	150298.SZ	南方中证互联网B	3.44
150256.SZ	易方达银行B	2.82	150033.SZ	嘉实多利进取	-0.42	150303.SZ	华安创业板50A	5.40	150208.SZ	招商沪深300地产B	14.19%	150118.SZ	国泰国证房地产B	3.30
150151.SZ	信诚中证800有色B	2.67	150144.SZ	银华中证转债B	-1.65	150323.SZ	工银瑞信环保产业A	5.39	150118.SZ	国泰中证房地产业B	15.04%	150131.SZ	国泰国证医药卫生B	3.29
502025.SH	鹏华国证钢铁行业B	2.63	150134.SZ	德邦企债分级B	-2.07	502057.SH	广发中证医疗A	5.38	150332.SZ	建信中证互联网金融B	15.05%	150282.SZ	长盛中证金融地产B	3.23
502038.SH	大成中证互联网金融B	2.47	150040.SZ	中欧鼎利分级B	-3.11	150301.SZ	华安中证全指证券A	5.38	150282.SZ	长盛中证金融地产B	15.14%	150324.SZ	工银瑞信环保产业B	3.16