

## 方正证券研究所证券研究报告

## 分级基金跟踪报告

## 金融工程定期报告

2016.07.12

金融工程首席分析师：高子剑

执业证书编号：S1220514090003

TEL：021-68386225

E-mail：gaozijian@foundersc.com

## 相关研究

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《源于杠杆，高于杠杆-分级 B 专题研究》

《上交所定折藏玄机，溢价套火热引追思》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

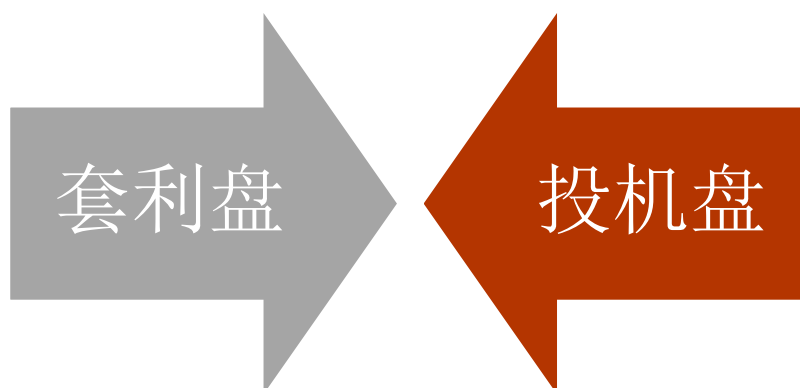
## 投资要点

- 本次上交所军工套利赶上基金定折停牌，又恰逢南海仲裁案引发市场军工热，交易情况比较复杂。上交所军工分级（502003）、军工 B（502005）涨幅惊人，前者上涨 17.1%，后者上涨 31.6%。如此同时，中证军工指数仅上涨 6.7%，两者差距迥异。
- 军工 B 和军工分级如此惊人的涨幅和定折关系较大。根据上交所分级规定：（1）定折当日，正常交易，但不能申购、赎回、拆分、合并；（2）定折次日，B 基正常交易，母基和 A 基停牌，不能申购、赎回、拆分、合并。2016/7/7 为军工 A（502004）折算基准日，7 月 5 日做申购套利的投资者在 7/7 不能拆分，导致套利效率下降。因此从 7/6 起，母基出现虚假溢价，由于套利机制短时失效，导致溢价率持续提升。
- 周一开盘，军工 B 理应跌停，结果集合竞价果然大幅低开，然而开盘一分钟价格就被投机盘迅速拉起。套利盘在开盘就用尽弹药，母基几乎被拆光，只能苦笑卖在最低点，看着投机盘继续非理性拉高价格。母基价格出现涨停的一部分原因也在于筹码过少，份额被拆分仅剩 0.18 亿。僧多粥少，稍有风吹草动，价格就大幅波动。
- 周二价格波澜不惊，周一申购的套利大军还在赶来的路上，炒作南海仲裁主题的资金也借悄然退却。明天可能又是血雨腥风的一天，套利踩踏+主题散热，不知又有多少套利资金能全身而退。

## 1. 本周思考：南海局势风云变幻，军工分级血战正酣

本次上交所军工套利赶上基金定折停牌，又恰逢南海仲裁案引发市场军工热，交易情况比较复杂。上交所军工分级（502003）、军工B（502005）涨幅惊人，前者上涨17.1%，后者上涨31.6%。如此同时，中证军工指数仅上涨6.7%，两者差距迥异。怎么看溢价指标？套利大军何时入场？如何火中取栗？本文通过讨论一些异常数据，力图复盘这两天A、B、母基的交易情况，还原套利盘与投机盘之间没有硝烟的大战。

图表 1：套利盘与投机盘对决



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

军工B和军工分级如此惊人的涨幅和定折关系较大。我们在周报《上交所定折藏玄机，溢价套火热引追思》中就初步讨论了这个现象：上交所分级定折藏玄机，交易规则导致套利效率下降。根据上交所分级规定：

定折当日，正常交易，但不能申购、赎回、拆分、合并；

定折次日，B基正常交易，母基和A基停牌，不能申购、赎回、拆分、合并。

2016/7/7为军工A（502004）折算基准日，7/5做申购套利的投资者在7/7不能拆分，导致套利效率下降。因此，7/6起母基出现虚假溢价，套利机制短时失效导致溢价率持续提升。

图表 2：上交所军工A套利受阻

日期	B成交额 (万元)	A成交额 (万元)	母基溢 价率	A份额 (万份)	备注
2016/07/04	3138.78	839.63	0.36%	9129.65	7/5溢价套 利效率降低
2016/07/05	5833.01	1091.71	2.49%	9376.05	
2016/07/06	3316.24	567.39	3.52%	9496.23	
2016/07/07	1658.26	324.54	4.94%	9496.23	定折当日，正常交易，但不能申购、赎回、拆分、合并
2016/07/08	3464.26	0.00	9.58%	9496.23	定折次日，B基正常交易，母基和A基停牌，不能申购、赎回、拆分、合并

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

上交所分级常用到三个指标，合并溢价、母基溢价、母子溢价三个指标。合并溢价指 A+B 价格对母基净值溢价，母基溢价指母基价格对母基净值溢价，母子溢价指母基价格对 A+B 价格溢价。

第一个异常值是合并溢价率，也是分级套利的常用指标。7/5 出现合并溢价 2.49%，部分投资者申购母基做溢价套利，注意到 7/6 比 7/5 总份额增加 0.44 亿（申购份额数据滞后一天显示）。

其实这波套利是不能有效进行的，原因在于 7/7 日撞上定折日，母基不能拆分，所以不能拆母基卖 A、B。但是，申购母基（7/5）并直接卖出（7/7）是可以的，当天母基溢价率下降。

7/5、7/6 分别有约 0.44 亿、0.65 亿的申购额，共计 1.1 亿左右的套利盘。

图表 3：异常合并溢价

日期	总份额	合并溢价	母基溢价	母子溢价	备注
2016/7/4	2.03	0.36%	0.40%	0.04%	
2016/7/5	2.05	2.49%	2.61%	0.12%	
2016/7/6	2.49	3.52%	3.56%	0.04%	
2016/7/7	3.14	4.94%	1.56%	-3.23%	定折当日，正常交易，但不能申购、赎回、拆分、合并
2016/7/8	3.17	9.57%	0.60%	-8.19%	定折次日，B基正常交易，母基和A基停牌，不能申购、赎回、拆分、合并
2016/7/11	3.17	10.17%	8.85%	-1.20%	

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

其次，观察份额数据。7/5 日出现合并溢价，7/5、7/6 日陆续有人进行申购（7/6、7/7 母基份额增加）。7/7 定折基准日当天，母基不能拆分合并，故 A、B 份额不变，母基份额增加源于前一天的申购。7/8 定折次日，母基不能拆分合并，故 A、B 份额依旧不变，母基份额略有增加的原因并非前一天的申购，而是 A 净值归一后，利息部分转为母基。7/11 周一恢复正常交易，母基份额几乎全部被拆分用来做溢价套利，当天母基份额由 1.27 亿大幅缩水至 0.18 亿，同时 A（B）份额由 0.95 亿上升至 1.5 亿，总份额因前一个交易日（7/8）不能申购而保持不变。

由此可见，先前约 1.1 亿左右的套利盘已弹尽粮绝，基本抛出所有筹码。因溢价套利为 T+2，需等到周三（7/13）方能有新增的 AB 份额产生抛压，因此周二价格并没有出现大幅跳水。

图表 4：总份额变化

日期	总份额	合并溢价	母基溢价	母子溢价	备注
2016/7/4	2.03	0.36%	0.40%	0.04%	
2016/7/5	2.05	2.49%	2.61%	0.12%	
2016/7/6	2.49	3.52%	3.56%	0.04%	
2016/7/7	3.14	4.94%	1.56%	-3.23%	定折当日，正常交易，但不能申购、赎回、拆分、合并
2016/7/8	3.17	9.57%	0.60%	-8.19%	定折次日，B基正常交易，母基和A基停牌，不能申购、赎回、拆分、合并
2016/7/11	3.17	10.17%	8.85%	-1.20%	

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 5: A、B、母基金份额单独变化

	军工A份额	军工B份额	母基金份额	拆分份额	合并份额
2016/7/4	0.9130	0.9130	0.2011	0.1047	0.0892
2016/7/5	0.9376	0.9376	0.1710	0.1697	0.1204
2016/7/6	0.9496	0.9496	0.5907	0.0672	0.0431
2016/7/7	0.9496	0.9496	1.2407	0.0000	0.0000
2016/7/8	0.9496	0.9496	1.2698	0.0000	0.0000
2016/7/11	1.4956	1.4956	0.1779	<b>1.1931</b>	<b>0.1011</b>

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

母子溢价可做盘中实时套利, 该项为上交所分级特有指标。通过买母基, 拆分为 AB 卖出的母子折价套利, 投资者实际上实现了变相的 T+0 交易。理论上流动性较好的上交所分级母子溢价率应该仅在交易费用附近。7/7、7/8、7/11 三天数据出现异常。

7/7 日母基价格相对 A、B 价格出现折价, 但不能拆分, 故不能进行套利, 注意到折价原因可能是 7/5 的套利盘发现不能拆分卖 AB, 转而选择直接卖母基, 故母基价格相对 A、B 价格偏低, 但相对净值仍偏高。

7/8 定折次日, 母基、A 基停牌, B 基非理性暴涨导致母子溢价数据进一步降低, 即 B 被明显高估。

7/11, 母子溢价仍为-1.2%, 当天数据异常是因为母基已涨停, 但相对 A、B 价格仍偏低。注意母基价格 (母基溢价率)、B 价格 (合并溢价率) 非常大, 说明两者价格其实都被高估, 周三可能迎来套利大军的打压。

7/12, 该数据恢复正常。

图表 6: A、B、母基金份额单独变化

日期	总份额	合并溢价	母基溢价	母子溢价	备注
2016/7/4	2.03	0.36%	0.40%	0.04%	
2016/7/5	2.05	2.49%	2.61%	0.12%	
2016/7/6	2.49	3.52%	3.56%	0.04%	
2016/7/7	3.14	4.94%	1.56%	-3.23%	定折当日, 正常交易, 但不能申购、赎回、拆分、合并
2016/7/8	3.17	9.57%	0.60%	-8.19%	定折次日, B基正常交易, 母基和A基停牌, 不能申购、赎回、拆分、合并
2016/7/11	3.17	10.17%	8.85%	-1.20%	
2016/7/12	/	/	/	0.08%	

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

周一开盘, 军工 B 理应跌停, 结果集合竞价果然大幅低开, 然而开盘一分钟价格就被投机盘迅速拉起。套利盘在开盘就用尽弹药, 母基几乎被拆光, 只能苦笑卖在最低点, 看着投机盘继续非理性拉高价格。母基价格出现涨停的一部分原因也在于筹码过少, 份额被拆分仅剩 0.18 亿。僧多粥少, 稍有风吹草动, 价格就大幅波动。

周二价格波澜不惊, 周一申购的套利大军还在赶来的路上, 炒作南海仲裁主题的资金也借悄然退却。明天可能又是血雨腥风的一天, 套利躁踏+主题散热, 不知有多少套利资金能全身而退。

感谢香港中文大学实习生朱定豪对本文的贡献。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；  
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；  
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com