

把握当前机遇、迎接未来挑战

2014 年 12 月 9 日

投资要点

- ❖ **关注交易工具和量化投资的市场变化。**2014 年，交易工具和量化投资发生了引人注目的变化。一方面，ETFs 和 LOF 分级作为交易工具在 2014 年 7 月份以来一个在地下一个在天上。另一方面，量化对冲投资在 2014 年有新的表现。同时，因为对冲投资的发展，股指期货持仓也稳步增加。本报告将讨论 2014 年以来交易工具和量化投资的变化，并展望 2015 年的发展。
- ❖ **ETFs 市场：2014 年年中以来，ETF 市场经受了“上涨的烦恼”，由于资金净流出，股、债 ETF 双双缩水，但期间也不乏新的看点。**首先，货币交易工具在成为二号大类资产工具之后，继续获得规模正增长，且交易活跃，日均换手率高达 52%，工具化功能发挥得淋漓尽致。其次，跨境工具得到推进，华安国际龙头（DAX）ETF 通过首发和联接基金实现了 A 股市场和欧洲市场的联通，且成立后规模较为稳定，成为跨境配置的新标志性产品。第三，ETF 融资融券获得跨越式发展，10 月底融资余额 643.86 亿元，融券余额 14.41 亿元，余额增长超过 60%，且 ETF 融资买入及融券卖出占标的券的交易比例日均超过三成。
- ❖ **LOF 分级基金：浴火重生，应用日趋多元化。**2014 年，随着市场上涨，LOF 分级基金的份额经历了爆发式增长。截至 2014 年 10 月 31 日，上市的股票型分级基金总份额达到 535 亿份，比 6 月 30 日增加 76 亿份；基金总规模达到 451 亿元，增加了 135 亿元。在规模增加的同时，分级基金的多元化应用也如火如荼。分级基金是短线获取高收益的杠杆交易工具、是低风险投资者关注的价值洼地、是投资者获取行业主题交易机会的工具，也是套利交易工具。主动投资被动化、被动投资工具化、工具应用多元化是 2014 年分级基金市场的主要特征。
- ❖ **量化基金在 2014 年迎来新的发展期。**首先，量化公募基金在业绩排名和规模上都斩获颇丰。截止到 2014 年 10 月，在业绩前 20 名中，有 4 名是量化基金。量化基金在收获业绩排名同时，也收获了规模。2014 年前 3 季度，在全部股票型、偏股混合型及灵活配置型基金规模减少 67.93 亿元的同时，量化基金（含量化方法的指数增强型基金）的规模从年初的 325 亿元增长到 400 亿元，规模增长 75 亿元。
- ❖ **事件驱动投资作为量化投资的方向之一，“事件”表现在 2014 年也可圈可点。**一方面，高管及公司股东增减持、定向增发、上市公司业绩预告、公司分红送转以及指数成份股调整等“事件”在 2014 年精彩纷呈。另一方面，这些事件相关的股票的表现也可圈可点。“事件”在 2014 年为量化投资提供了丰富的超额收益来源，为量化对冲业绩添色不少。
- ❖ **股指期货持仓稳步上升、工具性作用增强。**股指期货在 2014 年持仓稳步上升，从 7 月份算起，沪深 300 股指期货持仓从 17.06 万张增加到 20.04 万张。同时，随着参与者机构化程度的提升，股指期货不仅成为对冲系统风险的工具，经过处理后，还具有辅助择时的工具作用。另外，随着套保投资者占比提高，机构投资者套保时展期操作也呈现出一定的规律性，这就为股指期货的跨期套利提供机会，股指期货的应用也日益多元化。



中信证券研究部

金融工程及衍生品组

提云涛

电话：021-20262148

邮件：tiyuntao@citics.com

执业证书编号：S1010514030003

赵文荣

电话：010-60836759

邮件：zhaowenrong@citics.com

执业证书编号：S1010512070002

关博

电话：010-60836754

邮件：guanbo@citics.com

执业证书编号：S1010514030004

林永钦

电话：021-20262149

邮件：linyongqin@citics.com

执业证书编号：S1010514070003

李祖苑

电话：010-60838026

邮件：lizuyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514070002

王兆宇

电话：021-20262110

邮件：wangzhaoyu@citics.com

执业证书编号：S1010514080008

相关研究

1. 金融工程 2014 年下半年投资策略—金融衍生品丰富造就投资多元化环境，专业机构深度参与促进市场格局演变2014-06-03
2. 金融工程 2014 年投资策略—产品与交易创新不断为提升投资绩效增添利器2013-12-11
3. 金融工程 2013 年下半年投资策略—工具化投资时代到来，选对工具望事半功倍2013-06-26

目录

投资聚焦：把握创新带来的机会、迎接创新可能的挑战	1
ETFs 市场：投资者风险偏好提升，跨境产品布局或升温	2
资金流出导致股债 ETF 缩水，净申购再助货币 ETF 规模攀升	2
投资者风险偏好提升，行情特征从主题热点向系统性行情演化	6
信用交易实现跨越式发展，通过融券来实现 T+0 日益常规化	7
募集上市进展缓慢，证券市场开放背景下跨境产品布局或将升温	8
分级基金：重生中的火凤凰	10
成交活跃，市值份额爆发式增长	10
上折触发，市场再添一份热闹	11
行业轮涨，分级基金绝地反击	12
格局未定，群雄逐鹿分级市场	14
股指期货：持仓稳步上升，信号作用增强	15
市场运行：期货持仓再上新台阶	15
择时指标：变盘信号准确度较高	17
成份股派息：预计分红率将逐年提升	19
期货展期：集中展期下的跨期套利策略	20
仿真交易：新期货品种引市场热望	21
事件驱动投资：丰收之年	23
公司、高管增减持：超额收益可观	23
定向增发：募资额和家数增加，同时超额收益上升	24
业绩预告：仍受市场追逐	26
分红送转：上半年的热点	27
指数成分调整：关注发生前后的超额收益逆转	28
量化产品：迎来新的发展期	29
量化基金，收获业绩排名、收获基金规模	29
创新基金，新型量化基金进一步增加	30
券商资管，量化对冲产品进一步发展	30
2015 年展望：把握当前机遇、迎接未来挑战	31
交易工具，持续寻求创新与突破	31
金融衍生品，期待新产品上市	32
事件投资，值得持续挖掘的金矿	32
量化产品，继续发展壮大	32

插图目录

图 1: ETF 市场总体规模与数量变化.....	4
图 2: 不同资产类型 ETF 净资产占比分布.....	4
图 3: 各类 ETF 分布	5
图 4: ETF 资产变动归因.....	5
图 5: 股票 ETF 与 A 股流动性对比.....	6
图 6: 大类 ETF 换手率对比	6
图 7: 各类 ETF 日均换手率对比	7
图 8: 各类 ETF 流动性（日均成交额）分布	7
图 9: ETF 融资交易占总成交额比重.....	8
图 10: ETF 融券交易占成交额比重	8
图 11: 分级基金 A 份额、B 份额市值和数量	11
图 12: 分级基金 A 份额和 B 份额成交额	11
图 13: 分级基金 A 份额和 B 份额换手率	11
图 14: 分级基金 A&B 份额变化	12
图 15: 富国军工 A&B 份额和中证军工指数	12
图 16: 富国军工 A&B 份额和富国军工溢价率.....	12
图 17: 申万菱信证券分级 A&B 份额和申万证券指数.....	13
图 18: 申万证券分级 A&B 份额和申万菱信证券分级溢价率	13
图 19: 沪深 300 股指期货成交量.....	16
图 20: 沪深 300 股指期货成交量分布.....	16
图 21: 沪深 300 股指期货持仓量.....	16
图 22: 沪深 300 股指期货持仓量分布.....	16
图 23: 沪深 300 现货成交额	17
图 24: 沪深 300 期货成交额	17
图 25: 期货成交量/期货持仓量	17
图 26: 期货成交额/现货成交额	17
图 27: 前 20 家期货公司期货成交、持仓占比及 20 个交易日均线.....	18
图 28: 前 20 家期货公司净空头寸占比及 20 个交易日均线.....	18
图 29: 净空占比波动率	18
图 30: 净空占比信号.....	18
图 31: 期现振幅比波动率	18
图 32: 期现振幅比信号	18
图 33: 沪深 300 日行情及市场动量指标	19
图 34: 市场波动指标.....	19
图 35: 年报期分红派息比率.....	20
图 36: 2007-2014 年沪深 300 派息率及趋势线	20
图 37: IF1405/IF1406 展期价差	21
图 38: IF1406/IF1407 展期价差	21
图 39: 5 月至 6 月期货合约展期进程.....	21

图 40: 6 月至 7 月期货合约展期进程	21
图 41: 中证 500 股指期货仿真交易成交量	22
图 42: 中证 500 股指期货仿真交易持仓量	22
图 43: 上证 50 股指期货仿真交易成交量	22
图 44: 上证 50 股指期货仿真交易持仓量	22
图 45: 中证 500 仿真交易成交/持仓比	22
图 46: 上证 50 仿真交易成交/持仓比	22
图 47: 公司增减持历史数据	23
图 48: 高管增减持历史数据	23
图 49: 各行业净增持净额	23
图 50: 高管增持累计绝对/超额收益[增持前 30, 增持后 100 个交易日]	24
图 51: 公司增持累计绝对/超额收益[增持前 30, 增持后 100 个交易日]	24
图 52: 增持类策略 2014 年净值表现	24
图 53: 定向增发历史数据	25
图 54: 定增预案历史数据	25
图 55: 各行业定增家数 VS 募资总额	25
图 56: 定向增发预案后累计绝对/超额收益	25
图 57: 增持类策略 2014 年净值表现	26
图 58: 2014 年业绩预告分布	26
图 59: 中报各类型预告累计绝对/超额收益[预告前 30, 预告后 100 交易日]	27
图 60: 年报各类型预告累计绝对/超额收益[预告前 30, 预告后 100 交易日]	27
图 61: 业绩预增策略 2014 年表现	27
图 62: 分红送转占 A 股比例	28
图 63: 高送转数目及占送转股比例	28
图 64: 2013 年报、2014 中报高送转累计绝对/超额收益[预案前 60, 预案后 90 交易日]	28
图 65: 2014 年 6 月调入股票的超额收益走势	29
图 66: 2014 年 6 月调出股票的超额收益走势	29
图 67: 量化基金、股票型+偏股混合型+灵活配置型基金规模	30
图 68: 2014 年券商新发行量化对冲产品收益	30
图 69: 2014 年前券商新发行量化对冲产品在 2014 年 1——6 月/9 月/10 月的累计收益	31

表格目录

表 1: ETF 市场概况	3
表 2: ETF 市场规模环比变化.....	3
表 3: ETF 市场概况	3
表 4: ETF 市场规模环比变化.....	4
表 5: 净资产规模前 10 ETF	5
表 6: 净资产增长前 10ETF	5
表 7: 净资产减少前 10ETF	5
表 8: 各类 ETF 中流动性最好的品种	7
表 9: ETF 融资融券状况	8
表 10: 2014 年 6 月 30 日以来上市的 ETF 概况	9
表 11: 6 月 30 日以来公告进行募集的 ETF	9
表 12: 非杠杆型 ETF 募集申请动态	9
表 13: 杠杆型创新 ETF 募集申请动态	10
表 14: 股票型分级基金上市总份额和总市值	10
表 15: 分级基金上市份额变化)	13
表 16: 截止到 2014 年 10 月 31 日获批在募集、已成立或上市的分级基金	14
表 17: 分级基金与 ETF 募集审批情况	15
表 18: 2014 年发行的量化对冲公募基金	30

投资聚焦：把握创新带来的机会、迎接创新可能的挑战

2014 年不同交易所交易工具遭遇到差异的市场待遇，量化投资也在经历沉寂后逐步走入正轨。

ETF 市场仍在摸索新的方向。2014 年 A 股 ETF 规模继续缩小。上半年市场下跌，投资者卖出 ETF 止损；下半年市场上涨，早期的套牢的投资者又卖出 ETF 解套。在 ETF 规模不断缩水的困境下，基金公司对 ETF 产品的热情也逐渐减退。A 股 ETF 市场的骨感与海外 ETF 市场的丰满对比鲜明，个中原因值得反思。

LOF 分级红红火火。2014 年下半年，由于主题指数活跃，LOF 分级为各类投资者提供了投资交易机会。主题上涨时，短线投资者利用分级 B 获取短线价差；在降息周期中，低风险固定收益投资者则大量购入 A 份额并持有，以获得稳定的收益；A、B 份额合计溢价时，套利投资者利用 A/B 份额与母基金之间价差做申购合并套利。多元化应用让跟踪行业主题指数的 LOF 分级基金在 2014 年下半年份额不断攀升，各类投资者也获利丰厚。

现货产品市场境遇的差异也可以衍射到金融衍生品市场。一方面，股指期货持仓稳步增加，沪深 300 股指期货作为对冲系统风险工具，持仓规模也达到 18.9 万张。但另一方面，ETF 期权、股指期货、新的股指期货产品却仍半遮半掩，对冲风险的工具仍然匮乏，市场对新的金融衍生品望眼欲穿。

与 ETF 和 LOF 分级冰火两重天相反，虽然部分量化对冲产品在 4 月和 7 月有所回撤，但总体是顺风顺水。多因子模型、事件驱动、CTA 等在 2014 年都颇有斩获，量化基金、阳光私募在享受基金净值稳步上涨的同时也收获了规模。同时，华宝兴业发行了新的绝对收益基金，广发基金与百度合作开发了基于大数据的量化策略指数，并发行了指数基金。

我们预计 2015 年交易工具、金融衍生品和量化对冲都可能发生变化：

ETF 仍期待金融市场的完善。作为资产配置工具和对冲工具，其进一步发展需要各类投资者的参与和良好的流动性。降低融券成本和扩大融券范围，对冲投资者可以把 ETF 作为低成本卖空工具来对冲风险；降低融资成本，高风险投资者可以用 ETF 实现低成本杠杆交易；“T+0”回转交易，高频交易者可以用 ETF 做日内交易博取日内波动收益。各类投资者参与有助于改善 ETF 的流动性，也有助于做大 ETF 规模。

将有更多的细分主题指数的 LOF 分级产品上市，也将有新的投资者加入到交易工具投资交易。我们判断，跟踪行业主题指数 LOF 分级的产品开发竞争将白热化。“选择‘主题鲜明，用一句话可以讲清楚’的细分行业主题指数作为 LOF 分级基金的跟踪指数”这一原则将被基金公司开发 LOF 分级基金时接受，并逐步成为共识。基金公司和交易工具投资者的能力都可能面临考验，如何做大分级基金将考验基金公司指数产品业务能力，如何利用好被动工具的多元化应用获取收益将考验投资者交易对冲的能力。

市场可能推出新的金融衍生品，在提供新的管理风险工具时，也为量化对冲投资提出了新的选择。套利、对冲、高频交易等投资者可能有新机会，被动投资也可能借此推动产品的发展。

量化投资将在反思和探索中发展。预计量化对冲投资将趁 2014 年收益较高和无风险利息下降，将进一步做大做强，并开发出新的策略。同时，有远见的投资者会反思 2014 年遇到的问题，多策略组合或许是其选择方向。

创新是双刃剑，把握好创新带来的机会、迎接创新可能的挑战，或许是 2015 年交易工具业务和量化对冲投资的主旋律。

ETFs 市场：投资者风险偏好提升，跨境产品布局或升温

ETFs(Exchange Traded Funds)作为交易所上市交易的开放式基金，因其交易便利性、灵活性、成本的低廉以及管理的透明等独特优势，近几年发展极为迅速。它不仅在全球市场经历了长达十多年的持续高速增长，在国内市场更是经历了跨越式的发展。目前，ETF 已经成为资产配置、板块轮动、跨境投资等投资活动中不可或缺的重要工具。ETF 除了具有组合投资分散风险的优点之外，还具备通过申购赎回进行套利交易、实现 T+0；可以参与融资融券进行杠杆交易和做空交易等优势。除此之外，ETF 产品本身也不断创新引入新型的交易制度从而提升产品的灵活度。比如 T+0 交易在货币、国债、黄金 ETF 上率先实行，多空、杠杆等运作形式也在 ETF 开发中不断发酵。

2014 年年中以来，ETF 市场经受了“上涨的烦恼”，由于资金净流出，股、债 ETF 双双缩水，但期间也不乏新的看点。首先，货币交易工具（类 ETF，我们视同 ETF）在成为二号大类资产工具之后，继续获得规模正增长，且交易活跃，日均换手率高达 52%，工具化功能发挥得淋漓尽致。其次，跨境工具得到推进，华安国际龙头（DAX）ETF 通过首发和联接基金实现了 A 股市场 and 欧洲市场的联通，且成立后规模较为稳定，成为跨境配置的新标志性产品。第三，ETF 融资融券获得跨越式发展，10 月底融资余额 643.86 亿元，融券余额 14.41 亿元，余额增长超过 60%，且 ETF 融资买入及融券卖出占标的券的交易比例日均超过三成。

资金流出导致股债 ETF 缩水，净申购再助货币 ETF 规模攀升

截至 2014 年 10 月 31 日，沪深两市已成立 ETF 基金 97 只（将类 ETF 的场内交易货币基金也视同 ETF），其中 96 只已上市交易。此外，上证可质押城投债 ETF 于 11 月 7 日完成募集，广发中证医药卫生 ETF、南方理财金货币 ETF 正在募集中，我们主要按已上市口径进行 ETF 市场分析。

截至 10 月 31 日，已上市 ETF 规模 748.64 亿份，较 2014 年 6 月 30 日下降 310.28 亿份（其中，易方达深 100ETF 于 8 月 29 日进行 5:1 份额合并，导致名义减少 142.64 亿份），资产净值 1754.79 亿元，减少 0.44 亿元。从新、老 ETF 比较来看，2014 年 6 月 30 日以后上市的新 ETF 贡献增量规模 15.05 亿份，贡献增量净资产 15.49 亿元，老 ETF 规模缩水 15.93 亿元（其中，资金流动导致规模减少 210.08 亿元，市值波动导致增长 194.15 亿元）。可见，尽管市场上涨，但老持有人尤其是先前套牢的持有人退出导致资产规模下降。

从大类资产类别来看，货币 ETF（+80.14 亿元）、商品 ETF（+0.78 亿元）贡献正增量，股票 ETF（-69.76 亿元）、债券 ETF（-11.60 亿元）资产净值均出现明显缩水。可见，市场上涨带来的市值提升不抵投资人退出的影响，区分资产类别来看，股票 ETF 的实际缩水压力更大。

合并新老基金的变化，从细分配置类型来看，货币类 ETF 资产净值规模是大幅增长的（+80.14 亿元），跨境 ETF 表现出一定活力（+8.35 亿元），随着“沪港通”实施，跨境资产规模或将出现显著提升。其他类别中，规模型 ETF 缩水（-40.76 亿元）最多，市场型 ETF（-33.54 亿元）显著缩水，行业 ETF 在新增基金弥补下（+7.31 亿元）缩水程度（-3.40 亿元）减小，利率债（-4.06 亿元）和信用债（-7.54 亿元）ETF 缩水也较为明显。分解资产变动原因来看，份额增长是货币类 ETF、商品 ETF 资产规模上升的主要原因，份额缩水（资金流出）是股票类 ETF 和债券类 ETF 资产规模下降的主要原因，新发基金是跨境 ETF 规模上升的原因。

表 1: ETF 市场概况

资产类型	配置类型	基金数	总规模 (亿份)	资产 (亿元)	市值 (亿元)	日均成交额 (亿元)	日均换手率
股票型	策略	7	7.12	7.55	7.47	0.03	0.40%
股票型	风格	8	19.31	23.09	23.08	0.07	0.30%
股票型	规模	19	263.30	494.82	495.43	12.93	2.38%
股票型	跨境	5	15.03	15.45	15.18	0.08	0.79%
股票型	市场	10	331.31	726.07	726.91	22.87	2.96%
股票型	行业	26	45.91	65.33	65.22	1.68	2.38%
股票型	主题	12	61.94	58.39	58.37	0.31	0.52%
股票型	总计	87	743.92	1390.70	1391.66	37.96	2.55%
货币型	货币	2	3.50	353.58	353.64	145.36	52.32%
货币型	总计	2	3.50	353.58	353.64	145.36	52.32%
商品型	商品	4	1.14	2.64	2.69	0.24	9.77%
商品型	总计	4	1.14	2.64	2.69	0.24	9.77%
债券型	利率债	2	0.04	4.46	4.43	5.39	110.00%
债券型	信用债	1	0.03	3.41	3.40	0.13	2.07%
债券型	总计	3	0.08	7.87	7.83	5.52	58.24%
总计		96	748.64	1754.79	1755.83	189.08	10.61%

资料来源：中信证券量化投资分析系统
10 月 31 日区间的日平均值

注：数据截至 2014 年 10 月 31 日，成交额、换手率为 6 月 30 日至

表 2: ETF 市场规模环比变化

资产类型	配置类型	基金数	总规模 (亿份)	资产 (亿元)	市值 (亿元)	日均成交额 (亿元)	日均换手率
股票型	策略	0	-1.92	-0.35	-0.32	0.01	0.18%
股票型	风格	0	-2.48	-0.24	-0.12	-0.01	-0.04%
股票型	规模	0	-219.60	-40.76	-40.23	3.39	0.61%
股票型	跨境	1	8.46	8.35	8.07	0.00	-0.50%
股票型	市场	0	-73.64	-33.54	-31.57	8.87	0.99%
股票型	行业	7	-11.62	-3.40	-3.27	0.60	0.81%
股票型	主题	0	-10.57	0.18	0.29	0.15	0.27%
股票型	总计	8	-311.38	-69.76	-67.15	13.00	0.79%
货币型	货币	0	0.78	80.14	80.21	90.93	31.75%
货币型	总计	0	0.78	80.14	80.21	90.93	31.75%
商品型	商品	1	0.43	0.78	0.82	0.12	4.48%
商品型	总计	1	0.43	0.78	0.82	0.12	4.48%
债券型	利率债	0	-0.04	-4.06	-3.99	2.05	77.85%
债券型	信用债	0	-0.07	-7.54	-7.53	0.07	1.62%
债券型	总计	0	-0.12	-11.60	-11.52	2.12	43.02%
总计		9	-310.28	-0.44	2.36	106.17	5.86%

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：环比变化指 2014 年 10 月 31 日相对于 2014 年 6 月 30 日的变化

表 3: ETF 市场概况

资产类型	配置类型	基金数	总规模 (亿份)	资产 (亿元)	市值 (亿元)	日均成交额 (亿元)	日均换手率
股票型	策略	7	7.12	7.55	7.47	0.03	0.40%
股票型	风格	8	19.31	23.09	23.08	0.07	0.30%
股票型	规模	19	263.30	494.82	495.43	12.93	2.38%
股票型	跨境	5	15.03	15.45	15.18	0.08	0.79%
股票型	市场	10	331.31	726.07	726.91	22.87	2.96%
股票型	行业	26	45.91	65.33	65.22	1.68	2.38%
股票型	主题	12	61.94	58.39	58.37	0.31	0.52%
股票型	总计	87	743.92	1390.70	1391.66	37.96	2.55%
货币型	货币	2	3.50	353.58	353.64	145.36	52.32%
货币型	总计	2	3.50	353.58	353.64	145.36	52.32%
商品型	商品	4	1.14	2.64	2.69	0.24	9.77%

资产类型	配置类型	基金数	总规模 (亿份)	资产 (亿元)	市值 (亿元)	日均成交额 (亿元)	日均换手率
商品型	总计	4	1.14	2.64	2.69	0.24	9.77%
债券型	利率债	2	0.04	4.46	4.43	5.39	110.00%
债券型	信用债	1	0.03	3.41	3.40	0.13	2.07%
债券型	总计	3	0.08	7.87	7.83	5.52	58.24%
总计		96	748.64	1754.79	1755.83	189.08	10.61%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统
10月31日区间的日平均值

注：数据截至 2014 年 10 月 31 日，成交额、换手率为 6 月 30 日至

表 4：ETF 市场规模环比变化

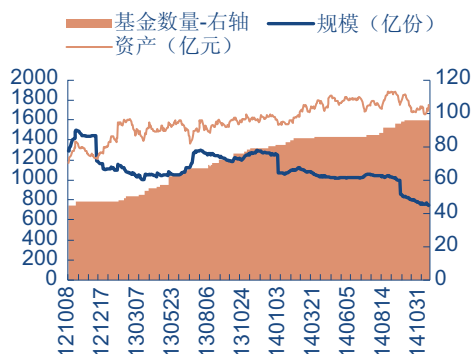
资产类型	配置类型	基金数	总规模 (亿份)	资产 (亿元)	市值 (亿元)	日均成交额 (亿元)	日均换手率
股票型	策略	0	-1.92	-0.35	-0.32	0.01	0.18%
股票型	风格	0	-2.48	-0.24	-0.12	-0.01	-0.04%
股票型	规模	0	-219.60	-40.76	-40.23	3.39	0.61%
股票型	跨境	1	8.46	8.35	8.07	0.00	-0.50%
股票型	市场	0	-73.64	-33.54	-31.57	8.87	0.99%
股票型	行业	7	-11.62	-3.40	-3.27	0.60	0.81%
股票型	主题	0	-10.57	0.18	0.29	0.15	0.27%
股票型	总计	8	-311.38	-69.76	-67.15	13.00	0.79%
货币型	货币	0	0.78	80.14	80.21	90.93	31.75%
货币型	总计	0	0.78	80.14	80.21	90.93	31.75%
商品型	商品	1	0.43	0.78	0.82	0.12	4.48%
商品型	总计	1	0.43	0.78	0.82	0.12	4.48%
债券型	利率债	0	-0.04	-4.06	-3.99	2.05	77.85%
债券型	信用债	0	-0.07	-7.54	-7.53	0.07	1.62%
债券型	总计	0	-0.12	-11.60	-11.52	2.12	43.02%
总计		9	-310.28	-0.44	2.36	106.17	5.86%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：环比变化指 2014 年 10 月 31 日相对于 2014 年 6 月 30 日的变化

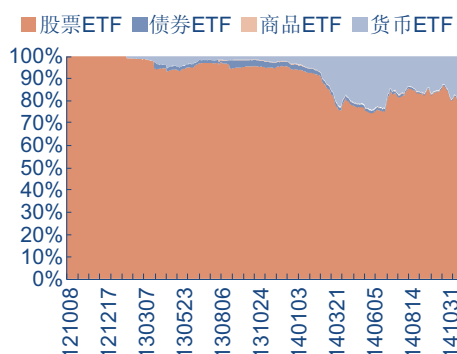
从大类资产类别来看，2014 年，场内交易型货币工具获得大发展，尽管年中规模有所缩小，但四季度以来又显著回升，截至 10 月底存量规模 353.58 亿元，资产净值占比 20.15%，日均换手率高达 52.32%，体现了利率市场化背景下旺盛的现金资产交易需求，成为名副其实的交易工具。债券 ETF 则继续经受规模缩水的煎熬，利率债、信用债均遭大幅赎回，资产总规模仅剩 7.8 亿元，占比仅为 0.45%。黄金 ETF 增长 0.78 亿元，主要由老基金净申购贡献，但绝对规模过低，资产净值仅 2.64 亿元，占 ETF 资产净值比重仅为 0.15%。作为 ETF 市场主体的股票型 ETF 占比高达 79.25%，其中，市场型 ETF(41.4%)和市值型(28.2%)ETF 仍是主要部分，同时行业 ETF(3.7%)靠新发基金稳定了规模，存量资产 65.3 亿元。

图 1：ETF 市场总体规模与数量变化



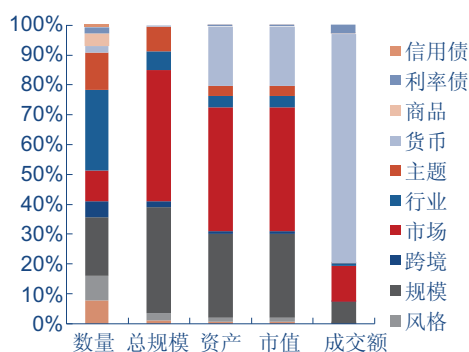
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 2：不同资产类型 ETF 净资产占比分布



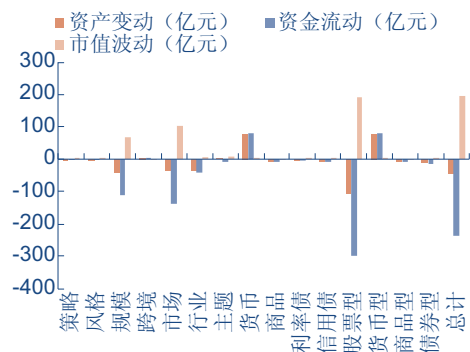
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 3: 各类 ETF 分布



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 4: ETF 资产变动归因



资料来源：中信证券数量化投资分析系统 注：老基金相对于 2014 年 6 月 30 日，新基金相对于上市日

表 5: 净资产规模前 10 ETF

基金代码	基金名称	类型	管理公司	上市日	总规模 (亿份)	净资产 (亿元)	日均成交额 (百万元)	日均换手率
159919	嘉实沪深 300ETF	市场	嘉实	20120528	102.39	268.14	431.26	1.61%
511990	华宝兴业现金添益货币 ETF	货币	华宝兴业	20130128	2.55	255.00	13287.82	62.42%
510330	华夏沪深 300ETF	市场	华夏	20130116	80.30	205.92	86.64	0.43%
510050	上证 50ETF	规模	华夏	20050223	106.92	181.87	687.55	3.81%
510300	华泰柏瑞沪深 300ETF	市场	华泰柏瑞	20120528	55.37	141.01	1680.17	11.40%
510180	上证 180ETF	规模	华安	20060518	54.75	119.98	225.93	1.91%
511880	银华货币 ETF	货币	银华	20130418	0.95	98.58	2544.45	30.92%
159901	易方达深证 100ETF	规模	易方达	20060424	28.28	85.12	248.51	2.92%
510500	中证 500ETF	规模	南方	20130315	38.06	53.33	67.84	1.27%
510310	易方达沪深 300ETF	市场	易方达	20130325	42.46	43.14	14.08	0.33%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：数据截至 6 月 30 日，成交额为近 20 个交易日平均值

表 6: 净资产增长前 10ETF

基金代码	基金名称	类型	管理公司	上市日	规模 (亿份)	资产 (亿元)	资产变动 (亿元)	资金流动 (亿元)	市值波动 (亿元)
511990	华宝兴业现金添益货币 ETF	货币型	货币	20130128	2.55	255.00	52.93	52.93	0.00
511880	银华货币 ETF	货币型	货币	20130418	0.95	98.58	27.21	25.88	1.33
510330	华夏沪深 300ETF	股票型	市场	20130116	80.30	205.92	9.39	-19.35	28.74
513030	华安国际龙头(DAX)ETF	股票型	跨境	20140905	8.49	8.07	4.69	5.12	-0.43
159919	嘉实沪深 300ETF	股票型	市场	20120528	102.39	268.14	3.66	-35.47	39.13
510500	中证 500ETF	股票型	规模	20130315	38.06	53.33	3.26	-8.13	11.40
510510	广发中证 500ETF	股票型	规模	20130524	19.67	27.64	2.04	-3.85	5.89
159922	嘉实中证 500ETF	股票型	规模	20130315	0.72	3.58	1.52	0.76	0.76
510150	上证消费 80ETF	股票型	行业	20110225	2.82	8.27	1.00	-0.03	1.03
510230	上证 180 金融 ETF	股票型	行业	20110523	4.52	15.74	0.90	-1.16	2.06

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：数据截至 10 月 31 日，老基金相对于 2014 年 6 月 30 日、新基金相对于上市日

表 7: 净资产减少前 10ETF

基金代码	基金名称	类型	管理公司	上市日	规模 (亿份)	资产 (亿元)	资产变动 (亿元)	资金流动 (亿元)	市值波动 (亿元)
510300	华泰柏瑞沪深 300ETF	股票型	市场	20120528	55.37	141.01	-35.46	-55.64	20.19
510050	上证 50ETF	股票型	规模	20050223	106.92	181.87	-29.50	-51.42	21.92
159901	易方达深证 100ETF	股票型	规模	20060424	28.28	85.12	-13.85	-24.63	10.78
159915	易方达创业板 ETF	股票型	市场	20111209	6.61	9.74	-8.30	-8.96	0.66
511210	上证企债 30ETF	债券型	信用债	20130816	0.03	3.41	-7.54	-7.66	0.11
159937	博时黄金 ETF	商品型	商品	20140901	0.04	0.10	-7.36	-7.35	-0.01

基金代码	基金名称	类型	管理公司	上市日	规模 (亿份)	资产 (亿元)	资产变动 (亿元)	资金流动 (亿元)	市值波动 (亿元)
159936	广发中证全指可选消费 ETF	股票型	行业	20140625	0.24	0.29	-5.90	-5.95	0.04
512220	景顺长城中证 TMT150ETF	股票型	行业	20140819	0.56	0.60	-5.41	-5.45	0.04
512230	景顺长城中证医药卫生 ETF	股票型	行业	20140819	0.99	1.07	-5.23	-5.31	0.08
159933	国投瑞银沪深 300 金融地产 ETF	股票型	行业	20131016	8.73	9.07	-4.76	-5.94	1.18

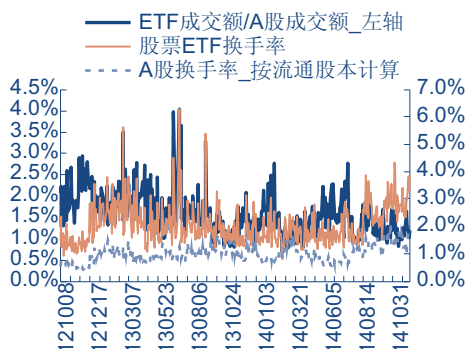
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：数据截至 10 月 31 日，老基金相对于 2014 年 6 月 30 日、新基金相对于上市日

投资者风险偏好提升，行情特征从主题热点向系统性行情演化

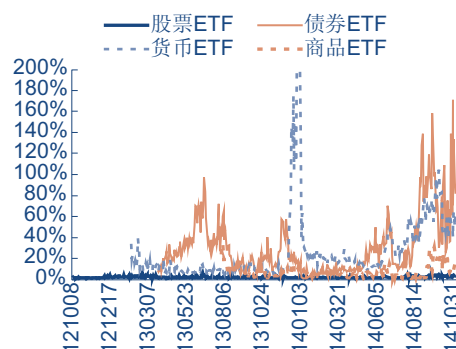
从流动性来看，交易工具的活跃程度显著高于个股，但近期个股的相对流动性明显上升。比如，股票 ETF 的换手率(整体法平均 2.06%)高于 A 股流通股本换手率(整体法平均 1.01%)，但 ETF 成交额/A 股成交额出现下降。而从大类资产 ETF 的比较来看，货币、债券、商品 ETF 的换手率远远高于股票 ETF，在活跃阶段货币 ETF、债券 ETF 日换手率超过 100%。国债 ETF、货币 ETF、商品 ETF 的高活跃度本质上则反映了 T+0 交易效率下，工具型产品促进交易的市场功能。

图 5：股票 ETF 与 A 股流动性对比



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

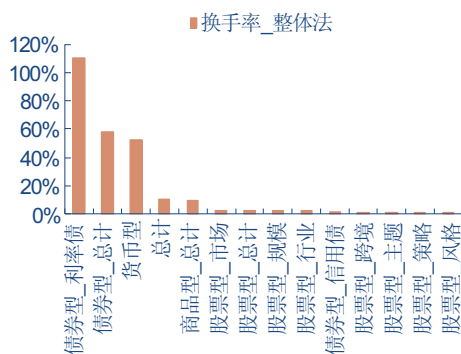
图 6：大类 ETF 换手率对比



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

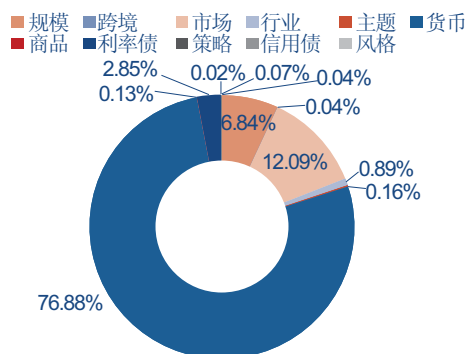
细分类别来看，日均换手率较高的 ETF 类别为国债 ETF、货币 ETF、黄金 ETF、市场型股票 ETF。国债 ETF 活跃度跃居首位跟其资产管理的绝对规模偏低关系较大，而货币 ETF 的高换手则体现了市场对场内短线流动性管理工具的旺盛需求，黄金 ETF 活跃度较高一方面是交易效率高，另一方面也与基金资产规模偏低有关，而市场型 ETF 换手率超过规模型 ETF 和行业 ETF 则可能反映了投资者风险偏好的提升，投资者正在从追逐结构主题热点向系统性看好股票市场转变。在配置工具品种日益齐备的背景下，比较大的缺憾是这些配置工具的绝对流动性偏低，尽管货币交易工具存量规模持续提升，但债券类 ETF、行业、商品、跨境 ETF 的绝对流动性则严重不足。

图 7: 各类 ETF 日均换手率对比



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 8: 各类 ETF 流动性 (日均成交额) 分布



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 8: 各类 ETF 中流动性最好的品种 (按统计区间日均交易额排序)

基金代码	基金名称	类型	管理公司	上市日	总规模 (亿份)	净资产 (亿元)	成交额 (百万元)	换手率
511990	华宝兴业现金添益货币 ETF	货币	华宝兴业	20130128	2.55	255.00	13287.82	62.42%
510300	华泰柏瑞沪深 300ETF	市场	华泰柏瑞	20120528	55.37	141.01	1680.17	11.40%
510050	上证 50ETF	规模	华夏	20050223	106.92	181.87	687.55	3.81%
511010	上证 5 年期国债 ETF	利率债	国泰	20130325	0.04	3.75	578.59	147.39%
510660	上证医药卫生 ETF	行业	华夏	20130508	4.21	4.86	36.24	7.71%
518880	华安易富黄金 ETF	商品	华安	20130729	0.85	1.97	35.04	18.66%
510260	上证新兴产业 ETF	主题	诺安	20110608	4.21	3.99	19.93	4.96%
513100	纳斯达克 100ETF	跨境	国泰	20130515	0.66	0.90	3.00	3.57%
510030	上证 180 价值 ETF	风格	华宝兴业	20100528	3.25	8.46	2.52	0.31%
159924	景顺长城沪深 300 等权重 ETF	策略	景顺长城	20130605	1.13	1.19	1.22	0.98%
511210	上证企债 30ETF	信用债	博时	20130816	0.03	3.41	1.18	0.37%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：数据截至 10 月 31 日，成交额、换手率为区间内日平均值

信用交易实现跨越式发展，通过融券来实现 T+0 日益常态化

ETF 融资融券业务出现跨越式发展。截至 10 月 31 日，ETF 融资融券余额由 2014 年年中的 401.78 亿元快速攀升到 658.27 亿元，增速高达 63.8%；两融余额与标的 ETF 资产规模之比由 31.2%提升到 54.01%。融资融券交易占比也不断攀高，年中以来，ETF 融资买入额占 ETF 总成交额比重日均达到 31.67%，即信用交易贡献了 ETF 交易量的三成，大大提高了 ETF 的流动性。

年中至 10 月 31 日,ETF 日均融券余额 9.92 亿元,虽然融券余额绝对量不高,但是 ETF 融券交易却异常活跃。ETF 融券卖出量占标的券现货总成交量日均达到 31.91%,进一步分析可以发现融券交易平均持仓周期较短,平均不到 2 个工作日。可见,通过 ETF 融券来实现 T+0 的应用已经越来越常见。

部分券商放松了对投资者准入门槛的限制，交易所也放松了对 **ETF** 融资融券余额的限制，对于融资活跃的标的，采取了更合理的计算融资买入后实有持仓余额占比的方式，这将进一步促进 **ETF** 融资融券的发展。和股指期货相比，**ETF** 融资融券成本略高，但是可做空标的多样化，便于投资者更加精确地把握不同板块的短期机会，而不再局限于沪深 300。和通过 **ETF** 的申购赎回来实现 **T+0** 相比，成本、门槛都大幅下降，而且不存在停牌证券的影响，效率大幅提升。可见，善于把握短期投资机会的投资者通过 **ETF** 融资融券来实现短期交易收益是一个不错选择。

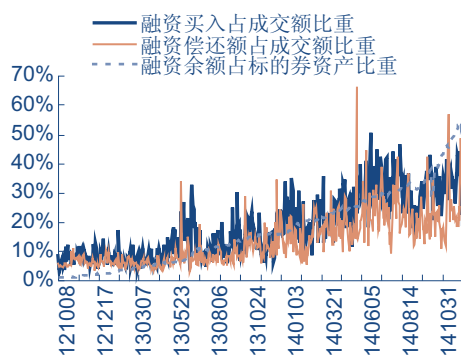
表 9: ETF 融资融券状况 (单位: 余额, 亿元; 余量, 亿份; 资产: 亿元)

基金名称	期初融 资余额	期初融 券余额	期初融 券余量	期初融资 融券余额	期初 ETF 规模 (亿元)	期末融 资余额	期末融 券余额	期末融 券余量	期末融资 融券余额	期末 ETF 规模 (亿元)
易方达深证 100ETF	9.68	0.55	1.04	10.23	98.97	17.88	1.13	0.38	19.02	85.12
中小企业板 ETF	1.79	0.87	0.39	2.66	23.12	2.07	0.96	0.37	3.04	23.45
深证成份 ETF	0.46	0.05	0.07	0.51	15.77	1.34	0.20	0.23	1.54	15.85
嘉实沪深 300ETF	27.59	0.96	0.43	28.55	264.47	69.01	2.77	1.06	71.78	268.14
南方开元沪深 300ETF	0.01	0.00	0.00	0.01	16.94	0.01	0.00	0.00	0.01	15.46
国投瑞银沪深 300 金融 地产 ETF	0.02	0.00	0.00	0.02	13.83	0.03	0.00	0.00	0.03	9.07
上证 180 公司治理 ETF	0.23	0.00	0.00	0.24	17.88	0.41	0.01	0.02	0.42	17.87
上证 50ETF	137.21	0.94	0.63	138.15	211.37	174.04	1.51	0.89	175.56	181.87
上证 180ETF	28.58	0.26	0.14	28.85	121.69	35.24	0.74	0.34	35.99	119.98
华泰柏瑞沪深 300ETF	186.47	2.79	1.28	189.26	176.47	341.16	6.84	2.68	348.00	141.01
易方达沪深 300ETF	0.00	0.00	0.00	0.00	44.47	0.03	0.00	0.00	0.03	43.14
华夏沪深 300ETF	0.98	0.06	0.03	1.04	196.53	0.62	0.09	0.04	0.71	205.92
中证 500ETF	0.19	0.03	0.03	0.22	50.06	0.41	0.03	0.02	0.44	53.33
广发中证 500ETF	0.22	0.05	0.04	0.27	25.60	0.27	0.07	0.05	0.34	27.64
上证红利 ETF	1.78	0.01	0.01	1.78	10.71	1.33	0.05	0.03	1.38	10.86
总计	395.20	6.58	4.09	401.78	1287.88	643.86	14.41	6.09	658.27	1218.71

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

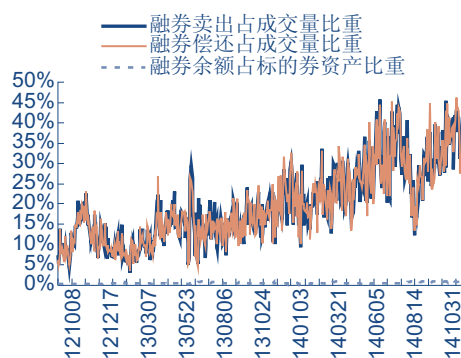
注: 期初为: 2014 年 6 月 30 日, 期末为 2014 年 10 月 31 日

图 9: ETF 融资交易占总成交额比重



资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

图 10: ETF 融券交易占总成交额比重



资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

募集上市进展缓慢，证券市场开放背景下跨境产品布局或将升温

宽基指数 ETF 的布局渐渐落下帷幕，2014 年年中以来没有新的宽基 ETF 发行，基金公司主要在三个方向上推出了 ETF 新产品：一是行业 ETF，市场上已经获批的行业系列 ETF 布满沪深 300、中证 500、中证 800 和中证全指各个样本空间，但新产品上市并不顺利，尽管年中以来有易方达非银金融、景顺长城食品饮料、TMT、医药卫生和嘉实主要消费、医药卫生、金融地产等七只行业 ETF 成立，但截至 10 月底合计仅贡献了 7.31 亿元的净增量；二是跨境品种继续推进，继华夏恒生 ETF、易方达恒生 H 股 ETF、国泰纳斯达克 100ETF、博时标普 500ETF 上市之后，华安基金推出国际龙头（DAX）ETF，将 ETF 工具扩展至欧洲市场，且成立后在联接基金的助力下实现了规模正增长；三是大类资产 ETF，海富通城投债募集到 66.88 亿元，高收益债 ETF 或成为债券 ETF 的突破方向，货币 ETF 未出现新产品，而商品 ETF 虽然新增了博时的黄金 ETF，效果却不理想，产品运作模式或期待突破。

表 10：2014 年 6 月 30 日以来上市的 ETF 概况

基金名称	类型	上市日	总规模 (亿份)	净资产 (亿元)	规模变化 (亿份)	净资产变化 (亿元)	换手率	日均成交额 (百万元)	上市日规模 (亿份)	上市日净资产 (亿元)
博时黄金 ETF	商品	20140901	0.04	0.10	-2.88	-7.36	0.67%	0.07	2.92	7.46
易方达沪深 300 非银行金融 ETF	行业	20140718	1.32	1.57	-4.24	-4.05	4.21%	6.61	5.56	5.62
景顺长城中证 800 食品饮料 ETF	行业	20140819	0.52	0.50	-2.17	-2.20	4.68%	2.37	2.69	2.71
景顺长城中证 TMT150ETF	行业	20140819	0.56	0.60	-5.38	-5.41	5.17%	3.97	5.94	6.02
景顺长城中证医药卫生 ETF	行业	20140819	0.99	1.07	-5.29	-5.23	4.89%	6.67	6.28	6.30
嘉实中证主要消费 ETF	行业	20140725	0.48	0.52	-1.89	-1.92	7.46%	4.45	2.37	2.44
嘉实中证医药卫生 ETF	行业	20140725	2.36	2.71	-2.24	-1.92	5.49%	15.01	4.60	4.63
嘉实中证金融地产 ETF	行业	20140725	0.29	0.33	-2.10	-2.17	12.57%	5.30	2.39	2.50
华安国际龙头(DAX)ETF	跨境	20140905	8.49	8.07	5.11	4.69	0.51%	2.56	3.38	3.38

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：截至 2014 年 10 月 31 日

表 11：6 月 30 日以来公告进行募集的 ETF

发行公告日期	代码	名称	发行份额(亿份)	认购起始日期	认购截止日期	基金成立日
2014-7-11	513030.OF	华安国际龙头(DAX)ETF	3.38	2014-7-14	2014-8-1	2014-8-8
2014-7-11	000614.OF	华安国际龙头(DAX)ETF 联接	10.99	2014-7-14	2014-8-8	2014-8-12
2014-8-1	159937.OF	博时黄金 ETF	2.92	2014-8-4	2014-8-7	2014-8-13
2014-9-29	512300.OF	南方中证 500 医药卫生 ETF	11.83	2014-10-9	2014-10-24	2014-10-30
2014-10-14	511220.OF	海富通上证可质押城投债 ETF	66.88	2014-10-17	2014-11-7	2014-11-13
2014-10-29	159938.OF	广发中证医药卫生 ETF		2014-11-3	2014-11-21	

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：发行公告截至 2014 年 10 月 31 日

从基金公司的产品募集方案来看，ETF 工具在行业细分（目前至少已有 15 家基金公司布局行业系列 ETF）、收益杠杆化（多空分级、杠杆 ETF、挂钩指数货币 ETF 等）方面积蓄了大量产能，潜在竞争过于激烈。相较之下，品种稀少的跨境市场 ETF、高收益债券 ETF、量化策略指数 ETF 和外汇 ETF 等，或许会成为基金公司布局更好的方向。展望未来，在“沪港通”催化下，境内投资者对境外市场的关注度将显著提升，跨境配置工具需求或许会有一定程度释放；而在无风险收益率下降、风险偏好提升的大背景下，高收益信用债 ETF 也可能迎来较好的发展机遇。

表 12：非杠杆型 ETF 募集申请动态

类型	管理人	申请事项	申请材料接收日	受理决定日	最新进度
跨境 ETF	华夏	MCSI 中国 A 股交易型开放式指数基金及其联接基金	2014/3/13	2014-3-18（受理）	2014/8/19（获批）
行业 ETF	国投瑞银	中证上游资源产业交易型开放式指数基金	2014/5/13	2014-5-20（受理）	2014/8/19（获批）
行业 ETF	国投瑞银	中证下游消费与服务产业交易型开放式指数基金	2014/5/13	2014-5-20（受理）	2014/8/19（获批）
货币 ETF	华泰柏瑞	交易型货币市场基金	2014/6/3	2014-6-11（受理）	2014/9/9（获批）
宽基 ETF	易方达	中证 500 交易型开放式指数基金及其联接基金	2014/6/9	2014-6-16（受理）	2014/9/28（获批）
债券 ETF	海富通	上证可质押城投债交易型开放式指数基金	2014/6/12	2014-6-23（受理）	2014/9/9（获批）
货币 ETF	南方	理财金交易型货币市场基金	2014/6/19	2014-6-25（受理）	2014/9/3（获批）
货币 ETF	博时	保证金实时交易型货币市场基金	2014/6/23	2014-6-27（受理）	2014/9/9（获批）
跨境 ETF	南方	恒生交易型开放式指数基金（QDII）	2014/9/28	2014-10-9（受理）	2014/10/31（首次反馈）
跨境 ETF	华夏	沪港通恒生交易型开放式指数基金（QDII）	2014/10/10	2014-10-16（受理）	2014/10/31（首次反馈）
跨境 ETF 联接	华夏	沪港通恒生交易型开放式指数证券投资基金联接基金（QDII）	2014/10/10	2014-10-21（受理）	2014/10/31（首次反馈）
行业 ETF 联接	易方达	沪深 300 非银行金融交易型开放式指数基金联接基金	2014/10/11	2014-10-21（受理）	2014-10-21（受理）
行业 ETF	广发	中证全指信息技术交易型开放式指数基金及其联接基金	2014/10/22	2014-10-29（受理）	2014-10-29（受理）

资料来源：中国证监会网站

注：截至 2014 年 11 月 2 日

表 13：杠杆型创新 ETF 募集申请动态

基金管理人	申请事项	类型	申请材料接收日	受理决定或者不予受理决定日	第一次反馈意见日	最新进展
汇添富	沪深 300 反向 1 倍杠杆型交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/3/8	2013-3-18（受理）	2013/8/15	2013/8/15（首次反馈）
汇添富	沪深 300 正向 2 倍杠杆型交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/3/8	2013-3-18（受理）	2013/8/15	2013/8/15（首次反馈）
汇添富	沪深 300 反向 2 倍杠杆型交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/3/8	2013-3-18（受理）	2013/8/15	2013/8/15（首次反馈）
大成	沪深 300 多空分级交易型开放式指数发起式基金	ETF 多空	2013/3/21	2013-3-28（受理）	2013/8/22	2013/8/22（首次反馈）
嘉实	中证 500 交易型开放式指数分级基金	ETF 多空	2013/3/28	2013-4-9（受理）	2013/8/15	2013/8/15（首次反馈）
华夏	中证 500 多空分级发起式交易型开放式指数基金及其联接基金	ETF 多空	2013/3/29	2013-4-22（受理）	2013/8/15	2013/8/15（首次反馈）
易方达	沪深 300 指数期货反向交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/4/3	2013-4-15（受理）	2013/8/29	2013/8/29（首次反馈）
易方达	沪深 300 指数期货两倍杠杆交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/4/8	2013-4-16（受理）	2013/8/29	2013/8/29（首次反馈）
易方达	沪深 300 指数期货反向两倍杠杆交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/4/8	2013-4-16（受理）	2013/8/29	2013/8/29（首次反馈）
嘉实	沪深 300 交易型开放式指数多空分级发起式基金	ETF 多空	2013/4/19	2013-4-25（受理）	2013/8/15	2013/8/15（首次反馈）
华泰柏瑞	沪深 300 多空分级交易型开放式发起式基金	ETF 多空	2013/9/9	2013-9-16（受理）	2013/12/25	2013/12/25（首次反馈）
华泰柏瑞	沪深 300 正向杠杆交易型开放式指数发起式基金	杠杆 ETF	2013/9/9	2013-9-16（受理）	2013/12/25	2013/12/25（首次反馈）
易方达	易富上市型货币市场多空分级发起式基金	ETF 多空	2014/7/17	2014-7-25（受理）		2014-7-25（受理）

资料来源：中国证监会网站

注：截至 2014 年 11 月 2 日，基金运作模式根据公示资料和审批进程进行的主观划分，实际运作模式以产品说明书披露为准

分级基金：重生中的火凤凰

2014 年 7 月以来大幅上涨市场行情下，分级基金市场可以用“转变”两个字总结：从市场低迷成交清淡到市场上涨交投活跃的转变，从需求难觅到需求旺盛的转变，从基金公司普遍对分级产品失去信心到重燃信心的转变，从谨慎推进到蜂拥而至的转变。2014 年 7 月份以来，市场整体向好，B 份额在杠杆作用下大幅上涨，受到投资者追捧，B 份额的成交活跃度大幅提升。市场对 B 份额的追捧使分级基金母份额整体溢价，溢价套利自发产生 B 份额供给来满足 B 份额投资者需求。A、B 份额规模上升使得基金公司对分级产品重新燃起信心，蜂拥而至。这波行情下分级基金的表现对市场重识分级基金具有重大意义。

成交活跃，市值份额爆发式增长

以 2014 年 7 月 1 日至 2014 年 10 月 31 日作为考察周期，截止到 2014 年 10 月 31 日，市场上市的股票型分级基金共有 58 只，上市总份额为 535 亿份，比 2014 年 6 月 30 日增加了 76 亿份，增长 21%，上市总市值 451 亿元，增加了 135 亿元，增长 43%。其中上市分级基金 A 份额 57 只，总份额 245 亿份，增加了 39 亿份；总市值 229 亿元，增加了 40 亿元；上市分级基金 B 份额了 58 只，总份额 290 亿份，增加了 37 亿份；总市值 223 亿元，增加了 95 亿元。

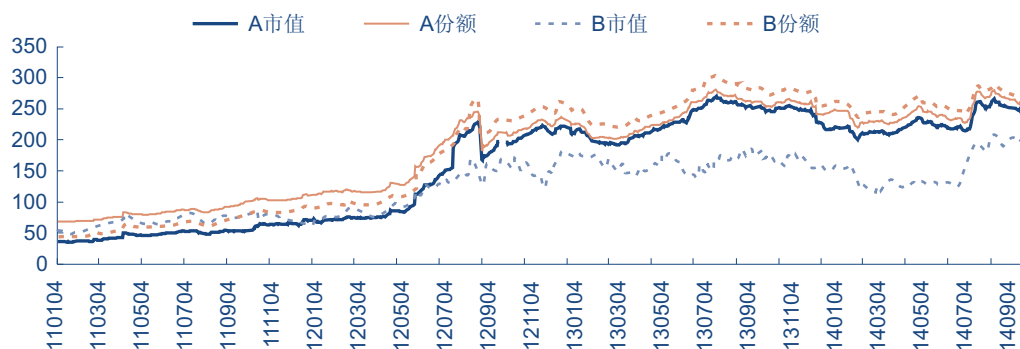
表 14：股票型分级基金上市总份额和总市值

类型	上市基金数量	A 份额（亿份）	B 份额（亿份）	上市总份额（亿份）	A 市值（亿元）	B 市值（亿元）	上市总市值（亿元）
主动股票型分级基金 20140630	5	0.55	0.86	1.41	0.58	1.12	1.70
股票指数型分级基金 20140630	48	205.51	252.41	457.92	188.54	126.24	314.78
合计 20140630	53	206.06	253.27	459.33	189.12	127.36	316.48

类型	上市基金数量	A 份额 (亿份)	B 份额 (亿份)	上市总份额 (亿份)	A 市值 (亿元)	B 市值 (亿元)	上市总市值 (亿元)
主动股票型分级基金 20141031	5	0.93	1.21	2.14	1.05	1.64	2.69
股票指数型分级基金 20141031	53	244.05	289.01	533.06	227.98	221.06	449.04
合计 20141031	58	244.98	290.22	535.20	229.03	222.70	451.73
主动股票型分级基金变化	0	0.38	0.35	0.73	0.47	0.52	0.99
股票指数型分级基金变化	5	38.54	36.60	75.14	39.44	94.82	134.26
合计变化	5	38.92	36.95	75.87	39.91	95.34	135.25

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

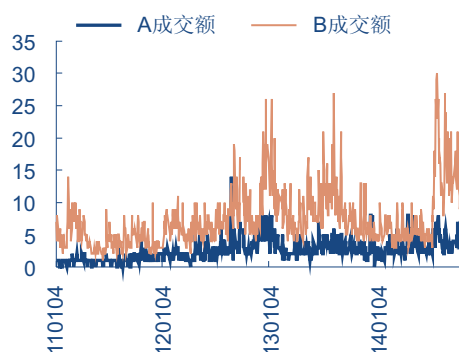
图 11：分级基金 A 份额、B 份额市值和数量（市值单位：亿元，份额单位：亿份）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

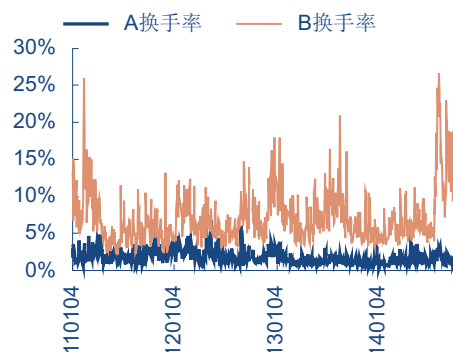
2014 年 7 月 1 日至 2014 年 10 月 31 日，分级基金 A 份额日均成交额 4.01 亿元，相比上半年上升 0.88 亿元，日均换手率 1.63%，相比上半年上升 0.21%，换手率整体稳中有升。B 份额日均成交额 14.61 亿元，相比上半年上升 9.10 亿元。日均换手率 12.53%，相比上半年上升 6.64%。由于投资者在市场整体向好的行情下交易热情高，B 份额成交额和换手率大幅上升。

图 12：分级基金 A 份额和 B 份额成交额（单位：亿元）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 13：分级基金 A 份额和 B 份额换手率



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

上折触发，市场再添一份热闹

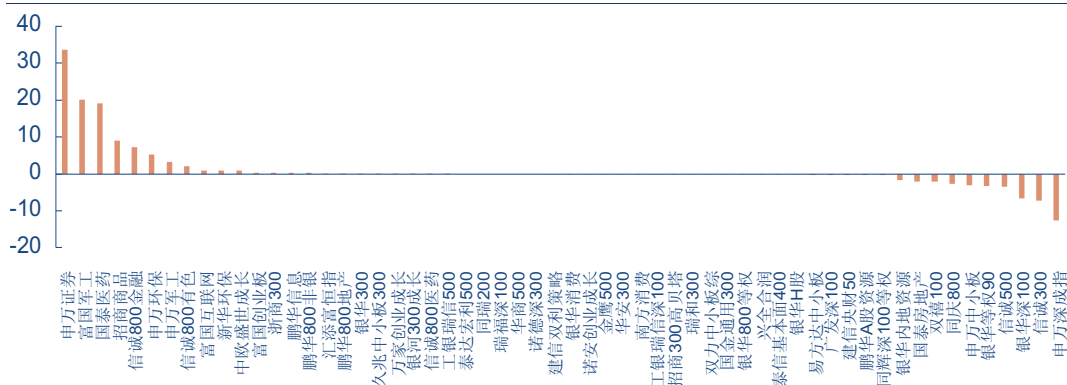
2014 年 8 月 22 日第一只分级基金——中欧盛世成长分级单位净值达到 2 倍 A 份额单位净值，触发上折算。紧接着，由于中证军工指数强势表现，富国军工分级 2014 年 10 月 8 日单位净值达到 1.5 元的上折算阈值，触发上折算。分级基金市场头两例上折算自然引起市场高度关注和热烈讨论。上折算对于 A 份额和 B 份额持有人来说，所持有的基金价值不变。A 份额和 B 份额折算成的母基金分给 A 份额持有人和 B 份额持有人，相当于分红，指数持

有人分得的是母基金，A 份额和 B 份额价格对应除权。上折算使 B 份额的价格杠杆从 1.5 倍左右提高到 2 倍左右。由于上折算事件吸引市场高度关注和 B 份额价格杠杆上升，B 份额受到市场追捧，导致母基金整体溢价。在这种逻辑下，上折算也成为一类可能使分级基金规模上升的事件。

行业轮涨，分级基金绝地反击

行业轮番上涨和净申购是分级基金市值大幅增加的主要原因，行业轮番脉冲上涨又会催生分级基金 B 份额的需求。2014 年上半年市场整体低迷，除了少数几只临近下折算分级之外，多数分级基金 A、B 份额不断缩水，整体分级基金市场如一片死水。2014 年 7 月份以来行业轮番上涨，行业主题分级基金 B 份额在杠杆作用下大幅上涨，分级基金 B 份额受到市场追捧造成母基金大幅溢价，行业指数分级基金吸引大量资金申购。最典型的是申万菱信证券分级、富国中证军工分级和国泰医药分级，二者 A&B 份额 2014 年 10 月 31 日相对 2014 年 6 月 30 日分别增加了 33 亿份、20 亿份和 19 亿份。

图 14：分级基金 A&B 份额变化（单位：亿份）（2014 年 10 月 31 日相对 2014 年 6 月 30 日）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

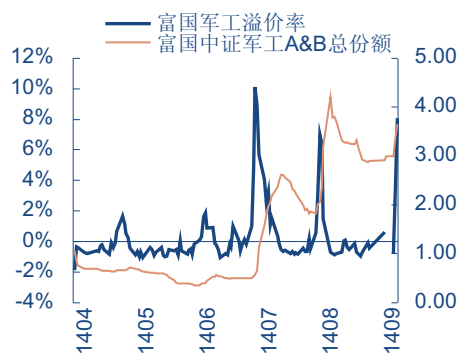
2014 年 7 月底和 8 月底中证军工指数连续上涨，富国军工 A&B 份额分别从 1 亿份增加到 5 亿份、从 4 亿份增加到 8 亿份。2014 年 10 月初上折算后富国军工整体溢价，富国军工 A&B 份额从 6 亿份逐渐增加到 20 亿份。另外由于军工指数持续强势表现，截止到 2014 年三季度末，母份额也增加到 37 亿份。2014 年 7 月底由于证券指数的连续上涨，申万证券 A&B 总份额从 1 亿份快速增加到 35 亿份。

图 15：富国军工 A&B 份额和中证军工指数



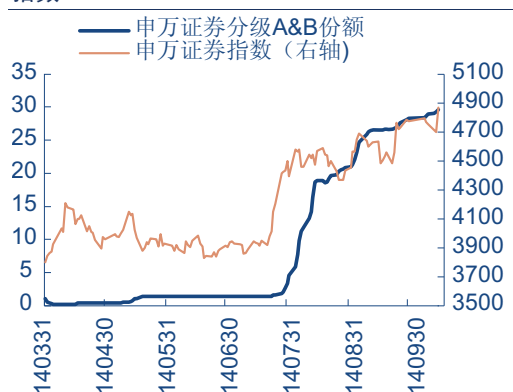
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 16：富国军工 A&B 份额和富国军工溢价率



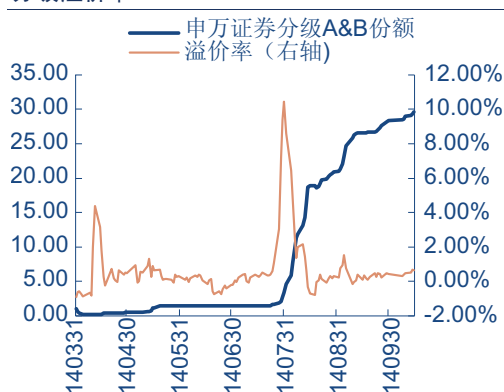
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 17: 申万菱信证券分级 A&B 份额和申万证券指数



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 18: 申万证券分级 A&B 份额和申万菱信证券分级溢价率



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 15: 分级基金上市份额变化（2014 年 10 月 31 日相对 2014 年 6 月 30 日）

基金简称	上市份额 20141031(亿份)	上市市值 20141031 (亿元)	份额变化 (亿份)	份额变化比例 (%)	上市份额 20140630 (亿份)	上市市值 20140630 (亿元)
申万证券	35.10	43.44	33.68	2371.83%	1.42	36.52
富国军工	20.82	20.65	20.12	2874.29%	0.70	21.52
国泰医药	22.38	24.88	19.24	612.74%	3.14	25.52
招商商品	19.60	15.99	9.08	86.31%	10.52	30.12
信诚 800 金融	7.26	8.29	7.20	12000.00%	0.06	7.32
申万环保	5.28	6.31	5.26	26300.00%	0.02	5.30
申万军工	3.52	4.26	3.26	1253.85%	0.26	0.26
信诚 800 有色	2.20	2.16	2.06	1471.43%	0.14	2.34
富国互联网	1.70	1.75	0.94	123.68%	0.76	0.76
新华环保	8.00	8.07	0.90	12.68%	7.10	7.25
中欧盛世成长	1.14	1.42	0.88	338.46%	0.26	1.40
富国创业板	8.46	9.15	0.40	4.96%	8.06	16.52
浙商 300	0.40	0.37	0.36	900.00%	0.04	0.44
鹏华信息	0.44	0.54	0.32	266.67%	0.12	0.56
鹏华 800 非银	1.22	1.47	0.30	32.61%	0.92	2.14
汇添富恒指	0.40	0.42	0.20	100.00%	0.20	0.60
鹏华 800 地产	0.22	0.23	0.10	83.33%	0.12	0.12
银华 300	0.12	0.13	0.06	100.00%	0.06	0.18
久兆中小板 300	0.10	0.12	0.04	66.67%	0.06	0.16
万家创业成长	0.06	0.07	0.04	200.00%	0.02	0.08
银河 300 成长	0.14	0.13	0.04	40.00%	0.10	0.24
信诚 800 医药	0.68	0.75	0.02	3.03%	0.66	1.34
工银瑞信 500	0.03	0.04	0.01	50.00%	0.02	0.05
泰达宏利 500	0.03	0.04	0.00	0.00%	0.03	0.06
同瑞 200	0.03	0.03	0.00	0.00%	0.03	0.06
瑞福深 100	36.46	28.15	0.00	0.00%	36.46	72.92
华商 500	0.01	0.02	0.00	0.00%	0.01	0.02
诺德深 300	0.02	0.02	0.00	0.00%	0.02	0.04
建信双利策略	0.06	0.06	-0.02	-25.00%	0.08	0.14
银华消费	0.31	0.39	-0.02	-6.06%	0.33	0.64
诺安创业成长	0.06	0.07	-0.02	-25.00%	0.08	0.14
金鹰 500	0.00	0.00	-0.02	-100.00%	0.02	0.02
华安 300	0.30	0.30	-0.02	-6.25%	0.32	0.62
南方消费	0.22	0.24	-0.04	-15.38%	0.26	0.48
工银瑞信深 100	0.16	0.16	-0.04	-20.00%	0.20	0.36
招商 300 高贝塔	0.06	0.06	-0.04	-40.00%	0.10	0.16

基金简称	上市份额 20141031(亿份)	上市市值 20141031 (亿元)	份额变化 (亿份)	份额变化比例 (%)	上市份额 20140630 (亿份)	上市市值 20140630 (亿元)
瑞和 300	1.58	1.62	-0.06	-3.66%	1.64	3.22
双力中小板综	0.18	0.24	-0.06	-25.00%	0.24	0.42
国金通用 300	0.04	0.04	-0.06	-60.00%	0.10	0.14
银华 800 等权	0.04	0.05	-0.06	-60.00%	0.10	0.14
兴全合润	0.42	0.60	-0.08	-16.00%	0.50	0.92
泰信基本面 400	0.00	0.00	-0.10	-100.00%	0.10	0.10
银华 H 股	0.06	0.07	-0.10	-62.50%	0.16	0.22
易方达中小板	0.26	0.31	-0.14	-35.00%	0.40	0.66
广发深 100	0.60	0.51	-0.16	-21.05%	0.76	1.36
建信央财 50	3.04	3.00	-0.20	-6.17%	3.24	6.28
鹏华 A 股资源	4.30	4.67	-0.22	-4.87%	4.52	8.82
同辉深 100 等权	0.90	1.06	-0.32	-26.23%	1.22	2.12
银华内地资源	2.92	3.10	-1.60	-35.40%	4.52	7.44
国泰房地产	5.34	5.98	-2.02	-27.45%	7.36	12.70
双禧 100	19.82	19.38	-2.12	-9.66%	21.94	41.76
同庆 800	9.39	8.92	-2.69	-22.27%	12.08	21.47
申万中小板	3.56	3.84	-2.96	-45.40%	6.52	10.08
银华等权 90	8.54	8.70	-3.28	-27.75%	11.82	20.36
信诚 500	10.10	9.57	-3.35	-24.91%	13.45	23.55
银华深 100	228.26	170.40	-6.52	-2.78%	234.78	463.04
信诚 300	4.82	4.42	-7.10	-59.56%	11.92	16.74
申万深成指	44.84	25.04	-12.64	-21.99%	57.48	102.32

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：如果分级基金 2014 年 6 月 30 日之后上市，则为相对上市日变化

格局未定，群雄逐鹿分级市场

经历 2014 年下半年市场脉冲行情和分级基金这波爆发式增长，无论已有分级基金的基金公司还是分级基金新入者，都看到了分级基金市场这块尚未分割完毕的蛋糕。从分级基金报批和发行情况看，已经获批的分级基金募集节奏加快，分级基金新入者加快了分级基金募集申请上报速度。行业主题分级基金仍是当前分级基金市场热点。

展望未来，预计将会有越来越多的基金公司布局行业分级基金，将会有越来越多的新的行业分级基金面世。指数分级基金除了满足指数化投资者需求外，A 份额、B 份额和 A&B 份额相对母基金的折溢价还能满足低风险投资者固定收益投资需求、高风险投资者杠杆需求以及套利者的需求。在脉冲行情和杠杆作用下，分级基金受到市场追捧。在 2014 年三季度指数基金整体遭遇净赎回 312 亿元的情况下，指数分级基金逆市净申购 54 亿元。市场也重新燃起对分级基金的信心。

在脉冲行情不可测的前提下，分级基金应该先布局培育，等待脉冲行情抓住机会做大做强。目前仍有很多行业尚未在市场上布局，行业主题指数在国内上还有很大发展空间。指数基金具有先发优势，谁先在市场上布局新的行业指数基金，谁就将更有可能在行业指数基金领域抢占市场份额。专业化分工将使行业越分越细，一些行业主题明确的细分行业指数是行业指数基金未来的发展方向。对于行业指数分级基金，我们建议从行业主题明确性、投资者易懂程度、波动性、市场尚未布局行业几点来选择行业指数基金标的指数。

表 16：截止到 2014 年 10 月 31 日获批在募集、已成立或上市的分级基金

基金代码	基金简称	募集截止日
160222	国泰食品饮料分级	上市
161721	招商沪深 300 地产分级	募集
165522	信诚中证 TMT 产业分级	募集
161720	招商中证证券公司分级	成立
160630	鹏华中证国防分级	成立

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 17：分级基金与 ETF 募集审批情况（截止到 2014 年 11 月 2 日）

运作模式	基金	上报日	受理日	最新进度	最新进度说明
融资型分级基金	国泰深证 TMT50 指数分级基金	2013/12/13	2013/12/17	2014/3/18	获批
	国泰国证有色金属行业指数分级基金	2014/1/2	2014/1/9	2014/4/2	获批
	鹏华中证传媒指数分级基金	2014/6/18	2014/6/25	2014/9/17	获批
	兴业全球兴全沪深 300 指数分级定期开放式股票型	2013/1/31	2013/2/4	2013/7/18	反馈意见
	嘉实中证 500 交易型开放式指数分级基金	2013/3/28	2013/4/9	2013/8/15	反馈意见
	纽银梅隆西部中证 500 等权重指数分级基金	2014/4/28	2014/5/6	204-10-29	接受反馈材料
	交银施罗德国证新能源指数分级基金	2014/8/26	2014/9/9		受理
	易方达中证 500 量化增强分级基金	2014/9/29	2014/10/29		受理
多空分级指数基金	富国中证全指证券公司指数分级基金	2014/10/27	2014/10/31		受理
	中欧沪深 300 指数多空分级基金	2013/2/4	2013/2/7	2013/7/18	反馈意见
	中海沪深 300 指数双向分级发起式基金	2013/2/16	2013/2/22	2013/7/18	反馈意见
	中邮创业沪深 300 指数分级发起式基金	2013/2/22	2013/3/1	2013/7/18	反馈意见
	国泰沪深 300 指数多空分级发起式基金	2013/2/27	2013/3/6	2013/8/15	反馈意见
	大成沪深 300 多空分级交易型开放式指数发起式基金	2013/3/21	2013/3/28	2013/8/22	反馈意见
	广发中证 500 指数多空分级发起式基金	2013/3/25	2013/4/2	2013/8/15	反馈意见
	华夏中证 500 多空分级发起式交易型开放式指数基金及其联接基金	2013/3/29	2013/4/22	2013/8/15	反馈意见
	长信沪深 300 指数多空分级发起式基金	2013/4/12	2013/4/22	2013/8/15	反馈意见
	汇添富沪深 300 指数多空分级发起式基金	2013/4/16	2013/4/23	2013/8/15	反馈意见
	嘉实沪深 300 交易型开放式指数多空分级发起式基金	2013/4/19	2013/4/25	2013/8/15	反馈意见
	诺安沪深 300 指数多空分级发起式基金	2013/7/26	2013/8/2	2013/11/8	反馈意见
	建信上证 50 多空分级基金	2013/7/12	2013/8/7	2013/12/25	反馈意见
	华泰柏瑞沪深 300 多空分级交易型开放式发起式基金	2013/9/9	2013/9/16	2013/12/25	反馈意见
	招商沪深 300 指数保底多空分级发起式基金	2013/8/23	2014/3/7		受理
	华夏中证 500 多空分级发起式基金	2014/6/17	2014/6/25		受理
多空分级货币基金	南方三百分级发起式货币市场基金	2013/4/1	2013/4/15	2013/8/20	反馈意见
	华夏上市型货币市场多空分级发起式基金	2013/4/18	2013/4/23	2013/8/15	反馈意见
	嘉实牛熊挂钩中证 500 分级发起式货币市场基金	2013/5/17	2013/5/29	2013/11/21	反馈意见
	万家现金通多空分级发起式货币市场基金	2013/7/30	2013/8/7	2013/11/8	反馈意见
	南方五百分级发起式货币市场基金	2013/10/30	2013/11/5		受理
	嘉实上证 50 多空分级发起式货币市场基金	2014/3/31	2014/4/8		受理
	易方达易富上市型货币市场多空分级发起式基金	2014/7/17	2014/7/25		受理

资料来源：证监会网站，中信证券研究部整理
 说明书披露为准。

注：基金运作模式是我们根据公示资料和审批进程进行的主观划分，实际运作模式以产品

股指期货：持仓稳步上升，信号作用增强

在金融创新的大背景下，量化对冲产品有了高速的发展，而随之增长的套保需求也使得股指期货的持仓量在 2014 年有了跨越性的增长。随着投资者交易行为的成熟和机构投资者的充分参与，期货市场总体的交易模式日趋成熟，在跨期价差等微观交易结构上出现了成熟市场所具备的模式。

市场运行：期货持仓再上新台阶

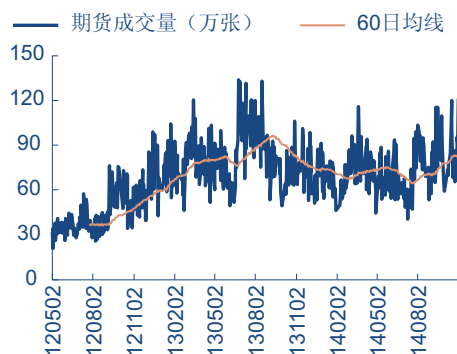
在本期的 6 个月时间里（2014 年 05 月 01 日—2014 年 10 月 31 日），沪深 300 股指期货交易量跟随指数的上涨行情有小幅回升，合约持仓量则由于套保需求的爆发而大幅攀升。本期日均成交量 75.00 万张，日均持仓量 17.22 万张；相比上期（2013 年 11 月 01 日—2014 年 04 月 30 日）的 72.45 万张和 12.22 万张，分别上涨 3.52% 和 40.95%；而与上年同期（2013 年 05 月 01 日—2013 年 10 月 31 日）的 84.89 万张和 10.18 万张相比，成交量仍有 11.64% 的回落，但持仓量则大幅上涨 69.22%。

2013 年是股指期货交投增长最迅猛的一年。当年日均成交量已超过 72 万张，相对 2012 年增长逾 80%。但成交量的显著提升基本依赖于监管政策的逐步放开，而单日开仓限额的提高在 2014 年上半年已经面临边际效益递减的状态。在 2014 年 9 月，沪深 300 股指期货合约的最低交易保证金由 12% 下调至 8%，这使得股指期货交易的理论最高杠杆由 8 倍升至 12 倍，但保证金比率的下调并未对期货交投产生提振效应，股指期货成交量在本期仍然维持在日均约 75 万张的水平。

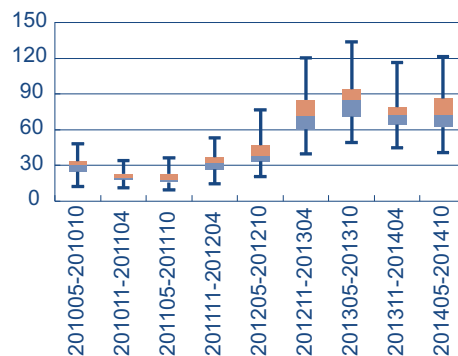
与期货成交量同比下降相反的是，股指期货的持仓量在本期发生了跨越性增长。日均持仓量突破 17 万张，以每份合约价值约 72 万元计，套保头寸市值在 1200 亿元以上。这样大的增长幅度，除了是由于股指期货市场引入了更多的套保投资者，更与量化对冲产品短期爆发的套保需求有关。

随着投资者交易行为的日趋成熟，在 2014 年，股指期货成交量与持仓量的比值已逐步跌至 6 倍附近，而期货与现货每日成交额比值也处于 10 倍以下。这两项描述市场炒作热度的指标在本期均处于历史最低水平，表明股指期货套期保值的功能已被市场充分认可。

图 19：沪深 300 股指期货成交量



资料来源：中信证券量化投资分析系统

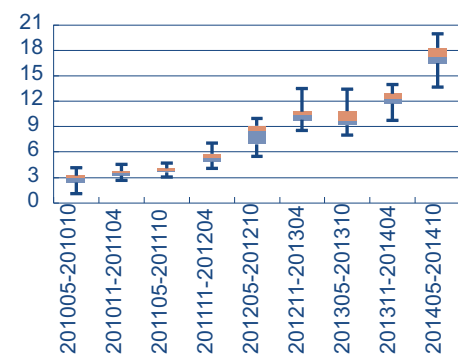
图 20：沪深 300 股指期货成交量分布
(单位：万张)

资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 21：沪深 300 股指期货持仓量



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 22：沪深 300 股指期货持仓量分布
(单位：万张)

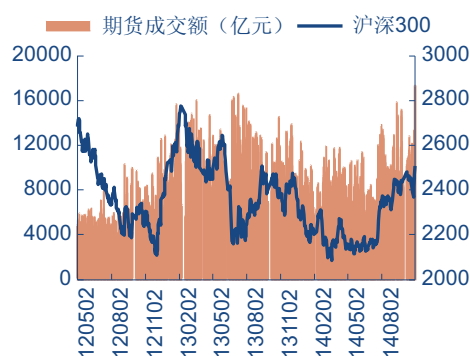
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 23: 沪深 300 现货成交额



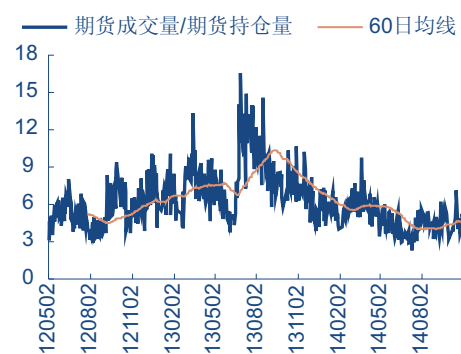
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 24: 沪深 300 期货成交额



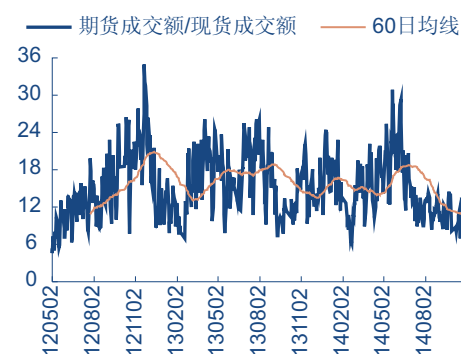
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 25: 期货成交量/期货持仓量



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 26: 期货成交额/现货成交额



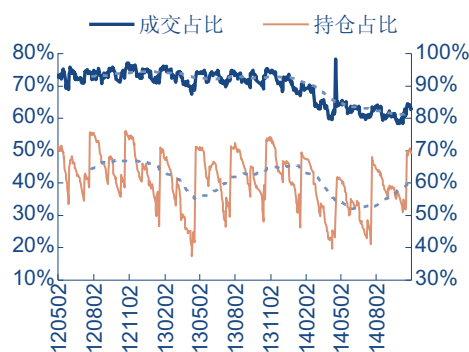
资料来源：中信证券量化投资分析系统

择时指标：变盘信号准确度较高

在本期，我们丰富了日频择时系列指标。两个主要的量化指标为，（1）基于前 20 家期货公司净空头寸占比构建的变盘指标，（2）基于期货、现货日振幅比构建的交易异动指标。；另外，增加了由现货、期货市场的交易价量所计算得出的（3）提示市场超买/卖状态的市场动量指标，和（4）反映投资者行为的市场波动指标。

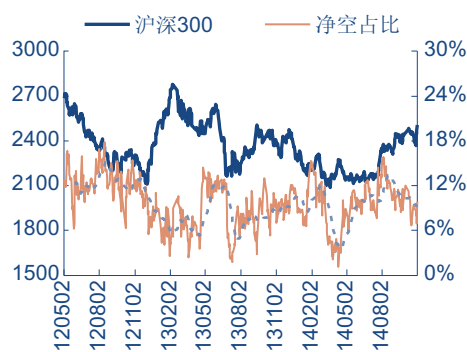
在 2014 年，前 20 家期货公司在每日期货交易量、持仓量上所占的市场份额出现较为显著的下降，分别由 70%和 45%的水平降至约 60%和 40%。这使得前 20 家期货公司净空头寸占比的波动下降，更导致了由净空头寸占比指标所发出的信号数量有所下降。但是在‘去噪’之后，新信号的质量有所提升，成功提示 2014 年 7 月底的大涨行情和 10 月底的市场回调。

图 27: 前 20 家期货公司期货成交、持仓占比及 20 个交易日均线



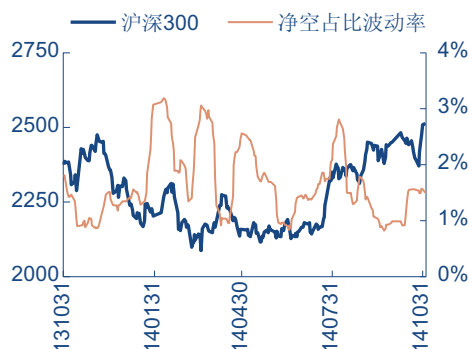
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 28: 前 20 家期货公司净空头寸占比及 20 个交易日均线



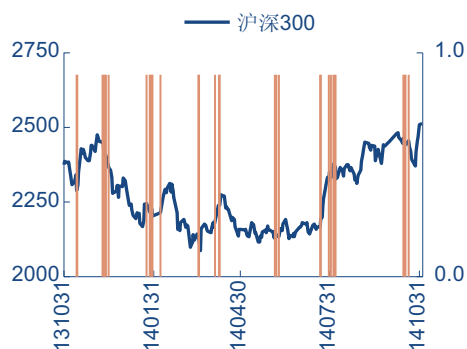
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 29: 净空占比波动率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 30: 净空占比信号



资料来源：中信证券量化投资分析系统

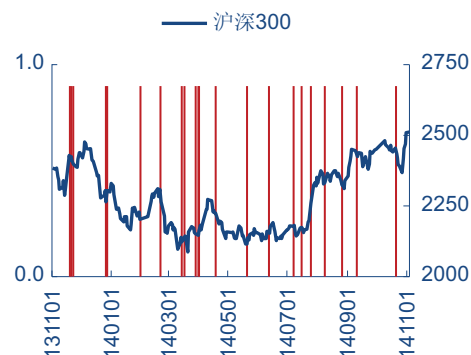
另一方面，由期货、现货日内振幅比所构建的交易异动指标对净空占比指标起到了很好的加强作用。首先，这两项指标能相互印证：面对大的市场拐点，如 7 月底的行情，两项指标同时发出信号，再结合另外两项交易价量指标，成功把握市场的结构性拐点；另外，这两项指标具备一定的互补作用，其中期现振幅比指标能更多地把握小波段行情，成功捕获 2014 年 8 月底的反弹和 9 月中旬的回调。

图 31: 期现振幅比波动率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

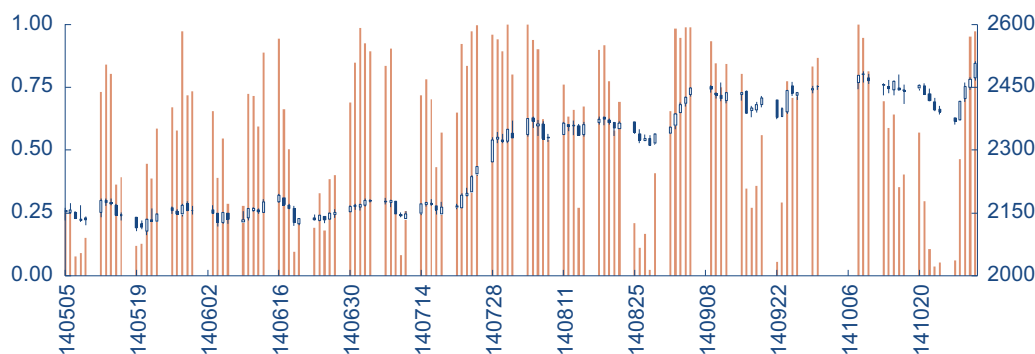
图 32: 期现振幅比信号



资料来源：中信证券量化投资分析系统

对于市场动量指标和市场波动指标而言，这两项指标更多是作为择时判断的辅助指标。市场动量指标用以表征市场是否处于超买或超卖的状态，对短期市场情绪有较好的反映；而市场波动情绪指标反映了现货市场投资者对价格波动的反应，和现货指数走势有较强的负相关性。藉由这两项指标的特性，搭配上市场变盘指标，能提高预测未来市场走势型态的机率，交易绩效也将获得提升。

图 33：沪深 300 日行情及市场动量指标



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 34：市场波动指标



资料来源：中信证券量化投资分析系统

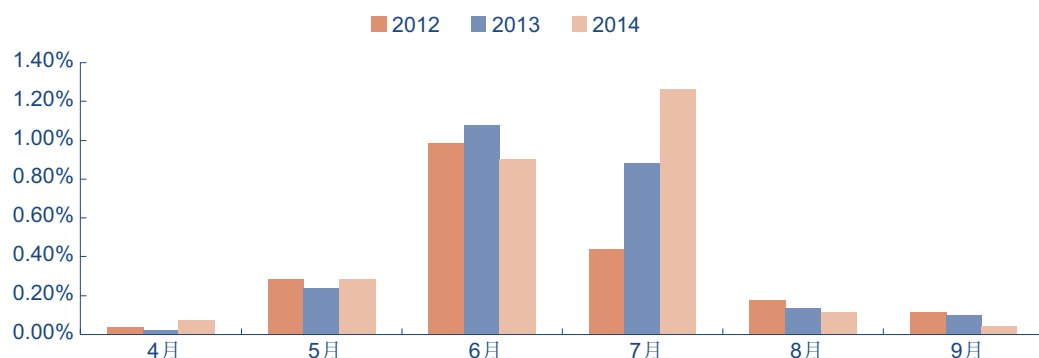
成份股派息：预计分红率将逐年提升

A 股市场较低的分红派息比率一直为市场所诟病，即使是最具代表性的沪深 300 指数，在 2011 年以前，分红派息比率也不过 1%。2012 年，证监会正式发布了《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》，强化了上市公司以现金形式回馈股东的要求，当年沪深 300 分红派息比率达到 2% 以上，并逐年增加。

在 2014 年（2013 年年报分红期），沪深 300 指数因成份股派息而自然回落 59.76 点，与我们在今年 5 月初作出的 59.83 点的预测极为接近。2014 年的 59.76 点较 2013 年（2012 年年报分红期）56.36 点的点位回落有 6% 的增长，而沪深 300 的派息率亦达到 2.72%，较 2013 年的 2.48% 上涨近一成，并预计在 2015 年将超过 3%。

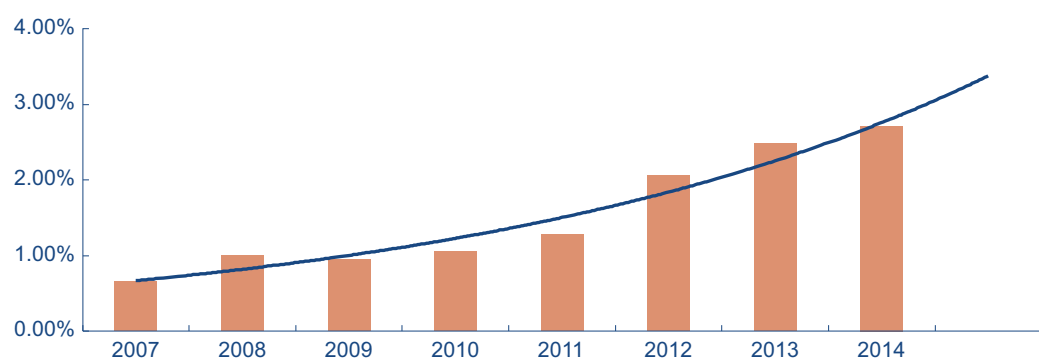
沪深 300 派息比率的进一步提升将使成份股派息对期货交易的影响更为显著。我们所构建的分红预测模型在 2014 年表现精准，可以在未来发挥更大的效用，特别是在期货合约公允价值的计算中将起到至关重要的作用。

图 35：年报期分红派息比率



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 36：2007-2014 年沪深 300 派息率及趋势线



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

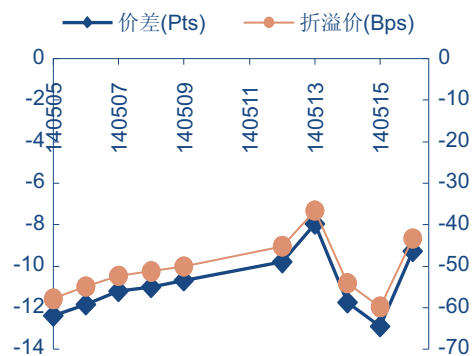
期货展期：集中展期下的跨期套利策略

从海外市场的经验来看，当市场中以对冲和套保操作为主的投资者比例上升到一定水平后，在到期日前的 10 个交易日中，由于这部分投资者采用定式的移仓操作过程，会带来下月合约和当月合约间价差的回落。随着移仓操作的完成，价差会重新扩大，形成价差运行模式上的 U 形曲线。当这种交易模式具备稳定较高的出现概率，且价差空间达到一定幅度后，就可以基于这种规律进行到期日前的跨期套利。

就沪深 300 股指期货市场的运行来看，在 2012 年以前，期货市场的投资者主要进行投机交易，期货合约的展期并不集中且不具有规律性。在当月合约到期前 10 个交易日至到期前 3-5 个交易日已经完成了 80% 的展期操作，这样无规律的展期模式使得月份合约之间的价差跨期套利无法进行。

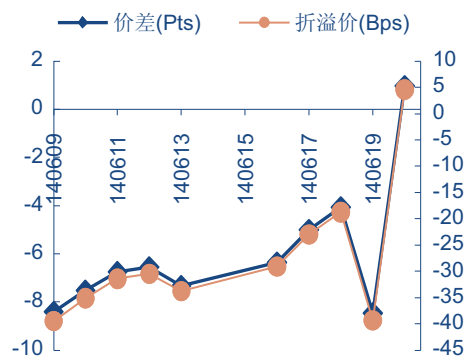
但随着套保、对冲头寸的大量引入，特别是机构投资者的充分参与，月份合约的展期操作已经形成一定的模式。从 2014 年的月份合约的展期进程来看，年约有 40% 的展期操作是在到期前 2 个交易日内完成的，并在到期日当天完成仅剩的 5% 的展期。这样集中的操作使得月份合约之间的价差形成了一个明显的 U 形曲线，价差空间约 5 个点（约 20Bps），若以 10 倍杠杆计算，年化收益可超 20%。

图 37: IF1405/IF1406 展期价差



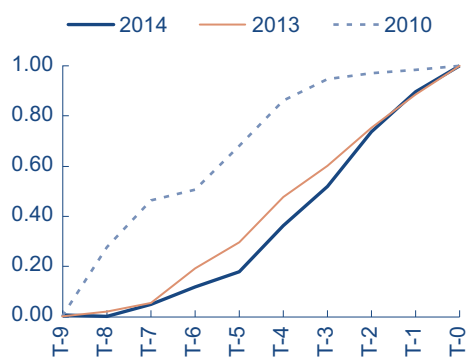
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 38: IF1406/IF1407 展期价差



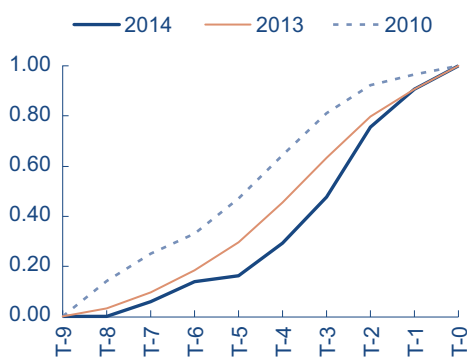
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 39: 5 月至 6 月期货合约展期进程



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 40: 6 月至 7 月期货合约展期进程



资料来源：中信证券量化投资分析系统

仿真交易：新期货品种引市场热望

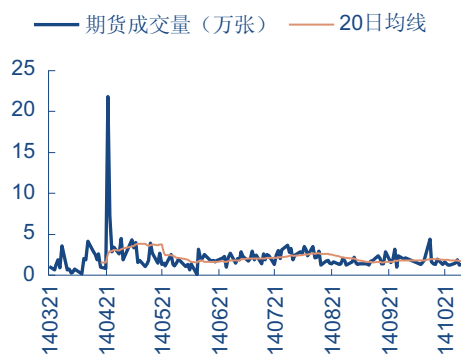
股指期货作为对冲市场系统性风险最有效的工具，自上世纪 80 年代诞生以来一直保持快速增长，标的指数创新层出不穷。在发达的期货交易市场，股指期货品种丰富多样，已经形成一个多元化的市场体系。反观我国市场，沪深 300 股指期货自 2010 年推出后，虽然运行平稳，但期货品种的单一说明我国市场金融衍生品发展不足，而由单一指数逐步走向多元化正是市场成熟的必经之路。

在 2014 年 3 月下旬，中金所推出了中证 500 和上证 50 股指期货的仿真交易。上证 50 覆盖了市场的重点蓝筹，对于稳定大盘有重要作用。中证 500 则与沪深 300 有天然的互补性，覆盖了成长性较高但市场风险较大的中小市值股票。从市场发展的角度，拟推出的上证 50 和中证 500 股指期货产品，具有重大的战略意义。这将极大地丰富市场风险管理手段，为 A 股市场的平稳运行提供保障。

仿真交易运行已超过 6 个月，交易规则清晰、市场运行平稳。日均持仓在很短的时间内已超过 6 万张。反映投机热度的成交/持仓比，则一直在 1 倍以下，这主要反映了机构投资者对大盘组合、中小市值组合有较强的对冲套保需求。

仿真交易运行时间已过 6 个月，离正式推出应该不远。我们期待新的期货品种能更好地满足更多类型的市场风险管理需求，激发新的市场创新热点。

图 41: 中证 500 股指期货仿真交易成交量



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 42: 中证 500 股指期货仿真交易持仓量



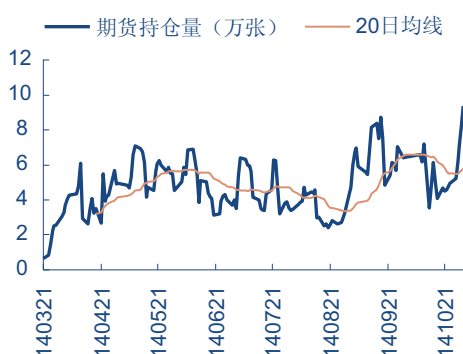
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 43: 上证 50 股指期货仿真交易成交量



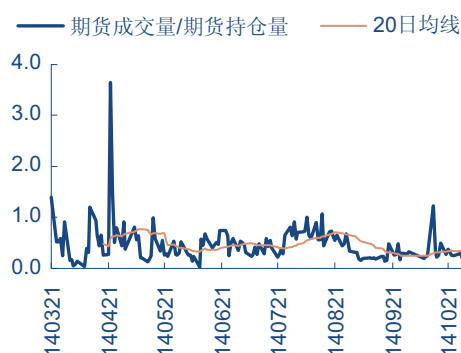
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 44: 上证 50 股指期货仿真交易持仓量



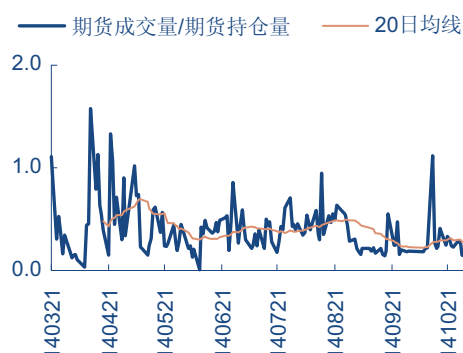
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 45: 中证 500 仿真交易成交/持仓比



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 46: 上证 50 仿真交易成交/持仓比



资料来源：中信证券量化投资分析系统

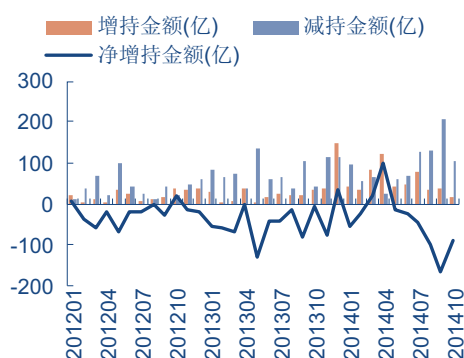
事件驱动投资：丰收之年

2014 年可谓事件投资的丰收之年。许多事件都较往年有更好的收益。下面，我们从产业资本、业绩变动、分红送转和指数成分调整等角度对今年的各类事件进行回顾和梳理。

公司、高管增减持：超额收益可观

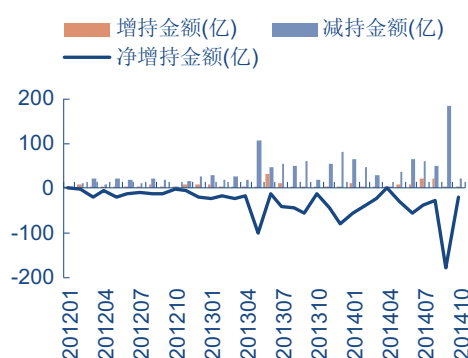
2014 年产业资本以减持为主。截至 2014 年 10 月 31 日，A 股全年净减持 95.18 亿元，除了房地产、银行、钢铁、煤炭、商贸外，其他行业均以减持为主，减持最多的 5 个行业是基础化工、机械、电子元器件、计算机和汽车。

图 47：公司增减持历史数据



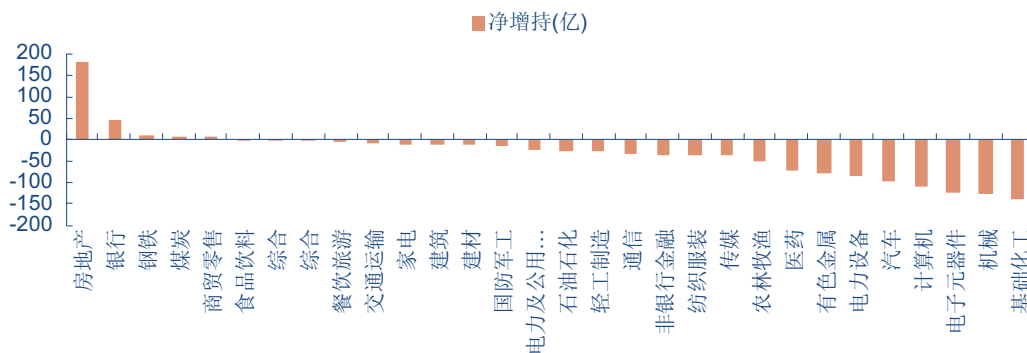
资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

图 48：高管增减持历史数据



资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

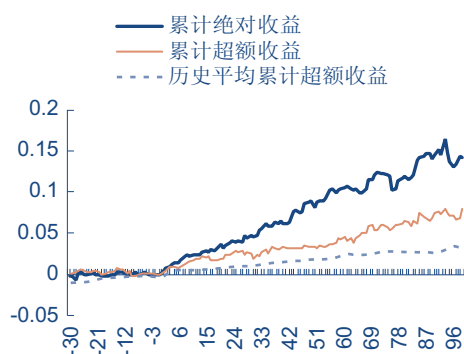
图 49：各行业净增持净额



资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

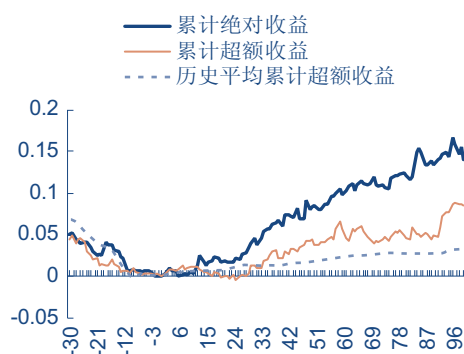
但是今年市场对于增持的热情，却没有因为大笔的减持而降温。我们统计今年增持公告日[-30,100]个交易日的窗口内，高管、公司两类增持标的的累计绝对收益和超额收益的中位数。平均来看，自增持公告日持有 100 个交易日，两类增持均可以产生约 14% 的累计收益，8% 的相对沪深 300 指数的超额收益。对比历史平均情况，今年的高管、公司类增持事件投资收益十分丰厚。

图 50: 高管增持累计绝对/超额收益[增持前 30, 增持后 100 个交易日]



资料来源：中信数量化投资分析系统数据截止至 2014/10/31

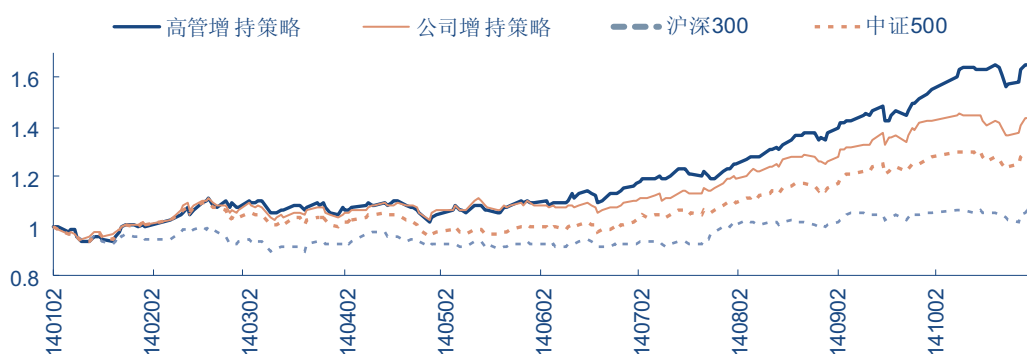
图 51: 公司增持累计绝对/超额收益[增持前 30, 增持后 100 个交易日]



资料来源：中信数量化投资分析系统数据截止至 2014/10/31

根据我们在《事件驱动系列专题研究—增持事件交易策略：多维因子攫收益，首次增持价更高》中构建的基于多因子的增持策略，高管增持、公司增持策略今年分别产生 64.4% 和 43.5% 的收益，超额收益分别为 56.37% 和 35.49%，大幅跑赢市场。另外，与我们前期研究结论一致，市场行情好时，高管比公司增持更受投资者认可，收益更高。

图 52: 增持类策略 2014 年净值表现（扣除双边 0.6% 的交易成本）



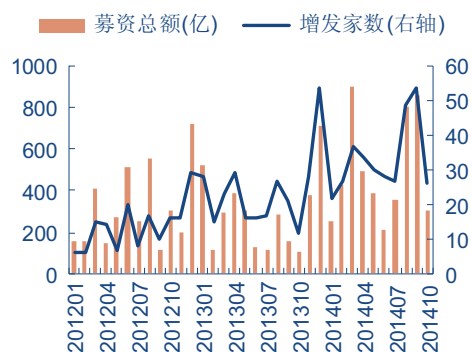
资料来源：中信数量化投资分析系统

注：数据截止至 2014/10/31

定向增发：募资额和家数增加，同时超额收益上升

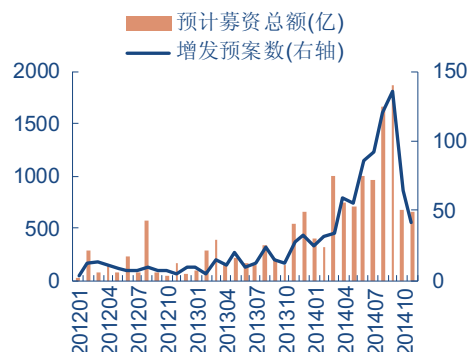
今年定增市场十分火爆，全年共有 300 余家实施定增，募资 5010.9 亿元。定增市场蓬勃发展的原因，一方面源自定向增发在实施的成本和最终的募资效用上的优势。另一方面，定向增发也逐渐成为上市公司进行资产重组的一条重要途径，这给定向增发的事件投资增添了新的活力。

图 53: 定向增发历史数据



资料来源：中信数量化投资分析系统数据截止至 2014/10/31

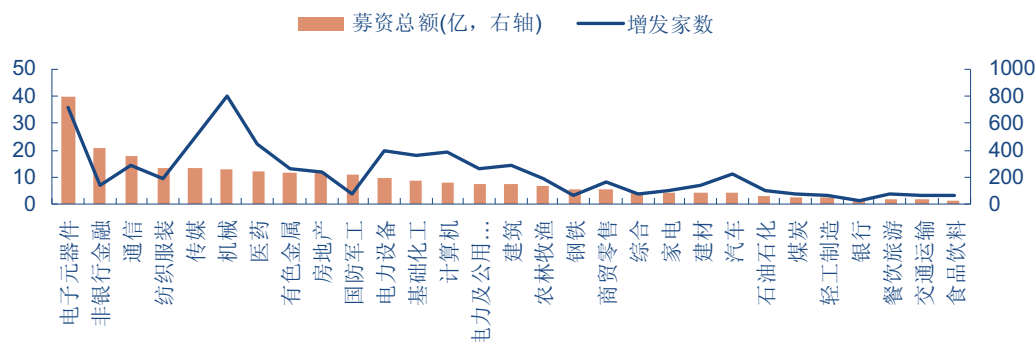
图 54: 定增预案历史数据



资料来源：中信数量化投资分析系统数据截止至 2014/10/31

分行业来看，电子元器件、非银行金融、机械、通信、纺织是实施定向增发募资较多的行业。结合上述增减持的信息可知，产业资本在电子元器件、机械、电力设备等行业最为活跃。

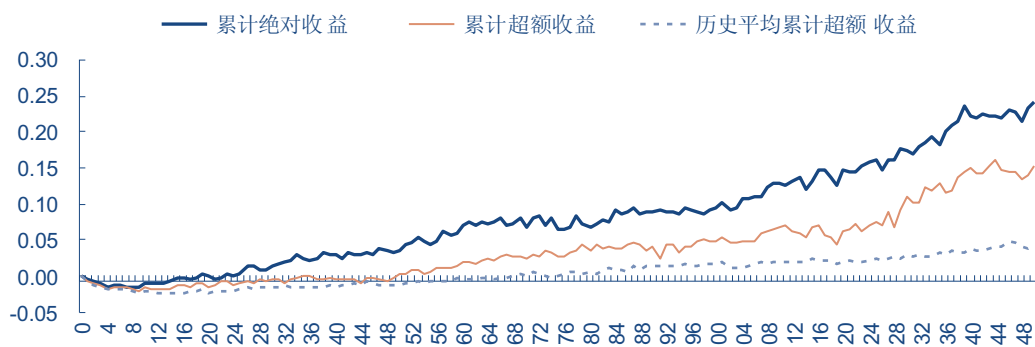
图 55: 各行业定增家数 VS 募资总额（单位：亿元）



资料来源：中信数量化投资分析系统注：数据截止至 2014/10/31

2014 年是定增类股票整体表现较好的一年。预案公告日后持有 150 个交易日，可以产生约 24.24% 的累计收益，15.41% 的相对沪深 300 指数的超额收益，高于历史平均水平。

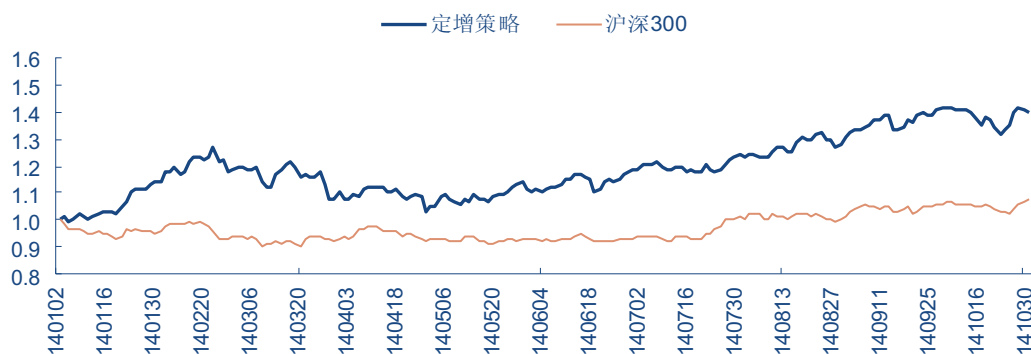
图 56: 定向增发预案后累计绝对/超额收益



资料来源：中信数量化投资分析系统数据截止至 2014/10/31

截至 10 月 31 日，我们于《事件驱动系列专题研究一定向增发交易策略：多维筛选，稳健增值》中构建的定向增发策略产生的累计超额收益率为 31.42%。但我们也看到，在今年 2 月中旬至 4 月底市场持续下跌，整体情绪较为恐慌的时候，定增类股票的表现出现了一轮较大的回撤。随着 5 月份市场的筑底，以及 7 月下旬上涨的开始，市场情绪逐渐高涨，定增类股票又掀起一波较大的行情。这与我们在报告中得到的结论：“定增股票与市场整体情绪有较高的相关性”是一致的。

图 57：增持类策略 2014 年净值表现（扣除双边 0.6% 的交易成本）



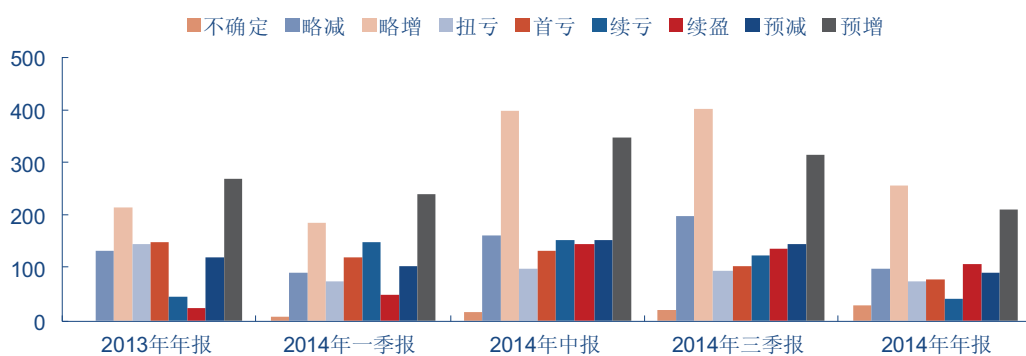
资料来源：中信数量化投资分析系统

注：数据截止至 2014/10/31

业绩预告：仍受市场追逐

2014 年追随业绩预增的脚步，也有不错收益。全年来看，从一季报到年报，业绩预增、略增的公告共有 2847 个，占全部业绩预告的 45.26%。

图 58：2014 年业绩预告分布

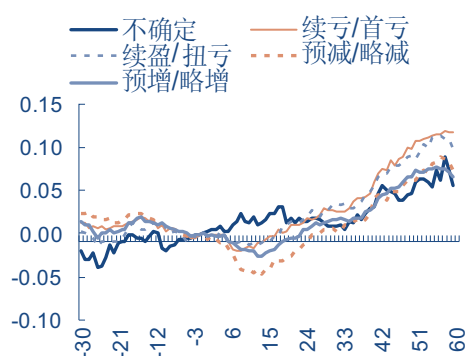


资料来源：中信数量化投资分析系统

注：数据截止至 2014/10/31

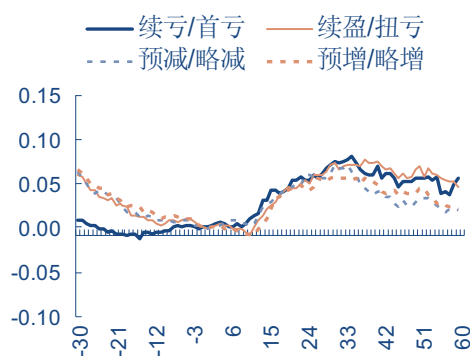
分析最受关注的中报和年报预告。截止 10 月 31 日，以预告后投资 40 个交易日为窗口考察，各类型年报预告获得的超额收益更佳。其中，预增、略增类型的预告，公告日后 40 个交易日相对沪深 300 产生 5.26% 的超额收益。

图 59: 中报各类型预告累计绝对/超额收益[预告前 30, 预告后 100 交易日]



资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

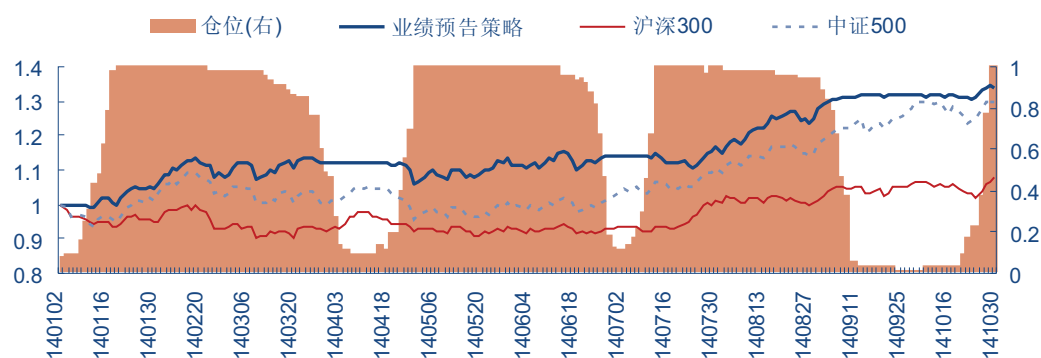
图 60: 年报各类型预告累计绝对/超额收益[预告前 30, 预告后 100 交易日]



资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

根据我们于《事件驱动系列专题研究—业绩预告增交易策略：于无声处听惊雷》中构建的基于超预期、覆盖度等因子构建的业绩预告增策略，策略截至 10 月 31 日分别产生 34.07% 的绝对收益和 26.05% 的超额收益，在预告空窗期空仓的情况下，依然大幅跑赢市场。

图 61: 业绩预告增策略 2014 年表现（扣除双边 0.6% 的交易成本）

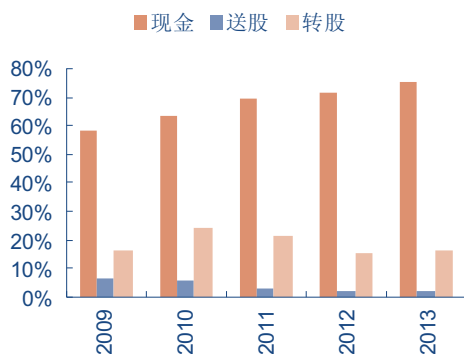


资料来源：中信数量化投资分析系统 注：数据截止至 2014/10/31

分红送转：上半年的热点

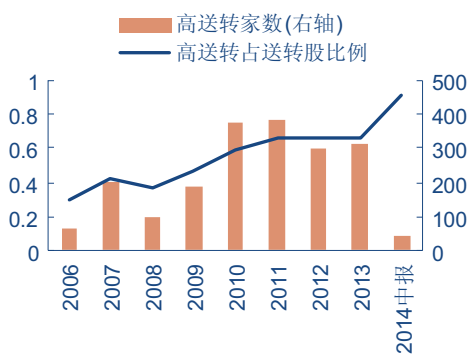
今年，2013 年年报和 2014 年中报共有 519 例送转，其中送转比例在 0.5 以上的高送转有 352 例，占所有送转股的比例达到 67.8%。采用送转方式扩大股本的公司，现在更愿意采用对股价刺激效果更强的高送转。

图 62: 分红送转占 A 股比例



资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

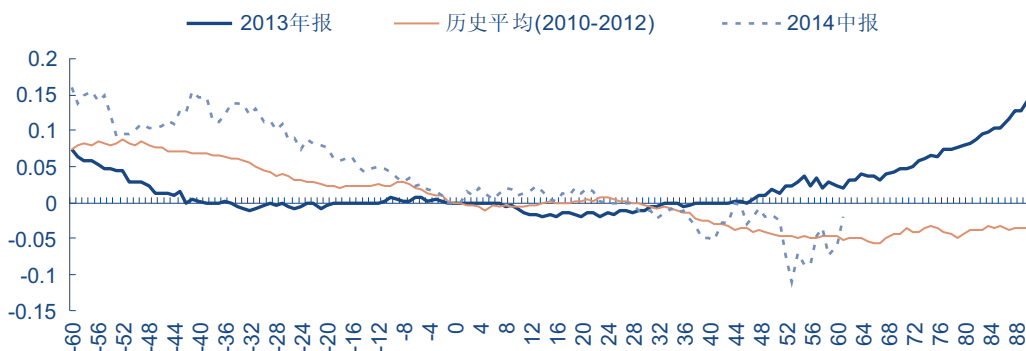
图 63: 高送转数目及占送转股比例



资料来源：中信数量化投资分析系统
注：数据截止至 2014/10/31

今年在对 2013 年年报高送转的炒作中，预告后的行情较往年更加明显。2014 年 1 月和 2 月，在预案前对高送转的炒作也较往年更猛烈。特别，今年 1 月，所有高送转标的月平均超额收益约达到 15%。

图 64: 2013 年报、2014 中报高送转累计绝对/超额收益[预案前 60, 预案后 90 交易日]

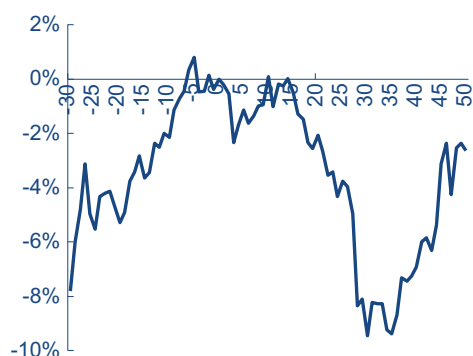


资料来源：中信数量化投资分析系统 注：数据截止至 2014/10/31

指数成分调整：关注发生前后的超额收益逆转

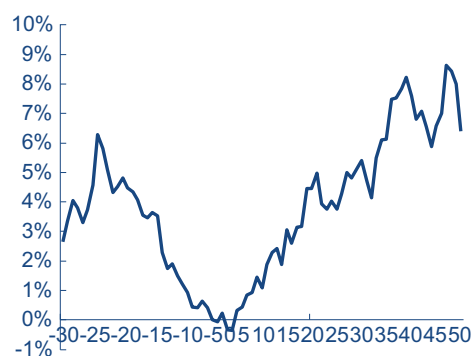
今年，指数成分调整对市场依然有比较明显的冲击。公募基金 2014 年一季报披露的跟踪沪深 300、深证 100、上证 50 指数的基金总规模均超过 300 亿元。我们以这三只指数为研究样本，测算调入和调出成份股的超额收益情况，得到如下图 65 和图 66 的测算结果。

图 65：2014 年 6 月调入股票的超额收益走势



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 66：2014 年 6 月调出股票的超额收益走势



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

我们发现相对沪深 300 指数，调入组合在实施前 30 日内有比较明显的正超额收益，而在实施日后 35 个交易日以内有比较明显的负超额收益。调出组合的情况与调入组合恰好相反。这说明指数基金的调仓行为确实会对市场造成显著的冲击。我们还看到，指数基金的调仓行为结束后，调入和调出组合的超额收益会发生逆转，而且逆转后的幅度不小于此前的幅度，这也同样是一个很好的事件性机会。

量化产品：迎来新的发展期

量化基金、券商量化产品在 2014 年进一步发展。量化基金在收获业绩排名的同时，也收获了基金规模。券商资管量化产品在 2014 年进一步展现了低风险特征，整体上收益稳健。

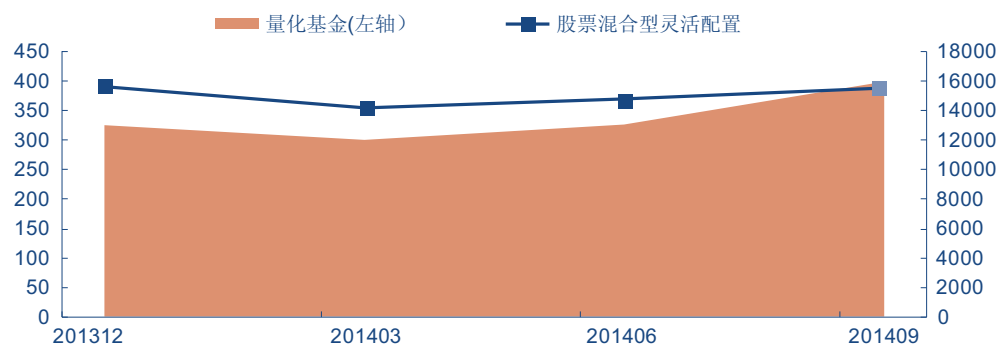
量化基金，收获业绩排名、收获基金规模

2014 年，量化基金经过 3 年的历练，开始发力。2014 年之前成立的股票型、偏股混合型、灵活配置型基金在 2014 年年初以来到 2014 年 9 月 30 日、10 月 31 日的净值涨幅，在前 10 名中，有 2 名是量化基金，分别是长信量化先锋、大摩多因子策略；在前 20 名中，有 4 名量化基金，分别是长信量化先锋、大摩多因子策略、华商大盘量化精选、长盛量化红利策略。量化基金的收益受到市场的广泛关注。

在量化基金收获收益排名的同时，量化基金的规模也迅速增长。表现最好的 4 只量化基金大摩多因子、长信量化先锋、华商大盘量化精选、长盛红利策略的基金份额也大幅度增长。截止到 9 月 30 日，表现最好的 4 只量化基金的份额较年初都有显著增加，其中大摩多因子增加 19.07 亿份（增加 429%），长信量化先锋增加 6.43 亿份（增加 540%），华商大盘量化精选增加 7.87 亿份（增加 238%），长盛红利策略增加 2.05 亿份（增加 93%）。

在单只量化基金规模增长的同时，全部量化基金规模增长速度也明显高于全部的股票型基金与偏股混合型及灵活配置型基金。2014 年前 3 季度，量化基金（含用量化方法的指数增强型基金）的规模增长 74.54 亿元，而全部的股票型偏股混合型及灵活配置型基金的规模则减少 67.93 亿元。

图 67：量化基金、股票型+偏股混合型+灵活配置型基金规模（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部整理

创新基金，新型量化基金进一步增加

股指期货量化对冲基金进一步丰富。继 2013 年 12 月嘉实发行利用股指期货对冲的“嘉实绝对收益策略”基金后，2014 年嘉实基金、工银瑞信、华宝兴业又发行了 3 只应用股指期货对冲系统风险，以绝对收益为目标的公募基金。

表 18：2014 年发行的量化对冲公募基金（单位：亿元）

	发行规模	2014 年 9 月底规模	成立日期
工银瑞信绝对收益	15.16	11.39	2014/6/26
华宝兴业量化对冲	6.07	6.08	2014/9/17
嘉实对冲套利	19.53	18.45	2014/5/16

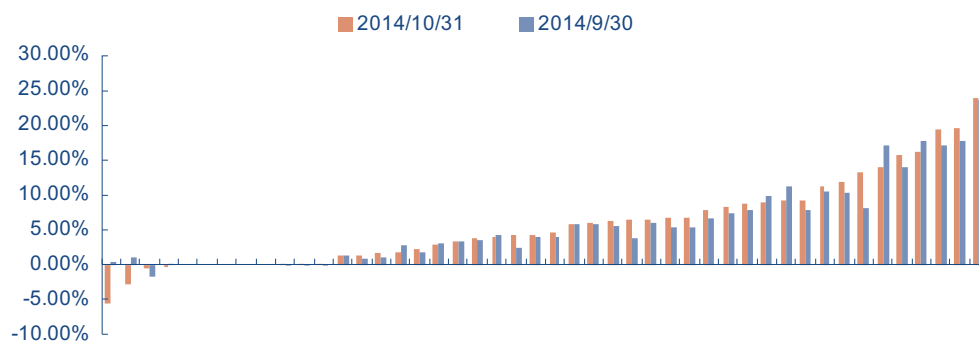
资料来源：中信证券研究部根据公司公告等公开渠道信息整理

新的量化策略指数基金发行。广发基金与百度合作开发量化策略指数——中证百度百发策略指数，并在此基础上发行了“广发百发 100 指数”基金。该基金虽然是被动的指数型基金，但其标的指数是基于量化策略开发，是主动投资被动化进一步发展。因为先期广发百发 100 指数明显跑赢市场，加之互联网大数据概念，广发百发 100 指数基金首发募集资金 23.96 亿元，发行规模居 2014 年新发行的股票型偏股混合型及灵活配置型基金的第 13 位。

券商资管，量化对冲产品进一步发展

2014 年，量化对冲产品深受券商青睐。根据 wind 统计，截止到 2014 年 10 月 31 日，券商共发行量化对冲资产管理计划 43 只。在 43 只中有 35 只可以从 Wind 查到规模，产品规模为 33.8 亿元。在 Wind 中有业绩统计的 2014 年发行的量化产品中，除 4 只亏损外，其余都实现正收益。

图 68：2014 年券商新发行量化对冲产品收益

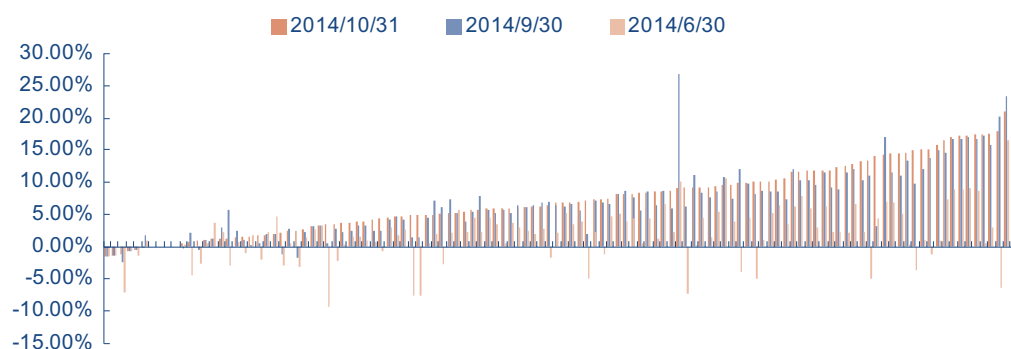


资料来源：wind，中信证券研究部整理

注：横轴为各只产品

进一步统计 2014 年前发行的量化对冲产品在 2014 年的表现,以在 Wind 中有业绩统计为样本。截止到 2014 年 10 月 31 日,2014 年前发行的量化产品有 95% 获得盈利,平均收益率为 7.49%;截止到 2014 年 9 月 30 日,2014 年前发行的量化产品有 92.5% 获得盈利,平均收益率为 6.85%;截止到 2014 年 6 月 30 日,2014 年前发行的量化产品有 76.7% 获利,平均收益为 1.85%。量化对冲产品的收益相对比较稳健。

图 69: 2014 年前券商新发行量化对冲产品在 2014 年 1——6 月/9 月/10 月的累计收益



资料来源: wind, 中信证券研究部整理

注: 横轴为各只产品

2015 年展望：把握当前机遇、迎接未来挑战

交易工具，持续寻求创新与突破

展望未来,ETF 市场的新进展可能按以下几条主线展开:首先,随着沪港通的开闸,跨境工具可能迎来新的发展阶段,纳指 ETF、标普 500ETF、国际龙头(DAX)ETF、恒生和恒生 H 股 ETF 已经进行了多个市场的试水,华夏 MSCI A 股 ETF、沪港通恒生 ETF、南方恒生 ETF 等已经在寻求新的突破。其次,行业 ETF 逐渐丰富,并通过新基金上市对冲掉了赎回压力,稳定了市场规模,目前已经沉淀了 65 亿元的资产存量,为轮动交易策略实施和 FOF 型二次产品化奠定了基础。第三,未来创新方面,收益杠杆化、标的衍生化的新型杠杆 ETF 有赖监管方面的突破;高收益信用债、外汇 ETF 等也是市场期待的资产拓展方向。第四,制度方面,T+0 交易、流动性服务商制度、证券保证金在衍生工具和衍生交易方式中的实施、转融券参与方的扩展等都是市场高度关注的角度。

LOF 分级产品上,随着分级产品的浴火重生,可以预见 LOF 分级产品在 2015 年将进一步趋势发展。一方面,基金公司在产品标的上会吸取 2014 年产品发展经验,做好行业主题产品的开发,为市场提供更多的交易工具;另一方面,随着市场多元化发展,LOF 分级基金的应用也将多元化,不仅分级基金的 A 份额和 B 份额将在 2015 年的市场中寻找自己的应用定位,A、B 份额与母基金之间申购赎回套利也将带来分级基金的新发展。可以预见,在 2015 年,主动投资被动化、被动投资工具化、工具应用多元化将是 2015 年 ETF、LOF 分级等交易工具发展的主题。

金融衍生品，期待新产品上市

2015 年有望迎来新的金融衍生品。一方面，在沪港通顺利推出后，已经看到经过多方酝酿的 ETF 期权的曙光。另一方面，市场也需要新的金融衍生品来管理风险。期权、新的股指期货产品，都是金融市场热切希望的新的金融衍生品。

如果 ETF 期权等新的金融衍生品上市，市场在多了管理风险工具的同时，也将为投资者提供更多交易和对冲风险的金融工具。随着金融衍生品品种的增加，交易对冲策略也将多元化，这将进一步推动量化对冲基金的发展。

事件投资，值得持续挖掘的金矿

首先，对于本轮可能出现的高送转炒作，我们认为次新股依然是重头戏，但其中部分涨幅过高的可能存在风险。截至 11 月 12 日，逾 75% 的次新股股价涨幅超过 60%，过半实现翻倍，投资此类高送转概念股的风险增大，操作次新股应仔细斟酌进场时机。而对于增发预案股，和年报窗口期有大股东限售股解禁的标的，应当注重考查。今年披露定向增发预案的公司超过 600 家，股价跌破增发价格或预案价下限的已有 17 家，此类具备送转实力的公司更有动力进行市值管理，为再融资保驾护航。对于年报窗口期即将解禁的限售股，高送转或可帮助大股东进行避税。历史上，在年报窗口期有解禁的标的中精选有送转实力的股票，高送转概率达到 6 成以上。

其次，产业资本对 A 股市场的影响越来越大，跟随产业资本的脚步，我们可以寻找更多的投资策略。对于定增市场来说，我们认为随着大批并购基金、产业基金的介入，定向增发逐渐成为机构参与上市公司并购重组的重要途径，在未来的几年还将持续火爆。再观并购重组市场，截至 2014 年 11 月 17 日，全市场有 112 家公司停牌谋划重大资产重组。产业转型到了一个新阶段，上市公司通过横向、产业链并购，转型发展成为必然趋势。2015 年，沿着大股东的行为脉络，纵向考虑增减持、定向增发、并购重组的利益链条，也许可以挖掘到更多的投资机会。

量化产品，继续发展壮大

在经历了 2014 年的发展后，预计量化基金和券商资管量化对冲产品在 2015 年将继续发展壮大。一方面，量化对冲产品在 2014 年的表现可能吸引更多投资人关注；另一方面，低风险理财产品收益率的下降也将提高量化对冲产品的相对竞争力。可以预见，2015 年业绩优秀的量化对冲产品的规模可能进一步扩大。

但是，量化基金和券商量化对冲产品也将思考其在 2014 年 4 月份、7 月份遇到的收益回撤问题，模型多元化、产品风险控制将是量化投资的方向之一。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA(UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。