

做多波动率

-分级基金及工具产品 2017 年度投资策略报告

分析师：马刚

执业证书编号：S0740208060088

电话：(0531) 68889527

Email: magang@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- **鸟瞰：**A 股市场总体特征是：经历了年初的大跌之后，市场主要指数涨跌幅不大，全年波动率逐渐降低，震荡幅度减小，波动方向趋于一致。全年来看，分级 B 对个股的替代性不强。
- **震荡：**我们认为，目前的市场，无论是股市还是债市，都类似一个平值期权，此时的波动率最大，基于波动率的策略是较优选择。从分级基金这类产品来看，无论是分级 A 还是分级 B，在市场波动加的背景下，折溢价率频繁转换，这孕育着阶段性机会。因此，2017 年的交易策略应该主要基于“波动率”。
- **分级 A：**无论未来债市牛市是否持续，波动率加大或是债市同样面临的问题。回顾 2016 年，分级 A 从“折价居多”（1 月~4 月）转到“全民溢价”（7 月~10 月）再到“平分秋色”（12 月）。分级 A 是典型的类固收产品，风险堪比高等级信用债，性价比高。目前场内分级 A 的机构投资者占比较大，其中六成成为险资，价格明显随债而动。我们预计 2017 年分级 A 仍将以类债价值为主，国债期货可以作为配置型资金进入分级 A 的先行信号。此外，债市的不确定性也能带来丰富的短线机会，建议交易型投资者关注流动性佳的分级 A 品种。
- **分级 B：**2017 年分级 B 的折溢价格局预计发生较大变化，加上 5 月 1 日正式施行的《新规》，将进一步影响市场流动性，因此投资策略与往年相比相对复杂。我们预计明年市场波动性加强的背景下，B 折溢价的频繁转换也会成为常态。建议关注规模和流动性长期保持高位，杠杆率稳定的品种作行业布局工具。
- **套利：**2016 年由于投资者的理解加深，整个分级市场更加有效，低风险策略收益表现一般，其中整体折价套利策略表现好于溢价策略，建议 2017 年继续关注。对于分级 A 轮动策略，由于分级 A 市场大势向上，该策略主要基于隐含波动率估值修复，因此表现相对弱势，不如直接持有个别分级 A。
- **风险提示事件：**2017 年 5 月 1 日，《分级基金新规》将正式实施，其中 30 万门槛及面签预计影响市场流动性，建议关注。

内容目录

市场背景：股债殊途，不同归	- 5 -
股市：激情与沉寂	- 5 -
债市：牛陷“天鹅湖”	- 9 -
分级不死鸟，场内份额逆势回升	- 11 -
分级规模探底回升	- 11 -
分级个基规模——强者恒强，弱者日子“不好过”	- 12 -
基金公司规模——巨头效应明显.....	- 13 -
折价时代的分级 B 投资策略	- 15 -
平淡收官,分级 B 的小年进入折价时代，分级 B 投资策略应声改变	- 15 -
行情出现时，哪些 B 可以得到有效杠杆收益？	- 17 -
折溢价套利策略：机会仍旧在，只是不辉煌	- 18 -
整体折/溢价套利策略回测	- 18 -
2017 整体折溢价策略展望.....	- 19 -
随债而动，分级 A 的牛市	- 20 -
分级 A 紧跟债市，2016 全年步伐稳健.....	- 20 -
债市决定 A，股市影响 A——折溢价“跷跷板”：折溢价决定机制	- 21 -
分级 A 投资要点及策略表现	- 21 -
基金市场概览	- 24 -
各类型基金收益表现.....	- 24 -
货币基金投资要点	- 24 -
主动权益基金筛选策略	- 25 -
ETF 指数型基金——大类资产配置基石	- 27 -
QDII 基金与另类投资基金——剑走偏锋.....	- 28 -
风险提示	- 29 -
政策风险	- 29 -

图表目录

图表 1: 申万一级行业指数全年走势.....	- 5 -
图表 2: 分级基金跟踪指数全年走势.....	- 5 -
图表 3: 2016 全年分级 B 重点指数涨幅色阶图.....	- 6 -
图表 4: 2016 年主要市场指数的每周涨跌幅走势图.....	- 6 -
图表 5: 2016 年主要市场指数的每周涨跌幅走势图 (分板块).....	- 7 -
图表 6: 价格创新高股票占比 (月).....	- 7 -
图表 7: 2016 年涨幅前 50 股票的行业分布.....	- 8 -
图表 8: 市场主要指数的年化波动率走势.....	- 8 -
图表 9: 期权波动率指数走势.....	- 8 -
图表 10: 市场主要指数的年化波动率走势 (分板块).....	- 8 -
图表 11: 10 年期企业债利差年尾收缩.....	- 9 -
图表 12: 短期资金利率 30 天上行速度最快.....	- 9 -
图表 13: 各行业违约债个数.....	- 10 -
图表 14: 场内份额震荡.....	- 11 -
图表 15: 分级总规模维稳.....	- 11 -
图表 16: 分级 AB 份额日均成交走势.....	- 12 -
图表 17: 分级基金产品规模一览 (>10 亿).....	- 12 -
图表 18: 2016 规模增长率靠前分级, 多为四、五梯队小规模分级.....	- 13 -
图表 19: 巨头效应明显, 前十名占据 90% 市场规模.....	- 13 -
图表 20: 基金公司旗下分级产品的场内总份额.....	- 14 -
图表 21: 分级规模增长最快的基金公司.....	- 14 -
图表 22: 场内份额增长最快基金公司, 多受单一产品支撑.....	- 15 -
图表 23: 全市场分级 B 跌幅较集中.....	- 15 -
图表 24: 涨幅为正的分级 B 品种.....	- 16 -
图表 25: 传媒互联网及创业板跌幅靠前.....	- 16 -
图表 26: 规模靠前, 价格杠杆高的分级 B 品种.....	- 17 -
图表 27: 整体折/溢价套利策略要点.....	- 18 -
图表 28: 历史累计折溢价套利策略触发/成功次数.....	- 19 -
图表 29: 2016 年折溢价套利策略触发/成功次数.....	- 19 -
图表 30: 2016 年折溢价套利策略累计收益.....	- 19 -
图表 31: 流动性较高的分级品种溢价套利组合.....	- 20 -
图表 32: 流动性较高的分级品种折价套利组合.....	- 20 -
图表 33: 分级 A 市场加权价格及成交量走势.....	- 20 -

图表 34: 2016 年全年 A 品种涨幅区间.....	- 20 -
图表 35: 各品类分级 A 隐含收益率走势.....	- 21 -
图表 36: 分级 A 与长端企债及国债收益率比较.....	- 21 -
图表 37: 大趋势下, 直接持有单品种 A 效果较好.....	- 23 -
图表 38: 不同类别基金平均净值增长率.....	- 24 -
图表 39: 尽量规避规模过小/过大基金.....	- 25 -
图表 40: 100~300 亿规模货基收益率较高.....	- 25 -
图表 41: 货币基金折溢价套利策略详解.....	- 25 -
图表 42: 双因子组合策略回测指标.....	- 26 -
图表 43: 双因子组合策略回测净值走势高出市场平均及单因子组合.....	- 26 -
图表 44: ETF 发行数量稳步向上.....	- 27 -
图表 45: 行业/指数 ETF 基金数量.....	- 27 -
图表 46: 国内公募基金 ETF 布局情况.....	- 27 -
图表 47: ETF 基金净资产持续上升.....	- 28 -
图表 48: 2016 年 ETF 场内流通份额.....	- 28 -
图表 49: LOF 基金净资产变动.....	- 28 -
图表 50: 2016 年 LOF 场内流通份额.....	- 28 -
图表 51: 2016 年商品+多空+QDII 基金总规模 (亿元).....	- 29 -

市场背景：股债殊途，不同归

股市：激情与沉寂

- 截至 2016 年 12 月 31 日，上证指数下跌 13.13%，深证综指下跌 16.26%，沪深 300 指数下跌 12.09%，创业板指数下跌 22.13%，分级基金的标指数及重要的行业、板块指数涨跌幅如图表 1 和图表 2。

图表 1：申万一级行业指数全年走势

指数	农林牧渔	采掘	化工	钢铁	有色金属	电子	家用电器
年涨跌幅	-9.46%	-6.94%	-8.72%	-8.21%	-7.54%	-14.52%	-3.17%
指数	食品饮料	纺织服装	轻工制造	医药生物	公用事业	交通运输	房地产
年涨跌幅	6.84%	-14.70%	-15.49%	-14.49%	-18.42%	-23.51%	-18.69%
指数	商业贸易	休闲服务	综合	建筑材料	建筑装饰	电气设备	国防军工
年涨跌幅	-14.78%	-22.10%	-14.53%	-1.28%	-1.19%	-18.31%	-19.61%
指数	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	汽车	机械设备
年涨跌幅	-32.18%	-33.79%	-18.10%	-5.23%	-15.36%	-10.7%	-18.24%

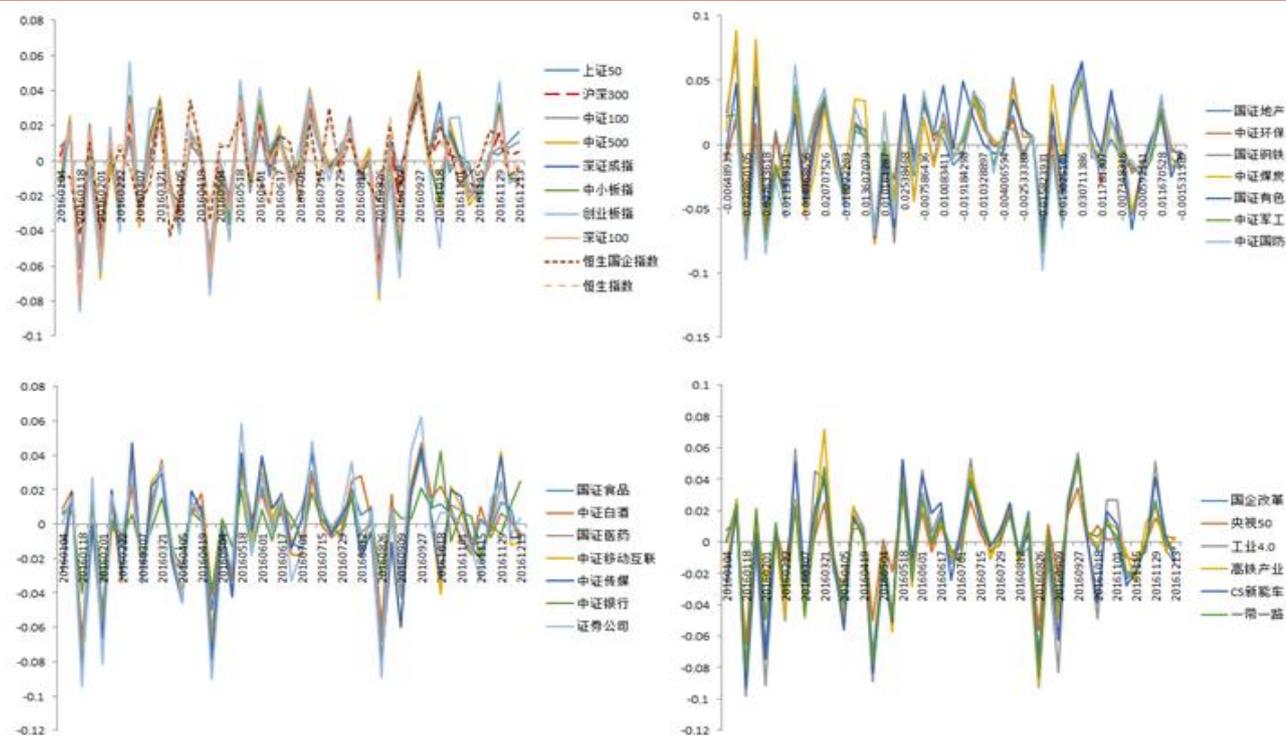
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 2：分级基金跟踪指数全年走势

指数	上证 50	沪深 300	A 股资源	医药生物	800 有色	中证环保	300 贝塔
年涨跌幅	-6.00%	-12.09%	-1.79%	-14.39%	-7.06%	-17.98%	-16.25%
指数	中 800 医药	中 800 等权	中证 1000	中证 100	中证 200	中证 500	沪 300 成长
年涨跌幅	-11.92%	-16.25%	-21.43%	-8.10%	-18.48%	-19.09%	-11.74%
指数	中证金融	内地资源	创业成长	基本 400	等权 90	大宗商品	500 等权
年涨跌幅	-11.37%	-4.94%	-21.71%	-15.12	-12.97%	-4.78%	-16.42%
指数	中证 TMT	深证成指	中小板指	创业板指	深证 300	中小 300	深证 100
年涨跌幅	-28.54%	-21.05%	-24.23%	-29.41%	-20.81%	-22.40%	-17.97%
指数	国证地产	国证医药	国证有色	国证食品	国证新能	新丝路	国证钢铁
年涨跌幅	-21.37%	-13.54%	-6.30%	4.74%	-19.94%	-18.39%	-13.67%
指数	生物医药	央视 50	TMT50	深 100EW	创业板 50	CSSW 证券	工业 4.0
年涨跌幅	-17.50%	-3.04%	-27.02%	-20.93%	-33.35%	-19.49%	-27.01%
指数	中证体育	互联金融	高铁产业	中证新能	保险主题	CSSW 传媒	CSSW 电子
年涨跌幅	-27.14%	-27.53%	-18.67%	-20.59%	-6.2 %	-34.11%	-16.33%
指数	养老产业	中证信息	军工指数	800 地产	中 800 证保	中证军工	移动互联
年涨跌幅	-21.66%	-25.05%	-24.41%	-1.01%	-15.62%	-24.75%	-29.52%
指数	中证传媒	中证国防	国企改革	证券公司	CS 新能源车	地产等权	中证银行
年涨跌幅	-33.91%	-22.26%	-16.35%	-19.90%	-21.23%	-20.91%	-4.63%
指数	中证酒	中证医疗	煤炭等权	一带一路	CSWD 并购	CSWD 生科	信息安全
年涨跌幅	3.80%	-26.29%	3.42%	-13.47%	-22.91%	-18.98%	-31.27%

来源：wind, 中泰证券研究所

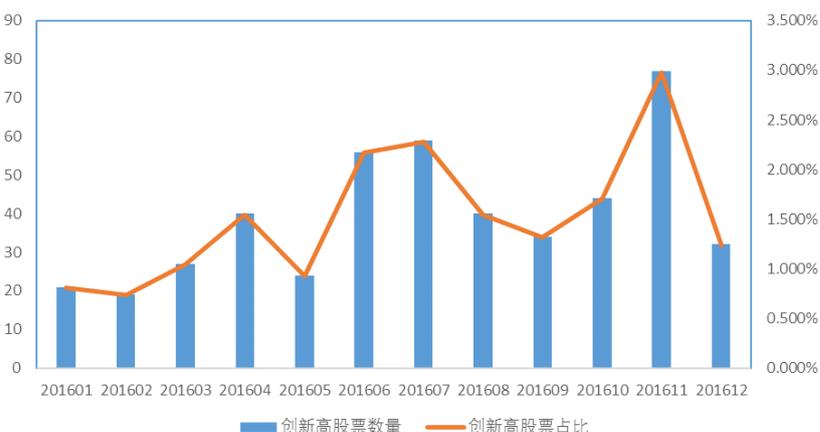
图表 5：2016 年主要市场指数的每周涨跌幅走势图（分版块）



来源：wind, 中泰证券研究所

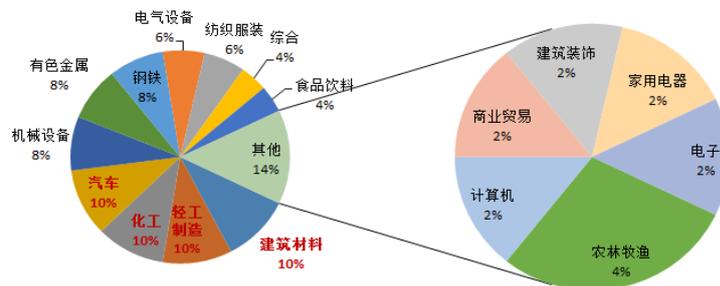
- 4 月份以后，各指数波动趋缓，波动区间狭窄，大盘相对平淡。但在平淡背景下，个股行情活跃也是沪深市场的重要特色。选取 2015 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日间的 A 股市场中的股票，除去期间新上市、退市的股票，共计 2585 只，以 2015 年每只股票的最高价为基准，我们统计了 2016 年每个月份创 2015 年新高的股票数量和占比情况，基本与沪深 300 股票涨跌幅保持一致。我们选取的股票为 2015 年之前上市的股票，不包括 2015 年之后发行的新股。但也看到，虽然不断有牛股出现，但市场也并未出现大面积的个股活跃现象，市场总体仍较平淡。

图表 6：价格创新高股票占比（月）



来源：wind, 中泰证券研究所

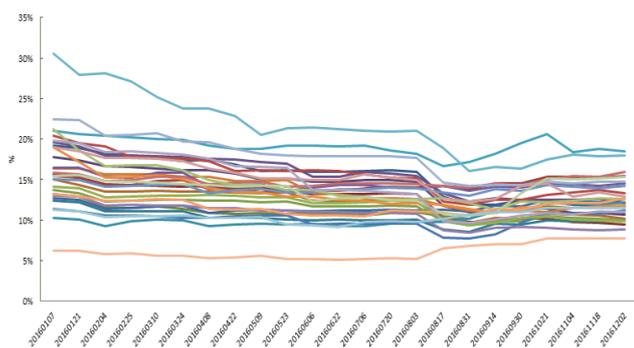
图表 7：2016 年涨幅前 50 股票的行业分布



来源：wind, 中泰证券研究所

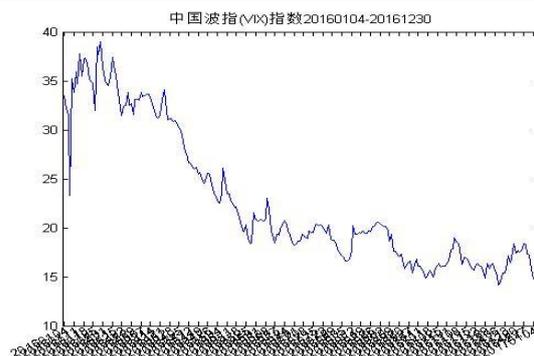
- 为了观察指数波动率的走势，我们从 2016 年初，每隔半个月对过去 52 周的时间序列计算年化波动率，发现宽基指数波动基本保持一致，从年初以来从高位转向低位。年化波动率作为常用的风险指标。除个别指数外，波动趋势比较集中，个别板块的辨识度不高，因此我们对宽基指数及行业指数分开观察。

图表 8：市场主要指数的年化波动率走势



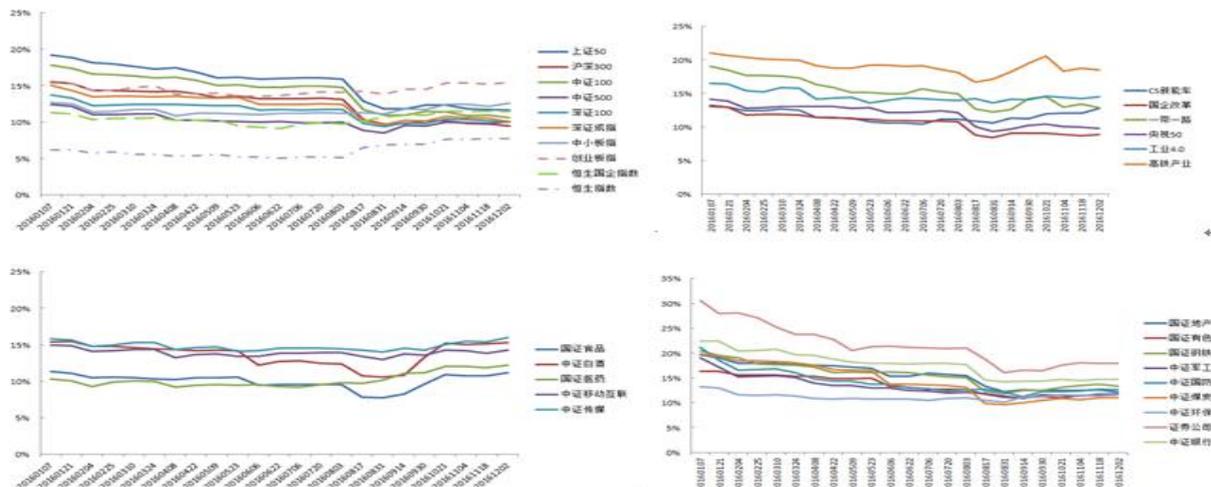
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 9：期权波动率指数走势



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 10：市场主要指数的年化波动率走势（分版块）



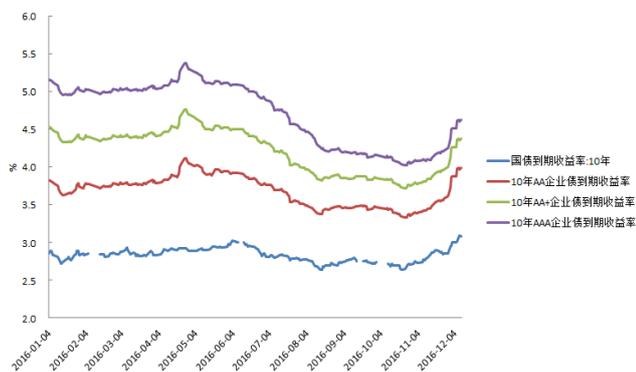
来源：wind, 中泰证券研究所

- 宽基指数的波动率情况是，上证 50>中证 100>沪深 300>深圳成指>深证 100，两只港股指数波动率一直上行。创业板指数一直与主板指数不同，今年也是如此，总趋势是由低向高逐步上升。这与今年创业板“牛市拐头”，年尾再造重创有很大关系。
- 热点概念板块的波动性最大，整体有向下趋势但规律不明显，不少短线资金对这些板块一直是涨买跌卖，受到政策以及市场信息干扰较强。
- 重点行业的波动指数来看，地产、有色、煤炭、钢铁以及证券和银行等指数基本处在风险收缩的状态。但传媒和互联网波动走势相近，全年来看波动不太大，酒、食品和医药波动在年尾有向上态势。
- 因此，A 股市场总体特征是：经历了年初的大跌之后，市场主要指数涨跌幅不大，全年波动率逐渐降低，震荡幅度减小，波动方向趋于一致，全年没有表现特别抢眼的行业或板块。这对于作为指数基金的分级基金来说不是十分有利，分级基金的优势得不到体现，从全年来看，分级 B 对个股的替代性不强，从下文的数据也可见一斑。

债市：牛陷“天鹅湖”

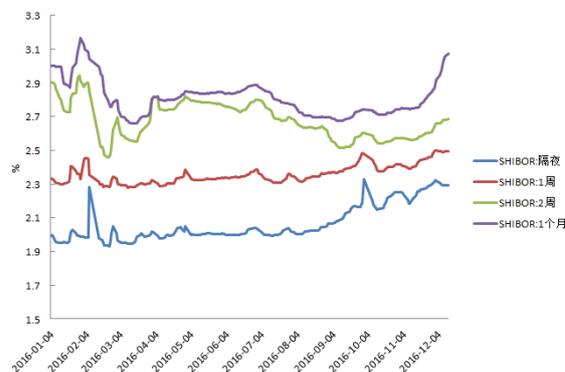
- 自 2014 年进入降息周期以来，市场利率持续下行，流动性宽松成为常态，但 2016 年 10 月起，伴随着美国加息，这一局面或面临拐点。降息周期带来债市的牛市，货币的宽松以及低利率使得加杠杆变的容易，成本也低。同时，利率的走低以及债市的牛市，也推动了分级 A 的牛市。如果利率和流动性面临拐点的情况下，2017 年债市和分级 A 均面临压力。

图表 111：10 年期企业债利差年尾收缩



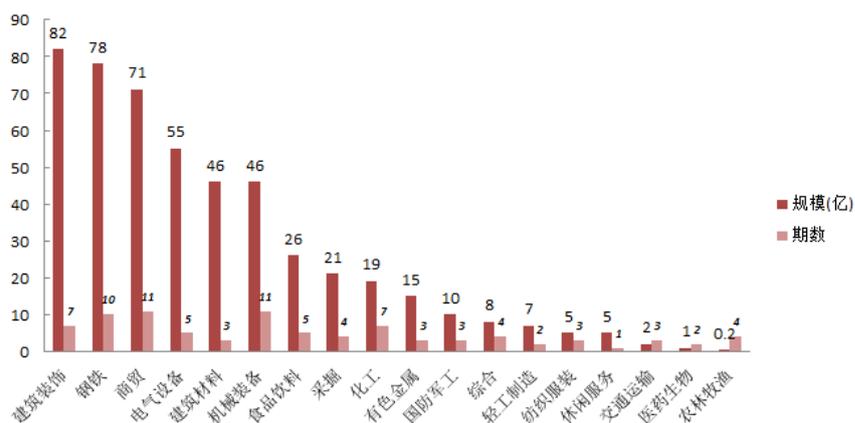
来源：wind，中泰证券研究所

图表 112：短期资金利率 30 天上行速度最快



来源：wind，中泰证券研究所

- 截至 2016 年 12 月底，共有 88 只债券发生违约，涉及到 52 家发行企业，违约规模 496.94 亿元。从违约债券类型来看，以违约期数而言，私募债违约最多，但违约规模上定向工具却最大；从违约发行人性质来看，民营企业违约较多；从违约发行人所处行业来看，商业贸易和机械设备行业债券违约期数最多；从违约发行人省份来看，辽宁省违约期数最多；从债券增信情况来看，采用第三方担保增信的债券违约最多。从重点行业来看，建筑建材及钢铁行业违约率最高。

图表 113：各行业违约债个数


来源：中泰证券研究所

- 2016 年尾债市黑天鹅事件频出，甚至人们已经见怪不怪，已经习惯了“天鹅湖”成为常态。其实，债券违约事件谈不上黑天鹅事件，在正常的市场化环境下，债券违约应该成为题中应有之义，此前人们也习惯常说，打破刚兑是中国债券的“成人礼”。2015 年以前，可能的债券违约都会成为大新闻，但在 2015 年全民狂欢的牛市中，债券作为不再引人注目的角色，刚兑被悄然打破。
- 比起违约事件，国海证券的所谓“萝卜章”事件，对债市的打击才是实实在在的黑天鹅，它表明债券牛市中建立的玩法或游戏规则被打破。债市的牛市是建立在杠杆之上的，而场外杠杆或者任何灰色地带，信任或参与各方的自觉是其基础，如果这个基础不复存在，那大部分杠杆也将不复存在。
- 我们预计 2017 年惨烈的去杠杆过程将会持续，也意味着债市的动荡才杠杆开始。无论未来牛市是否持续，交易价格是涨或跌，波动率加大，是债市面临的同样问题。波动率加大，并不意味着单边的牛熊，而是双边的震荡，这使得未来持有策略或空仓策略有所变化，短线机会变得丰富。无论是股市或债市，在未来的一年，波动率加大或是主旋律，但两个市场的逻辑预计不同，但也有相同的因素，或是巧合，或是必然。本文题目“做多波动率”中，“做多”二次不一定就是做多头，或是买入，而是 17 年的交易策略应该主要基于“波动率”。我们认为，目前的市场，无论是股市还是债市，都类似一个平值期权，此时的波动率最大，基于波动率的策略是较优选择。
- 基于波动率策略，如就分级基金来说，可能意味着无论是分级 A 还是分级 B，折溢价率可能频繁转换，使得长期持有策略需要调整，也会带来短线机会。这只是一个例子而已，在市场波动加的背景下，各种策略必然会丰富多彩。
- 就两个市场来说，经历了 2015 和 2016，三轮大跌，也没出现规模较大的反弹，相比较持续数年牛市的固定收益市场而言，我们倾向于认为权益市场的机会更大一些。

分级不死鸟，场内份额逆势回升

分级规模探底回升

- 回顾今年的分级市场，2015 年经历股灾的大跌，场内份额从 3500 亿缩减到 1400 亿，2015 年底缓慢恢复到 1500 亿后，又受到 2016 年初股灾影响，创下 1200 亿新低。受到股市整体震荡悲观情绪影响，B 份额活跃度大幅降低，并通过持续整体折价等机制，影响到基金规模。但债券牛市带动了 A 份额的配置需求，A 在 2016 年 8 月份以来成绩斐然，拉动整体份额的增长。截至 2016 年 12 月 31 日，股票型分级的场内份额为：1431 亿份，比年初增加了 17.53%。截至 2016 年 4 季度，基金公司公告的分级规模综述为 1986 亿元。

图表 14：场内份额震荡



来源：wind, 中泰证券研究所

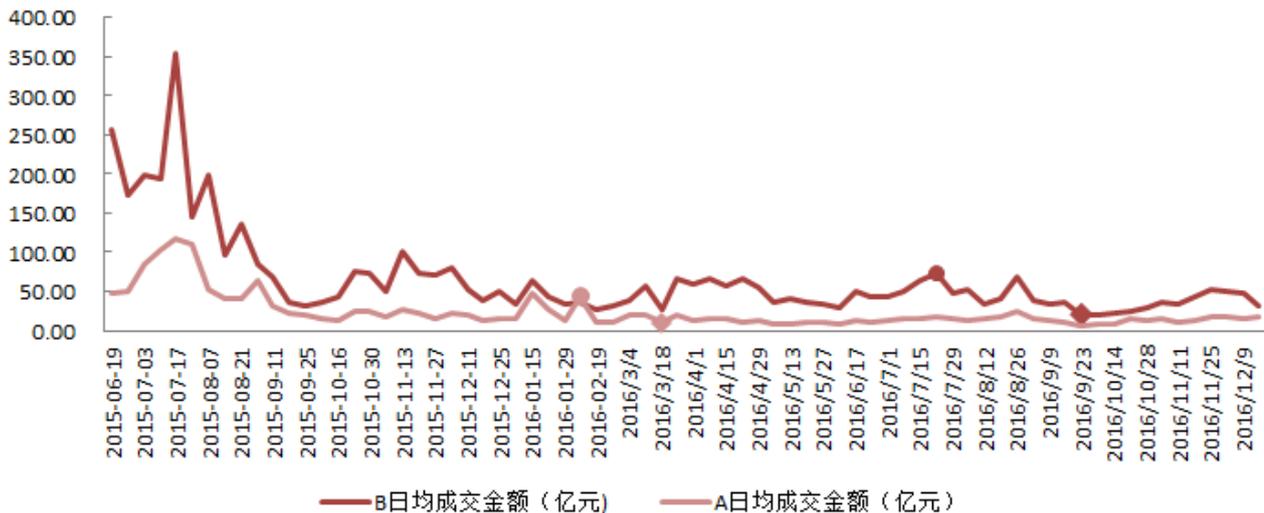
图表 15：分级总规模维稳



来源：wind, 中泰证券研究所

- 2016 年分级 B 日均成交量跟随行情，最高日均成交为 70 亿元，最低为 20 亿元。分级 A 自 9 月份以来日均成交一直上行，在 15 亿元上下小幅波动，年末最后一周直线下降到 8 个亿，整个分级 A 市场的流动性不强，与持有人结构有关。就流动性来看，除了局部时间段套利资金的进场，一般来讲，分级 A 与分级 B 成交量相关性不强。因为 B 更多反应股市的情绪，A 的背后则是类固收投资者，他们的交易选择多与债市走势相关。

图表 16: 分级 AB 份额日均成交走势

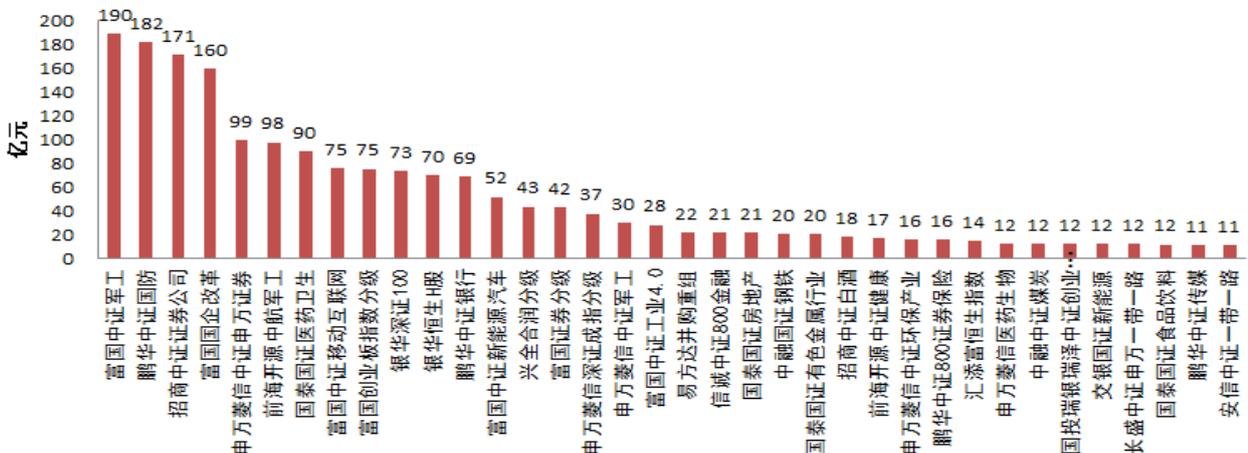


来源: wind, 中泰证券研究所

分级个基规模——强者恒强，弱者日子“不好过”

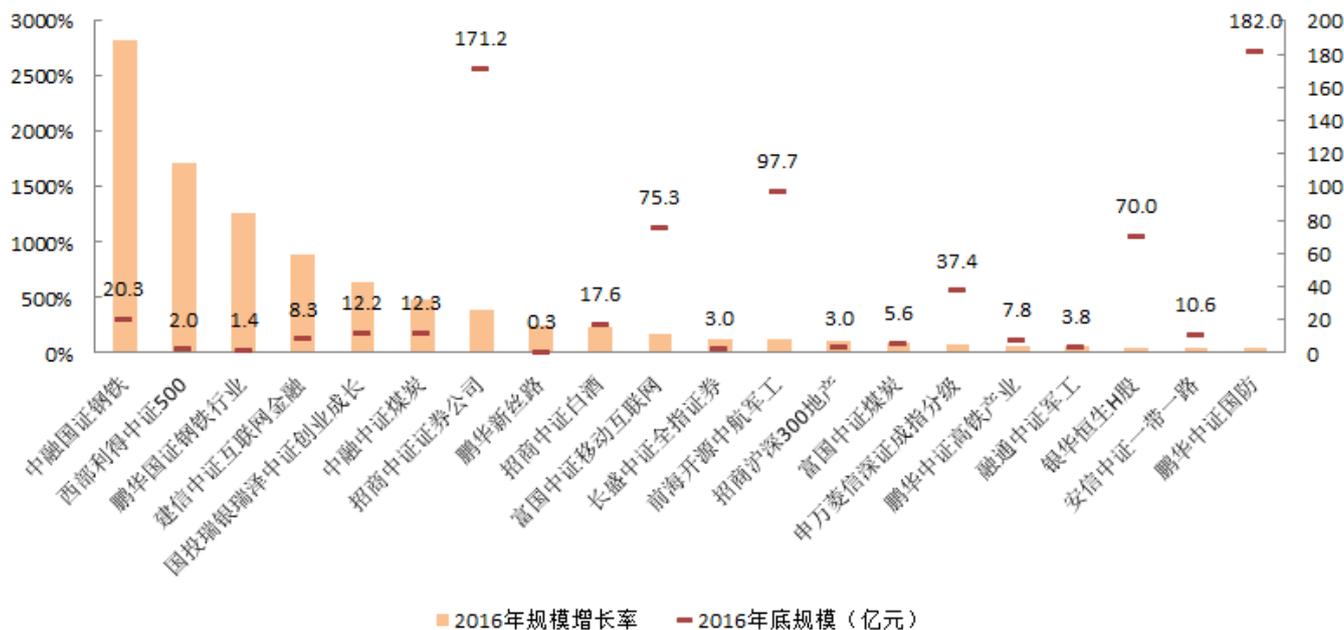
- 从个基角度，分级产品的规模格局巨头效应明显，第一梯队：100 亿规模以上有 4 只，(161024.OF)富国中证军工、(160630.OF)鹏华中证国防、(161720.OF)招商中证证券公司、(161026.OF)富国国企改革。第二梯队：50-100 亿规模有 9 只。第三梯队：10-50 亿规模有 23 只。第四梯队：1-10 亿规模 74 只。第五梯队：0-1 亿规模 27 只。

图表 17: 分级基金产品规模一览 (>10 亿)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2016 规模增长率靠前分级, 多为四、五梯队小规模分级

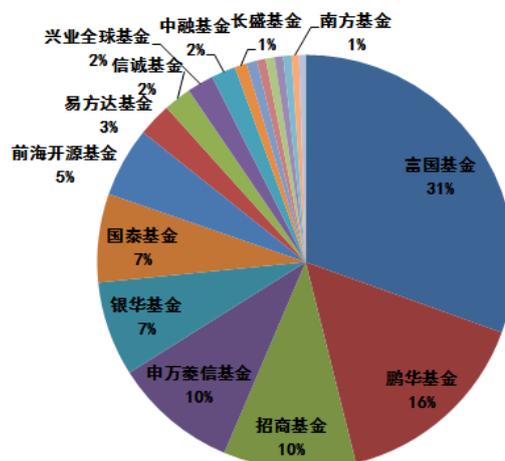


来源: wind, 中泰证券研究所

基金公司规模——巨头效应明显

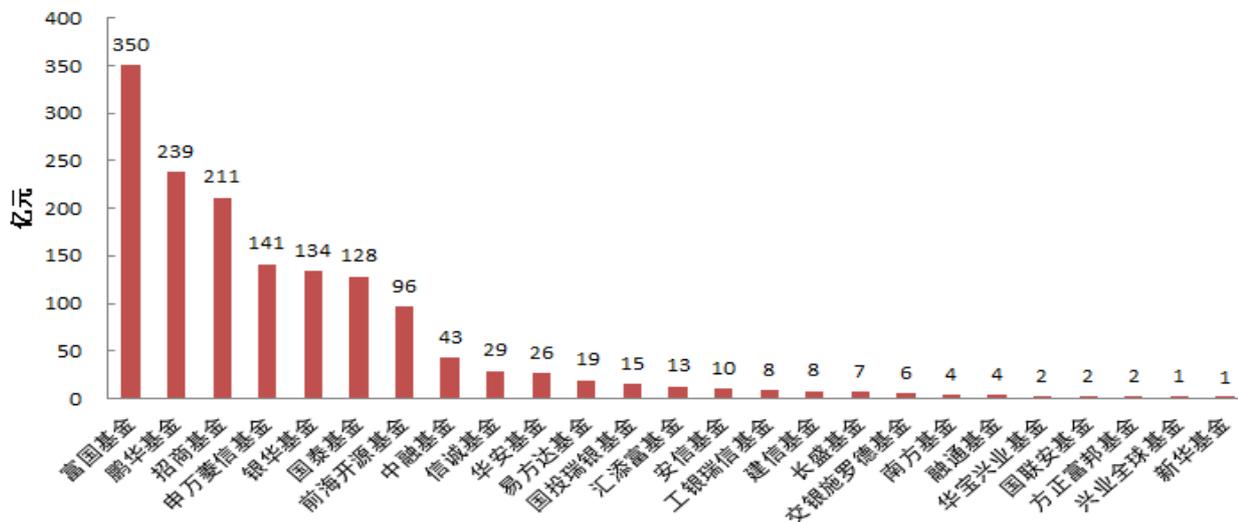
- 从管理人角度看, 目前旗下分级总规模超过 10 亿的基金公司有 20 家, 排名靠前是富国、鹏华、招商、申万菱信、银华和国泰。份额分别占据市场总规模的 29.89%、15.26%、10.05%、9.44%、7.23%、6.77%。前十家基金公司已经占据了整个市场 90% 的规模, 分级巨头们基本在重要指数均有布局。至于其他基金公司布局分级同质化严重, 个别分级产品已转为 LOF。

图表 19: 巨头效应明显, 前十名占据 90% 市场规模



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: 基金公司旗下分级产品的场内总份额



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2016 年度, 按基金公司来看, 规模增长较快且基数较大者为招商、银华、前海开源。

图表 21: 分级规模增长最快的基金公司



来源: wind, 中泰证券研究所

- 场内份额变化来看, 18 家基金公司份额增加, 24 加基金公司份额减少。增长最快的是兴业全球基金, 只有一只主动管理型分级——兴全合润, 合润分级的份额增长主要受益于 A 的牛市, 合润规模本身不大, 场内份额也小。缩水最严重的是中海基金 (-93%, 1 只高铁分级) 和大成基金 (-83%, 1 只互联网金融分级)。

图表 22：场内份额增长最快基金公司，多受单一产品支撑



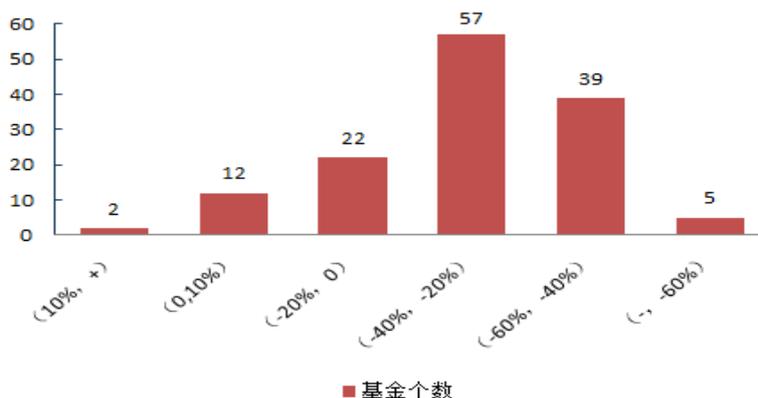
来源：wind, 中泰证券研究所

折价时代的分级 B 投资策略

平淡收官, 分级 B 的小年进入折价时代, 分级 B 投资策略应声改变

- 2016 年全年经历了两拨较大程度的下跌——年初以及《分级新规》指引征求意见稿出台后。2016 年分级 B 市场的跌幅较为集中, 多处在 -20% 到 -60% 之间。只有 14 只分级 B 维持涨势, 都是阶段性大涨的行业, 如酒、煤炭、恒生指数、银行等。2016 年年初, 受极端行情影响, 分级 B 不能独善其身, 加了杠杆的品种跌幅大部分超越大盘。

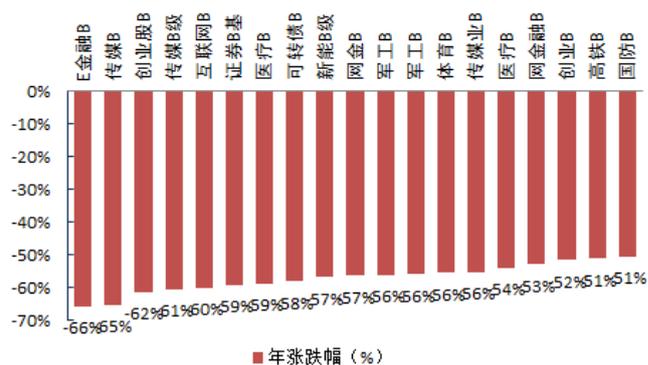
图表 23：全市场分级 B 跌幅较集中



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 24：涨幅为正的分级 B 品种


来源：wind, 中泰证券研究所

图表 25：传媒互联网及创业板跌幅靠前


来源：wind, 中泰证券研究所

- 2016 年 9 月份以来分级 B 的下跌来自两点：1、市场预期看淡。在 2016 年大部分时间内，分级 B 对市场预期的作用体现的非常充分。由于对市场总体的看淡态度，使得分级 B 的行情相对较弱，体现在整体折价的频繁出现；2、分级 A 的牛市。这是打压分级 B 价格的另外一个重要原因，分级 A 和分级 B 折溢价率就像一个“跷跷板”，此消彼长。分级 A 价格上涨导致全市场分级 A 历史性的由全面折价转为全面溢价，传导到 B 端即分级 B 的大面积折价。而分级 B 由溢价转为折价的过程，就是其交易价格承受较大压力的过程，因此价格也出现了大幅回调。
- 展望 2017 年，分级 B 的投资策略与往年相比，相对复杂。此前分级 B 的操作策略就是选好指数，然后再选择杠杆率高的品种。但由于今年分级 B 的折溢价格局发生了根本变化，其策略也需相应改变。这种复杂性在于，不但分级 B 的折价成为常态，而且还在于预计明年在市场波动性加大的背景下，其折溢价的频繁转换也会成为常态。综合起来，2017 年主要基于 B 端的分级基金投资策略总结如下：
 - 1、折价 B 所带来的机会
 - 首先，折价的分级 B 不再惧怕下折。过去的两年，因为溢价的分级 B 下折所给新投资者带来的巨额亏损，使得分级基金屡遭诟病，也成为管理层叫停新产品发行及出台新规的主要原因。但时移世易，目前分级 B 大都已经折价，这样再遇下折时，不但不会再遭受非正常的亏损，还可能减轻亏损甚至有额外收益。总之，在折价的背景下，曾经的下折对分级 B 不再像雾霾一样让人喘不过气，而是某种程度的“利好”。但构建一个基于分级 B 折价的下折套利策略是非常困难的，这不同于分级 A 的类似策略。首先，分级 A 净值非常稳定，因而所谓“折价收益”也相对确定，而分级 B 的净值不断变化，其折价也在不断变化，其预期收益完全不确定，不是套利的好标的；二是对冲困难，特别是现在股指期货尚未放松监管；三是即使有对冲的话，由于下折时间的不确定，对冲成本可能会很高，使得这种套利不划算。
 - 折价使得投资者可以将分级 B 视为“战略建仓”品种，逢低买入，长期持有。或者像股票一样，逢套牢可以加仓摊平成本，或者一直持有，等待解套。可以这样做的根本原因仍然在于折价的 B 是不惧下折的。另外，同样的标的指数，在选择相应的 B 端产品时，我们应当倾向于选择折价

折溢价套利策略：机会仍旧在，只是不辉煌

- 对于 1:1 分拆类型的 A 和 B，可以按配比 1:1 合并成 1 份母基金按照母基当日净值赎回，也可以申购 1 份母基金，分拆成 1 份 A 和 1 份 B，到二级市场卖出。具体套利原理见下表：

图表 27：整体折/溢价套利策略要点

	整体溢价套利	整体折价套利
触发指标	A 价格+B 价格>母基金净值+冲击成本+申购费用	A 价格+B 价格<母基金净值+冲击成本+赎回费用
套利操作	按照净值申购 1 份母基金，拆分成分级 A 和分级 B，按照二级市场价格卖出	按照二级市场价格买入分级 A 和分级 B，合并成母基金，按照母基金的净值赎回
套利收益	(A 价格*1+B 价格*1) - (母基金净值*2+母基申购费+冲击成本)	母基金净值*2 - (A 价格*1+B 价格*1) - 母基赎回费-冲击成本
套利时间	T+3 日，盲拆可缩至 T+2 日	T+2 日，盲合可缩至 T+1 日
常见机会	标的指数/板块上涨小趋势形成	标的指数/板块短期调整后反弹开始
套利风险	1、大盘向上时，B 杠杆导致价格大幅增加，B 端溢价率升高，整体溢价率升高，但需注意在 T+2 日之内，板块回调导致的 AB 价格下跌风险；2、大盘向下时，B 净值会随之下跌，B 价格受到涨跌停板限制，导致 B 端溢价率升高，整体折溢价率升高，造成错误的入场信号。次日分级 B 价格往往会跟随净值补跌，对最快 T+2 日完成的溢价套利，可能亏损；	折价套利，分级 AB 的价格可以提前锁定在低位，但需注意大盘向下时，母基金在 T+1 日之内有净值下跌风险
份额变化	套利结束后，AB 场内份额增加，母基金申购数量增加，规模增加	套利结束后，AB 场内份额减少，母基金赎回量增多，规模减少
备注	(1) 大多数分级基金 AB 拆分比为 1: 1，少数初始拆分比例为 7:3 或 6:4。以 1:1 分拆类型为例，将 1 份分级 A 和 1 份分级 B 合并成 2 份母基金按照母基当日净值赎回，也可以申购 2 份母基金，分拆成 1 份分级 A 和 1 份分级 B，在二级市场卖出。 (2) 下折或上折时暂停交易，无法买卖 AB (3) AB 价格若触发涨跌停板，无法买卖 AB	

来源：中泰证券研究所

整体折/溢价套利策略回测

- 我们选择自成立以来，日均成交量排在市场前 5 位的分级 B 进行回测，发现折价套利策略相比于溢价套利策略，触发次数高 (55v.s.23)，但胜率稍低(68%v.s.75%)。
- 2016 年整体溢价套利策略表现一般，流动性稍好的品种正收益寥寥。触

发溢价次数更少，胜率也大不如从前。整个区间来看，去年行情火热时，分级 B 受到市场追捧。溢价套利策略表现优于折价策略，累计收益达到 110%。但 2016 年行情发生转变，折价策略平均收益 1.83%，溢价策略平均收益-0.8%。2016 年折价套利策略最大回撤为 0.38%，溢价套利策略为 0.27%。

图表 28：历史累计折溢价套利策略触发/成功次数

	整体折价套利成功次数	整体折价触发次数	整体溢价套利成功次数	整体溢价触发次数
(150201)券商 B	34	57	12	13
(150206)国防 B	54	71	16	23
(150172)证券 B	31	47	13	16
(150182)军工 B	36	54	23	29
(150153)创业板 B	33	46	23	34

来源：中泰证券研究所

图表 29：2016 年折溢价套利策略触发/成功次数

	2016 年折价套利成功次数	2016 年折价触发次数	2016 年溢价套利成功次数	2016 年溢价触发次数
(150201)券商 B	3	8	0	1
(150206)国防 B	21	23	0	2
(150172)证券 B	1	5	0	0
(150182)军工 B	4	5	1	2
(150153)创业板 B	1	1	0	0

来源：中泰证券研究所

图表 30：2016 年折溢价套利策略累计收益

	2016 年累计折价套利收益	2016 年累计溢价套利收益	上市以来累计折价套利收益	上市以来累计溢价套利收益
(150201)券商 B	0.14%	-0.76%	45.30%	128.00%
(150206)国防 B	5.00%	-2.05%	174.15%	74.10%
(150172)证券 B	-1.75%	0.00%	79.00%	102.40%
(150182)军工 B	5.59%	-1.17%	37.05%	102.40%
(150153)创业板 B	0.17%	0.00%	74.85%	143.25%

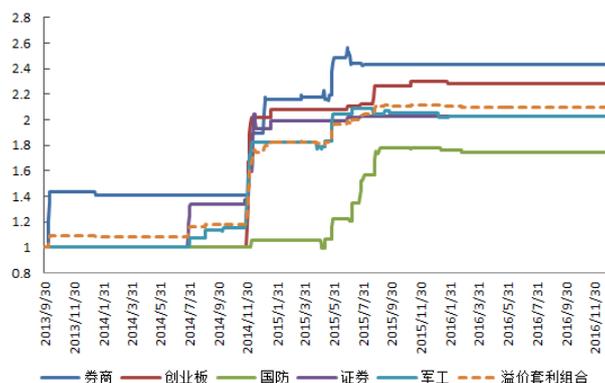
来源：中泰证券研究所

2017 整体折溢价策略展望

- 我们预计 2017 年分级 B 行情预计以波动为主，很难出现大幅溢价套利机会，因此建议低风险的折价套利策略。归根结底，套利来源于活跃的

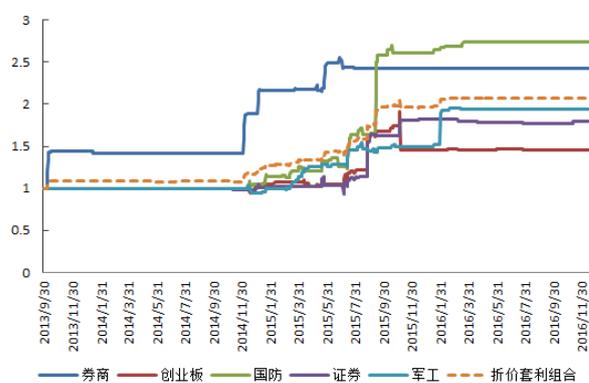
市场交易和价差变动，如果行情依旧沉闷，外加新规 30 万门槛实施后散户参与性降低，想通过套利策略赚的高收益还是相对困难。但一旦有阶段性行情，仍建议关注折溢价套利的短期机会，因为这种策略从胜率来看，只要将触发阈值控制在适当位置（除了申购赎回母基金成本、交易佣金费用，还要考虑资金对价格的冲击成本），胜率可保且风险可控。

图表 31：流动性较高的分级品种溢价套利组合



来源：中泰证券研究所

图表 32：流动性较高的分级品种折价套利组合



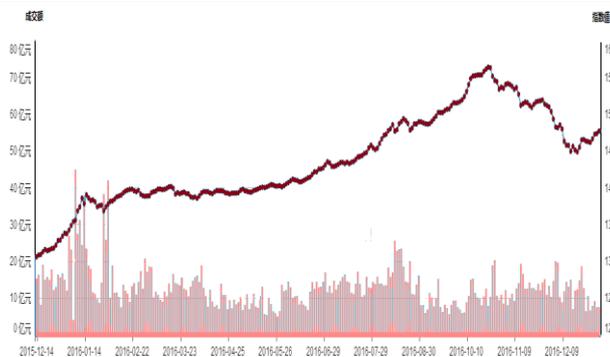
来源：中泰证券研究所

随债而动，分级 A 的牛市

分级 A 紧跟债市，2016 全年步伐稳健

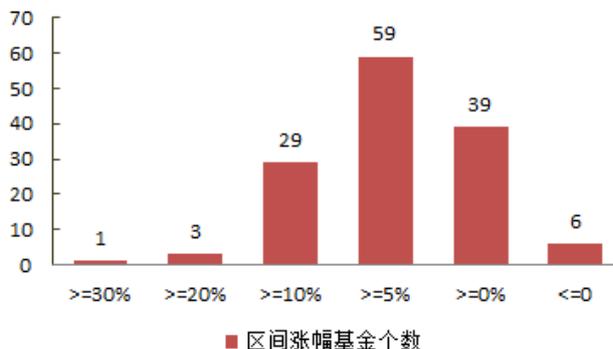
- 2016 全年来看，分级 A 价格指数上涨了 7.4%，是 2016 年的黑马。
- 分级 A 相当于超长久期债，信用风险较低，属于类固收品种，分级 A 的资质要好过长期的 AA+ 企业债，适合做长期配置。当然，分级 A 的一大缺点是场内流动性不高，全市场日均成交只有十几个亿左右，机构若集中出货，会有较高的价格冲击成本。对于短线交易，分级 A 的价格还容易受到来自 B 份额的影响。
- 分级 A 隐含收益率变化趋势基本与 10 年国债到期收益率同步。2016 年 12 月份因为债券利率端的上行，分级 A 隐含收益率也随之向上。截至 2016 年 12 月 31 日，A 隐含收益率水平基本与 20 年 AA+ 到期收益率最接近，年中的利差基本消失，长期配置没有特别大的优势。展望 2017 年，我们预计分级 A 的机会将更多出现在短线操作。

图表 33：分级 A 市场加权价格及成交量走势

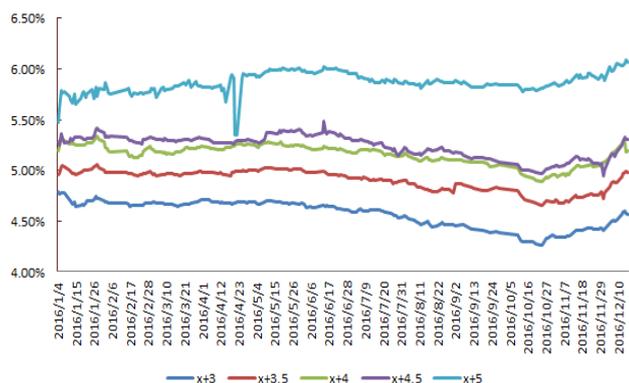


来源：wind, 中泰证券研究所

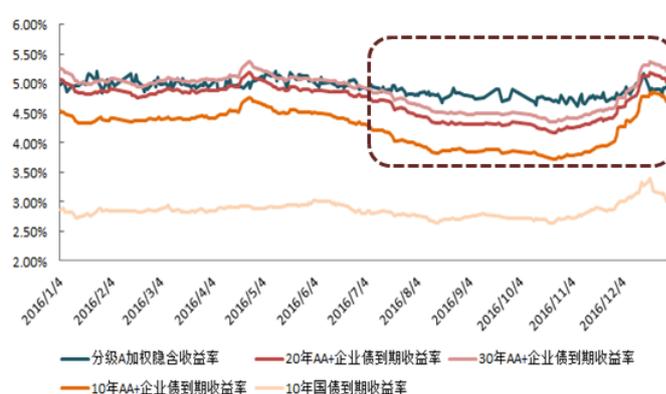
图表 34：2016 年全年 A 品种涨幅区间



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 35：各品类分级 A 隐含收益率走势


来源：中泰证券研究所

图表 36：分级 A 与长端企债及国债收益率比较


来源：中泰证券研究所

债市决定 A，股市影响 A——折溢价“跷跷板”：折溢价决定机制

- 分级基金两类份额之间存在着折溢价传导作用。一般情况下，市场存在整体折溢价套利资金，这部分资金会最大程度消除折溢价率，而母基金净值是分级 A 净值和分级 B 净值之和。因此从长期角度，AB 折溢价率处在跷跷板的两端，分级 A 折价必然带来分级 B 的溢价，反之，分级 A 溢价必然有分级 B 的折价。
- 整体折溢价率 = (A 占比 × A 价格 + B 占比 × B 价格) - 母基金净值
- 单个分级折溢价率 = (价格/净值 - 1) * 100%
- 由于分级 A 的净值全年累计增长，所以分级 A 的折溢价主要取决于价格的变化。分级 A 价格的涨跌与市场情绪有关，当股市情绪较热，债市情绪低迷时，资金倾向选带杠杆的分级 B 并抛掉低收益的分级 A，此时分级 A 的价格会受到打压，因此出现折价。正如 2015 上半年 A 股牛市时，分级 A 受到资金的冷落，大部分品种的折价率较高。但股灾之后，特别是 2016 年层出不穷的信用违约事件，整个市场对信用风险的防范心理不断发酵，保险系和银行系资金对 A 青睐有加。分级 A 受到追捧，价格抬高，2016 年 7 月中旬到 10 月中旬，分级 A 渐渐出现“全民溢价”态势（除两只无下折的分级 A：深成指 A 及 H 股 A），这在整个分级 A 的历史中比较罕见。10 月份以前，债牛捧起了分级 A 牛市。进入 11 月份，债市出现调整，也特别是 12 月份的债市巨震，导致分级 A 应声下跌。不过 12 月下旬债券市场情绪回升，A 价格指数又回到了上升轨道。

分级 A 投资要点及策略表现

- （一）多维度选择分级 A
- 截至 2016 年 12 月 31 日，分级 A 的市场格局是折价溢价参半，对于两类 A，投资逻辑不同，参考指标也有差异。
- 对折价品种来说，选择指标：折价率高 > 下折距离近 > 隐含收益率高。通常折价率最高的是 X+3 类品种。对折价率较高的分级 A，看跌期权价值越高，优先选下折距离近的品种，因为一旦发生下折，此类分级 A

能切实拿到正的看跌期权价值收益。折价 A 的投资者通常是做短期，因此隐含收益率指标重要性较低。如果折价 A 隐含收益率也很高，则强烈建议买入，因为折价率高于隐含收益高往往互相排斥，两者同时出现，则意味着该只分级 A 出现短期错杀，值得买入。

- 对溢价品种来说，选择指标：溢价率低 > 隐含收益率高 > 下折距离远。隐含收益率高的分级通常约定收益率较高，多数在 x+5 以上，适合长期配置型投资者。但溢价 A 存在的问题是，一旦市场变差发生下折，负的看跌期权价值将导致亏损。因为下折时投资者在二级市场买 A 付出的那部分溢价是首先亏损掉的。所以溢价 A 与折价 A 的投资策略不同。

■ (二) 展望：折溢价转换——事件驱动下 A 的机会点

- 政策出台个人不能参与回购质押，去杠杆意图明显。分级基金一直以来都是不可质押品种，这也是它相对债券来说的劣势之一。但限制个人质押的政策出台之后，对分级 A 是变相利好。偏好固定收益类的个人投资者，与其去买不可质押的信用债，分级 A 无疑更有吸引力。2017 的债市目前大方向市场争议也比较多，我们预计，分级 A 作为类债品种，债市的震荡波动会带来相应的折溢价切换机会，以及短期 V 型坑机会，建议多关注流动性好，特别是 X+3 类 A。

■ (三) 风险：2017 年 5 月 1 日《新规》实施前后注意市场波动

- 2016 年 9 月份的《分级征求意见稿》出台，初步确定了要提高 B 投资者门槛，B 遭短期抛售，出现大面积下跌。但事后行情小幅回升，B 情绪回稳。《新规》将于 2017 年 5 月 1 日正式实施，主要目的是抑制 B 市场中小散户。我们预计分级 30 万门槛及投资者面签规定对 B 市场的影响会比较大。如果是牛市，门槛不是大问题。如果是熊市或者行情沉闷背景，大客户购买意愿不强，中小散户只能卖不能买，一旦跌幅过大，投资者可能会在卖不出 B 的情况下通过买 A 合并成母基金赎回。虽然 A 的价格会在短期内可能被抬高，但伴随而来的是母基金和 AB 的场内份额大幅缩水，今后的 A 流动性会进一步降低。对长期投资者来说，持有 A 的目的是到期吃分红，所以没有太大影响，这部分投资者的交易意愿不强。但对短期做波段的投资者，需要注意《新规》正式实施前后的 A 价格波动。

■ (四) 关注：市场利率中枢——大势不可逆

- 前面已经提过多次，分级 A 的表现跟随债市，但强于债市。明年债市走向尚未可期，但 A 的资质相对普通企业债而言非常优秀，仍然有较强的配置价值，目前保险机构客户配置意愿较强，险资占据 56%，散户投资者也是大户居多。

■ (五) 套利：轮动套利策略效果一般

- A 行情来临时，按照隐含收益率做的轮动策略收益较为一般。不如单独持有某一品种。
- 分级 A 轮动套利策略：每次调仓只持有隐含收益率最靠前 N 位的分级 A，为了保障流动性需要，避免资金冲击带来的价格上涨，规定日均成交量高于 100 万，每周调仓一次。
- 从结果来看，轮动策略适用于 A 行情平淡的市场。这种低风险的投资思路目的是选出被低估程度最高的 N 只分级，持有一段时间后等待其估值修复。所以从每次选出的品种来看，往往是溢价率较低、约定收益率较高的 A。但今年 A 市场行情比较火爆，传统的轮动策略失效，全年累计

收益只有 4.3% 左右，表现一般。分级 A 全年涨幅平均为 7.4%，大幅跑赢轮动策略。随着 A 市场流动性逐渐降温，轮动策略的表现预计不会太好。建议投资者根据行情变化进行择时，尤其是折溢价转换时要特别注意 A 的机会。

- 总体来看，债市的震荡预计只是一个开始，明年或持续震荡，黑天鹅事件有可能演变成“天鹅湖”。今年国债期货动辄涨停或跌停的现象，或是常态，在这种背景下，分级 A 的走势会结束牛市，但这并不意味着进入熊市，大的格局是震荡，捕捉短线价差将会成为主要的投资策略，而长期配置策略将会成为次优选择。对长期持有者来说，有溢价转为折价，而隐含收益率又可接受的情形，是配置的良机。

图表 37：大趋势下，直接持有单品种 A 效果较好



来源：wind, 中泰证券研究所

基金市场概览

各类型基金收益表现

- 2016 年全年，跌幅最大的还是股票型基金，细分到标准、行业及指数后，行业股票型基金跌幅最大。货币市场基金及 QDII 表现稍好。债券型基金在 2016 年 11 月份之前业绩持续性一直较强，其中混合偏债类基金持续率达到 68%，纯债型基金持续率达到 77%。但债市黑天鹅的出现使得今年整个债券基金业绩平平，12 月份一个月抹平了不少债券基金的全年业绩，尤其是 2016 年下半年建仓的债券型基金，大多出现 3% 以上的亏损，对稳定回报为目标的债基来说是重创。

图表 38：不同类别基金平均净值增长率

基金类别	参与统计基金数量 (只)	2016 年平均净值增 长率
股票基金	553	-11.40%
混合基金	1149	-8.99%
债券基金	560	0.08%
货币市场基金	351	2.50%
QDII 基金	12	5.54%
封闭式混合基金	4	7.30%
封闭式债券基金	87	1.82%
标准股票基金	103	-12.12%
行业股票型基金	31	-12.85%
指数股票型基金	419	-11.12%

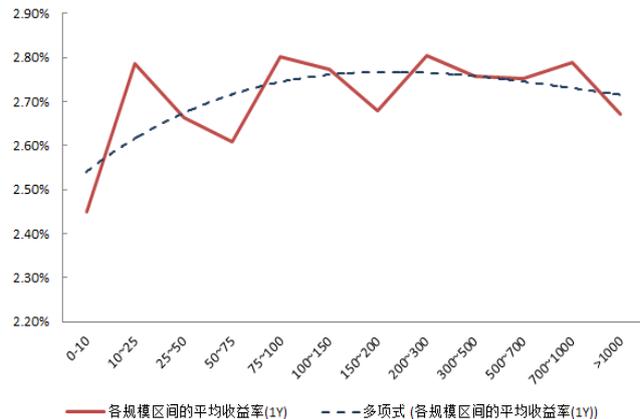
来源：wind, 中泰证券研究所

货币基金投资要点

- 2016 年货币基金仍然占据了整个公募基金市场的半壁江山，占整个公募基金规模的 47%。
- 对于货币型基金，最佳的投资背景是股市行情低迷，资产回报率下降但利率环境稳定。场内交易型货基份额当天就能卖出，卖出份额之后当日也可再买入，日内可以无限次地买入卖出，无需手续费，因此可以“高卖低买”做 T+0 的套利。但通常情况下，场内货基市场套利机会非常少，适合做长期配置。
- 对于长期持有者，根据规模收益比的差分方程，货基规模不宜过大。当然，过小的货币基金比较鸡肋，集中赎回风险较高。建议多关注规模适中的货基，我们在平滑收益后得到，100~300 亿之间的货基较好。

图表 39：尽量规避规模过小/过大基金


来源：中泰证券研究所

图表 40：100~300 亿规模货基收益率较高


来源：中泰证券研究所

■ 货基套利策略

- 一般货基的折溢价套利出现频率不高，建议在资金面紧时，多关注折溢价率指标。如 2016 年 6 月 27 日，场内货币出现大面积折价，折价幅度最高达 0.06%，折价套利年化收益率最高达 10%，原因是年中资金面趋于紧张的机构抛售所致。

图表 41：货币基金折溢价套利策略详解

	信号出现	套利操作	收益来源
折价套利	二级市场价格<净值	买入场内货基，一级市场赎回	价差收益+当日利得
溢价套利	二级市场价格>净值	一级市场申购，场内卖出	价差收益

来源：中泰证券研究所

■ 货基假日效应

- 每周五可以拿到周六+周日的累计，因此通常可以做周一到周四买，周五卖，赚取价差。但通常属于“苍蝇腿肉”，需要考虑到机会成本。

主动权益基金筛选策略

■ FOF 配置底层资产——自下而上选基金

- 由于目标人群风险偏好并不统一，未来 FOF 市场中必然存在低风险偏债和高风险偏股类产品。一般来说，由于很多投资者还是比较看重短期收益，FOF 的资金配置大多需要较长的时间周期，所以 FOF 的短期收益率或许无法快速得到投资者的认可，这对“养大”一支 FOF 基金较为不利。因此，如何选择在收益端优势明显的主动股票型基金，保证其收益端同时能有效控制风险，是构建策略的关键思路。
- 对于定量选择主动权益类基金，难度通常较大，我们根据 Fama-French 模型得到的 alpha 和 R2 构建双因子组合，2016 年回测效果较好：

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} \cdot mkt_t + \beta_{2,i} \cdot smb_t + \beta_{3,i} \cdot hml_t$$

$$factor1 = \frac{mean(\alpha)}{std(\alpha)}$$

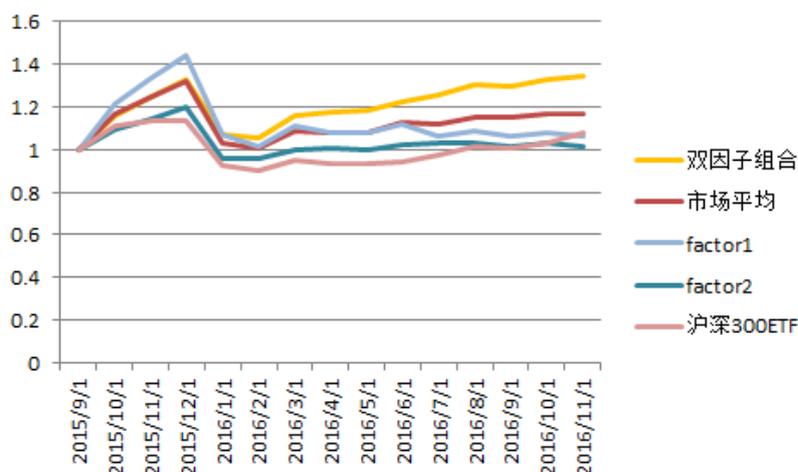
$$factor2 = R^2$$

- (1) 沪深 300ETF 选用在过去 52 周内跟踪误差最小的六只沪深 300ETF (310318.OF、001884.OF、160807.OF、165309.OF、020011.OF、519300.OF)。
- (2) 市场平均收益指 2014 年 11 月 30 日之前成立的 488 只主动权益基金当期的平均净值增长率。

图表 42：双因子组合策略回测指标

	双因子组合	市场平均	factor1	factor2	沪深 300ETF
最大回撤	20.34%	23.71%	29.69%	20.02%	20.55%
年化收益率	29.70%	14.43%	5.65%	1.52%	6.99%
Calmar ratio	1.39	0.55	0.14	0.00	0.27

来源：中泰证券研究所

图表 43：双因子组合策略回测净值走势高出市场平均及单因子组合


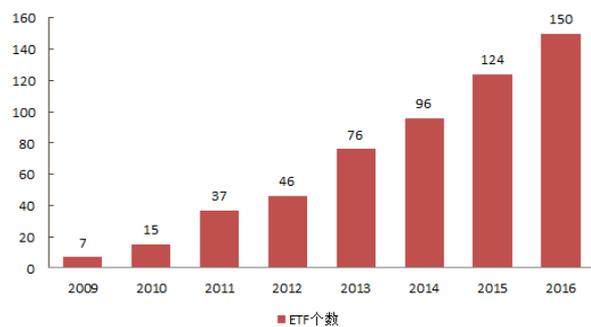
来源：中泰证券研究所

- 结果来看，双因子策略的收益端，跑赢沪深 300 基准和市场平均，年化超额收益分别达到 22.7%和 15.3%。风险端，最大回撤（20.34%）低于沪深 300ETF 最大回撤（20.55%）和市场平均最大回撤（23.71%）。按 calmar ratio 来综合考量收益和风险，双因子组合（1.39）远超过单因子组合（0.14/0.001）以及市场基准（0.27）和市场平均（0.55）。综上，双因子组合在收益端和风险端均占优势，契合了我们选择主动股基时的基本原则。

ETF 指数型基金——大类资产配置的基础

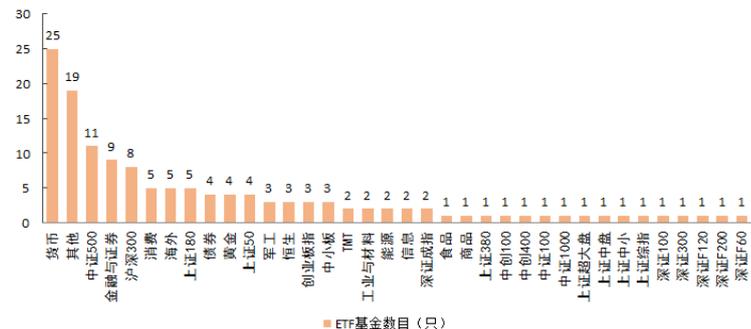
- 传统的大类配置多为主观战略性配置，但随着黑天鹅事件的发生，让越来越多投资者认识到从量化角度控制风险的必要性，因此风险平价等从风险端出发的资产配置策略受到市场热捧，目前国内的公募 FOF 进程逐步加快，ETF 作为底层基金的配置需求预计会非常旺盛。从 ETF 投资标的来看，多以股票型为主，4 只商品型（以黄金为主），5 只债券型，9 只海外。基本涵盖了股票、债券、货币、黄金、跨境、商品及各行业和热点板块。2016 年底场内 ETF 有 150 只，场内流通总份额为 3072 亿元，基金净资产为 4672 亿份（截至 2016 年三季度）。

图表 44: ETF 发行数量稳步向上



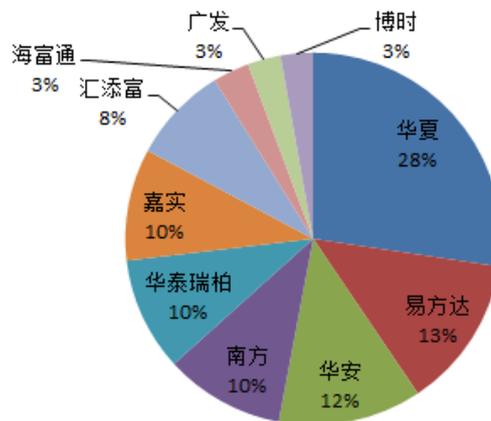
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: 行业/指数 ETF 基金数量



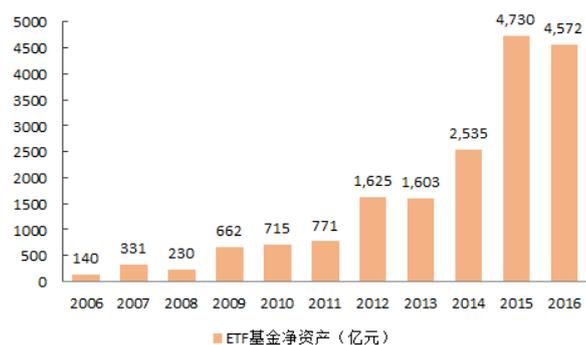
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: 国内公募基金 ETF 布局情况



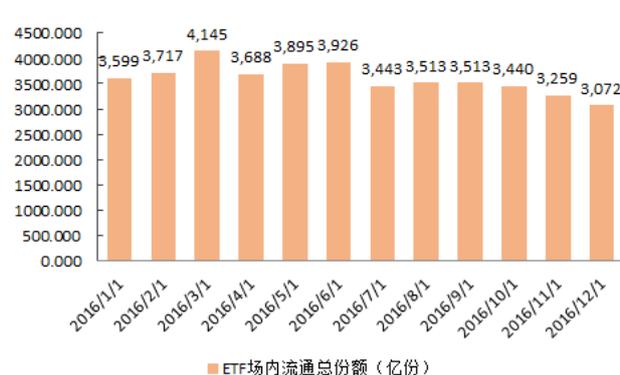
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: ETF 基金净资产持续上升



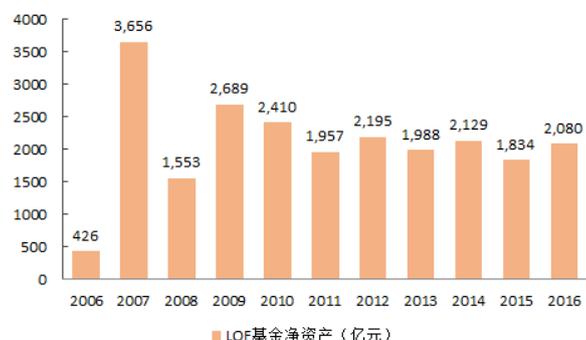
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: 2016 年 ETF 场内流通份额



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: LOF 基金净资产变动



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: 2016 年 LOF 场内流通份额

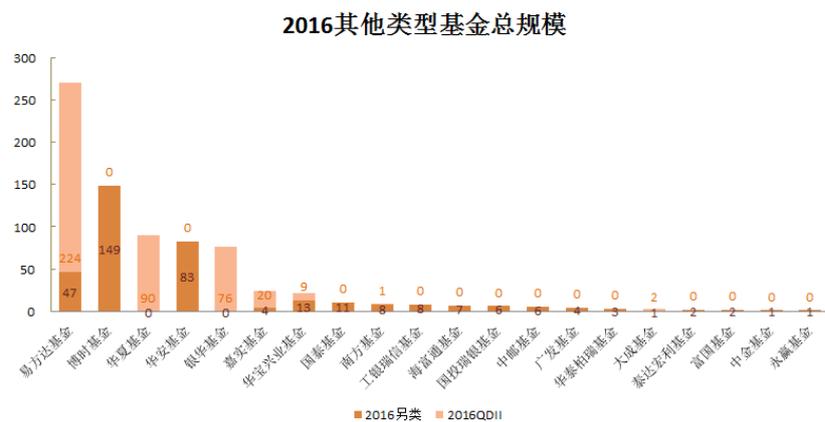


来源: wind, 中泰证券研究所

QDII 基金与另类投资基金——剑走偏锋

- QDII 主要立足于海外市场，2016 年在国内市场一片惨淡的情况下，整个 QDII 市场平均收益在 6.4% 左右。目前国内易方达、华夏和银华的 QDII 布局规模处在前列，博时、华安和易方达在另类基金（商品型+股票多空型）分列前三。2016 年最高的产品收益为 49.848%（中银标普全球精选），非常具有吸引力。2016 年原油类 QDII 产品表现都相当不错。在未来人民币贬值压力仍存的大环境下，QDII 产品能享受汇差收益。由于 QDII 产品不少对标美国和香港，看好港股投资者可以提前进行布局。

图表 51：2016 年商品+多空+QDII 基金总规模（亿元）



来源：wind, 中泰证券研究所

风险提示

政策风险

- 2017 年 5 月 1 日，《分级基金新规》将正式实施，其中 30 万门槛及面签将预计或许影响市场流动性，建议关注。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。