

分析师:

苏竞为

sujingwei@xyzq.com.cn

S0190516080002

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

兴业支点:《分级基金业务管理指引》征求意见稿出台,影响几何?

2016年09月10日

报告关键点

投资要点

- 2016年9月9日(周五),沪深交易所发布了《分级基金业务管理指引(征求意见稿)》。在《指引》中,沪深交易所加强**分级基金投资者的准入门槛**和**加强风险警示措施**。
- 对此我们的解读是:1)、对分级B而言,仅20%的投资者符合准入要求,流动性经受考验。2)、对整体市场规模而言,短期影响或有限,中长期将面临萎缩。3)、对分级A而言或不必太悲观。若是配置型投资者,分级A的持有策略或不受影响,但交易成本可能会大幅增加。
- 本周分级A成交额共52.22亿,日均成交额较上周**减少1.34亿**,平均涨跌幅0.70%,场内份额**净流出3.29亿**。分级B成交额共179.41亿,日均成交额较上一周**增加1.99亿**,平均涨跌幅1.13%。成交额前20的分级B,折价率扩大0.71%。
- 本周场内份额流入较多的分级基金为**银华深证100、申万菱信中证环保产业、招商中证证券公司、鹏华中证银行和前海开源中航军工**,AB份额总计流入2.59亿、2.28亿、1.52亿、1.45亿和1.24亿。本周场内份额流出较多的分级基金为**富国中证移动互联网、H股分级、富国创业板分级、申万菱信中证申万证券和富国中证军工**,AB份额总计流出2.88亿、2.26亿、2.08亿、1.18亿和1.02亿。
- **下周分级A重点关注:**我们建议关注流动性好,隐含收益率相对较高,且潜在下折亏损相对较小的品种,如互联网A(150194)、金融A(150157)、创业板A(150152)、煤炭A级(150289)和医药A(150130)。
- **下周分级B重点推荐:**银行B(150228)和传媒B级(150248)。

相关报告

《50指数走势偏弱,后市维持偏谨慎预期——兴业期权水晶球20160908》2016-09-08

《50指数相对强势,投资者看涨情绪降低——兴业期权水晶球20160907》2016-09-07

《准确提示上涨机会,后市投资者情绪维持正面——兴业期权水晶球20160906》2016-09-06



目 录

1、市场热点：《分级基金业务管理指引》征求意见稿出台，影响几何？	- 3 -
1.1、分级 B：仅 20% 的投资者符合准入要求，流动性经受考验	- 3 -
1.2、市场规模：短期影响或有限，中长期将面临萎缩	- 4 -
1.3、分级 A：或不必要太悲观，去留仔细思量	- 5 -
2、本周分级市场回顾	- 6 -
2.1、基础市场回顾	- 6 -
2.2、分级 A 类份额回顾	- 7 -
2.3、分级 B 类份额回顾	- 8 -
2.4、场内份额变动回顾	- 8 -
3、下周分级市场展望	- 9 -
3.1、套利机会提示	- 9 -
3.2、分级 A 重点关注	- 9 -
3.3、分级 B 重点关注	- 9 -
图 1、分级 B 的平均每户持有规模（单位：万元，数据日期：20160630）	- 4 -
图 2、持有分级 B 的账户数量	- 4 -
图 3、分级 B 的持有市值	- 5 -
图 4、分级 A 价格指数与成交额	- 6 -
图 5、上周各指数表现	- 7 -
图 6、上周申万一级行业指数表现（涨跌幅前五和后五）	- 7 -
表 1、本周表现最好和成交量最高的 5 只分级 A	- 8 -
表 2、本周表现最好和成交量最高的 5 只分级 B	- 8 -
表 3、本周场内份额流入最多的 5 只分级和流出最多的 5 只分级	- 8 -
表 4、分级套利推荐	- 9 -
表 5、分级 A 推荐组合	- 9 -
表 6、分级 B 推荐组合	- 10 -

报告正文

1、市场热点：《分级基金业务管理指引》征求意见稿出台，影响几何？

2016年9月9日（周五），沪深交易所发布了《分级基金业务管理指引（征求意见稿）》（以下简称《指引》），《指引》征求意见的截止时间为10月9日。

在《指引》中，最值得关注的的一个内容是，沪深交易所加强了**分级基金投资者的准入门槛**，具体措施包括：

（1）、最近20个交易日其名下日均证券类资产合计**不低于30万元**。证券类资产包括投资者持有的客户交易结算资金、股票、债券、基金、证券公司资产管理计划等资产，不包括投资者通过融资融券交易融入的资金和证券。

（2）、要求个人投资者及一般机构投资者在开通分级基金的**子份额买入**（包括A份额和B份额）和**基础份额分拆**的权限前需通过会员综合评估并签署《分级基金投资风险揭示书》。

（3）、《指引》正式实施后，对于存量个人投资者及一般机构投资者，必须向会员申请开通分级基金的子份额买入和基础份额分拆的权限。若不满足投资者适当性条件，可以自主选择**继续持有、卖出或者合并赎回**当前持有的分级基金份额。

另一个重要内容是关于**加强风险警示措施**。分级基金发生份额折算的，沪深交易所根据基金管理人申请暂停、恢复申购赎回业务及停复牌业务。其中，在折算基准日当天，B份额将增加一个停牌时段，即13:00-14:00。

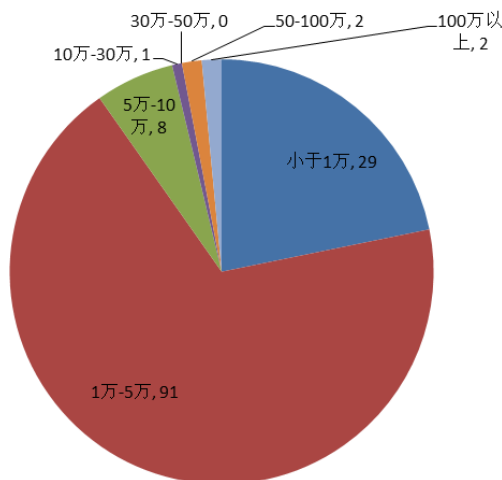
考虑到《指引》出台需证券公司进行技术系统改造，并为合格投资者开通交易及相关业务权限，为确保分级基金交易正常进行，《指引》从发布到实施将预留一段时间的**过渡期**。

1.1、分级B：仅20%的投资者符合准入要求，流动性经受考验

通常来说，**分级B的投资者以散户为主**。根据基金半年报披露的数据，股票型分级B的个人投资者占比高达90%，平均每户持有基金的平均规模为**5万元左右**。

据统计，有29只分级B**平均每户持有规模小于1万元**，有91只分级B**平均每户持有规模在1-5万元之间**，有8只分级B**平均每户持有规模在5-10万元之间**，有1只分级B**平均每户持有规模在10-30万元之间**，各有2只分级B的**平均每户持有规模在50-100万元和100万元以上**。

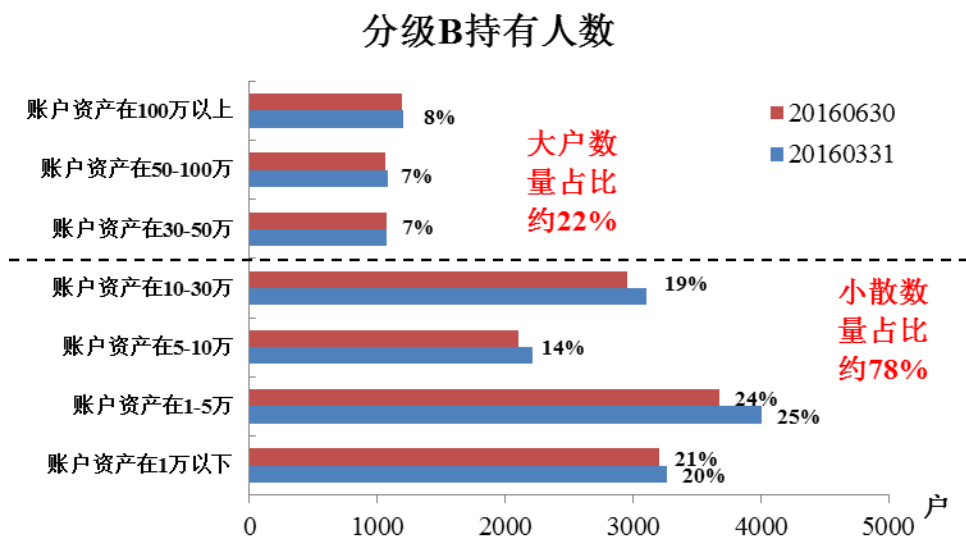
图 1、分级 B 的平均每户持有规模（单位：万元，数据日期：20160630）



资料来源：兴业证券研究所

而根据某券商经纪业务数据，其客户账户数量在 100 万以上，而持有分级 B 的客户账户数量在 1.5 万左右。截至 2016 年 6 月 30 日，账户资产在 30 万以下且持有分级 B 的客户账户数量约 1.2 万，占持有分级 B 的账户数量比例高达 78%；账户资产在 30 万以上且持有分级 B 的客户账户数量仅 3000 户左右，占比约 22%。由此可见，《指引》正式实施后，仅有 20% 的投资者符合准入门槛。市场参与人数锐减，这对分级基金的流动性将带来极大考验。

图 2、持有分级 B 的账户数量



资料来源：兴业证券研究所

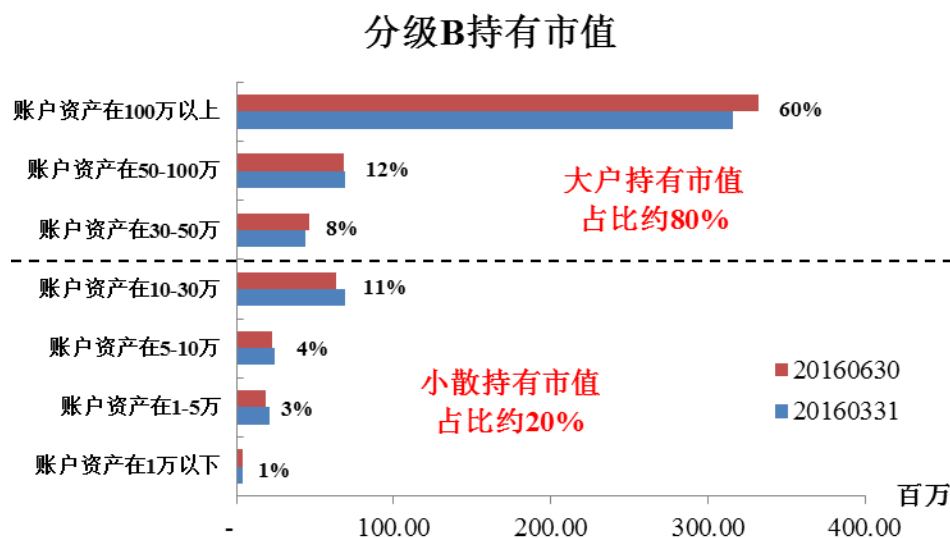
1.2、市场规模：短期影响或有限，中长期将面临萎缩

根据某券商经纪业务数据，截至 2016 年 6 月 30 日，账户资产在 30 万以下的客户持有分级 B 的市值仅 1 亿左右，占分级 B 持有总市值的比例仅 20%；而账户

资产在 30 万以上的客户持有分级 B 的市值达到 4.5 亿元，占分级 B 持有总市值的比例约 80%。

以上数据充分体现了“二八原理”，即 20% 的投资者持有 80% 的市值，而 80% 的投资者仅持有 20% 的市值。根据“二八原理”，我们可以推断在《指引》正式实施后，尽管大部分的投资者不符合分级基金的准入门槛，但他们实际持有的规模或只占市场规模的小部分，因此短期来看，这部分投资者即使采取合并赎回也对市场整体规模的影响相对有限。

图 3、分级 B 的持有市值



资料来源：兴业证券研究所

但是中长期来看，分级市场的规模将大概率出现萎缩。这其中的逻辑在于，在《指引》正式出台后，分级 B 的投资者人数锐减，场内的流动性会受到很大的影响。如果市场继续维持震荡，不出现趋势性上涨的行情，那么可以预见分级 B 未来的买卖双方力量是悬殊的（买盘少于卖盘），这将导致分级 B 的折价率进一步拉大。随着分级 B 的折价率拉大，分级基金很有可能会出现持续的整体折价现象，吸引套利资金进场。套利资金通过买入 A、B 份额，合并赎回成母基金获取套利收益，这个套利过程将伴随着分级的场内规模逐渐缩减。

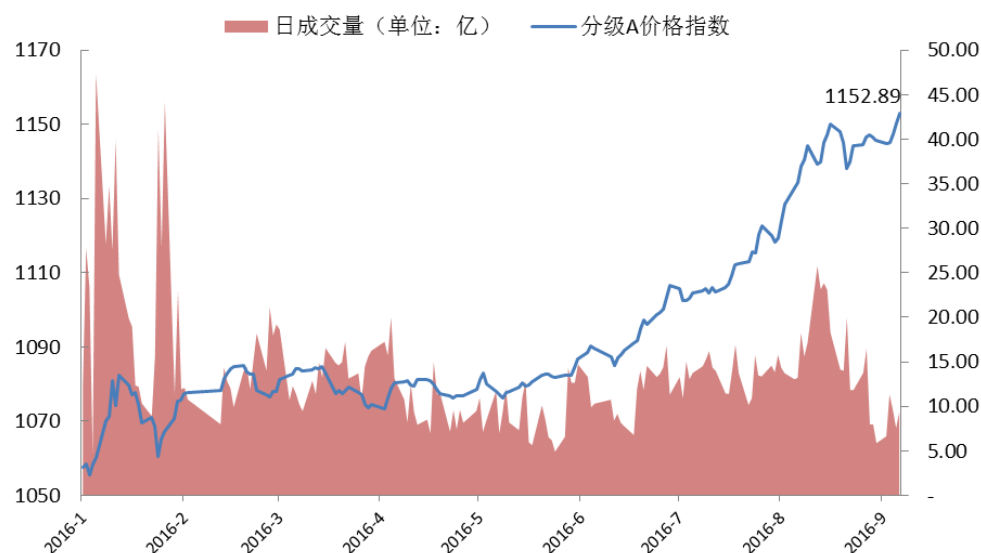
1.3、分级 A：或不必要太悲观，去留仔细思量

首先，分级 A 的投资者中 80% 以上都是机构投资者。根据《指引》，专业机构投资者无须进行分级基金相关权限申请，受到的边际影响应该不大。其次，分级 A 价格目前主要影响因素仍是其债券属性，债市波动对其的影响更为深远。

若如我们前文所说，分级基金未来持续出现整体折价现象，那么套利资金将为分级 A 提供大量的流动性，届时或许是分级 A 的投资者获利了结的时机。

若是**配置型投资者**，在没有更好的投资标的时，可选择继续持有分级 A，依然可以获得相应收益。但需要注意的是，分级 A 与分级 B 并非是割裂的市场，分级 B 的流动性变差势必会传导到分级 A。到那时，分级 A 的持有策略或不受影响，但交易成本可能会大幅增加。

图 4、分级 A 价格指数与成交额



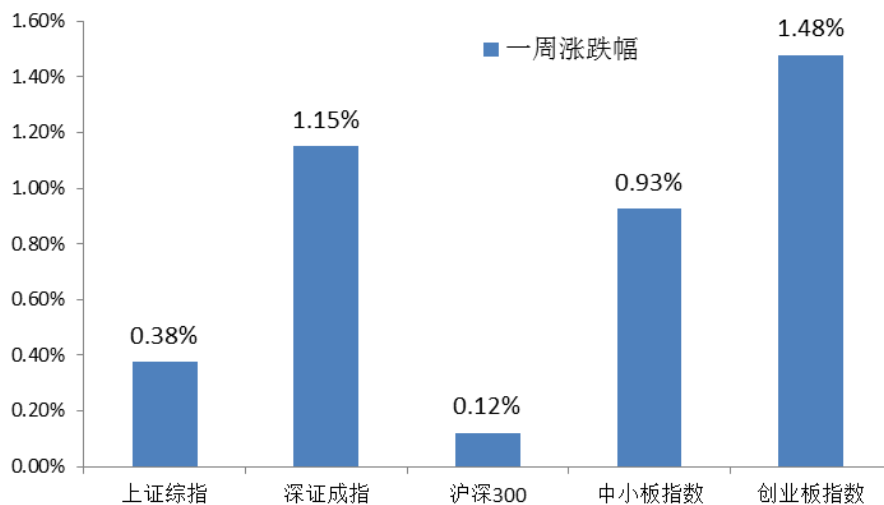
资料来源：兴业证券研究所

2、本周分级市场回顾

2.1、基础市场回顾

本周，市场继续缩量盘整。截至本周五，上证综指收于 3078.86 点，全周微涨 0.38%；深证成指收于 10762.79 点，全周上涨 1.15%；沪深 300 收于 3318.04 点，全周微涨 0.12%；中小板指收于 6935.74 点，全周上涨 0.93%；创业板指数收 2202.97 点，全周上涨 1.48%。

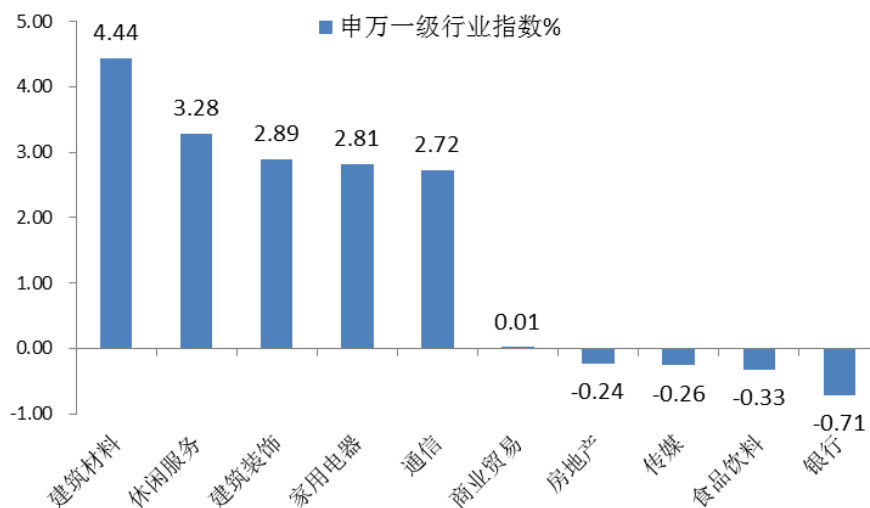
图 5、上周各指数表现



资料来源：兴业证券研究所

行业指数涨跌互现，涨跌幅排名前五的行业分别是建筑材料、休闲服务、建筑装饰、家用电器和通信，分别上涨 4.44%、3.28%、2.89%、2.81%和 2.72%；表现靠后的有商业贸易、房地产、传媒、食品饮料和银行，分别上涨 0.01%和下跌 0.24%、0.26%、0.33%和 0.71%。

图 6、上周申万一级行业指数表现（涨跌幅前五和后五）



资料来源：兴业证券研究所

2.2、分级 A 类份额回顾

本周分级 A 成交额共 52.22 亿，日均成交额较上周减少 1.34 亿，平均涨跌幅 0.70%，分别是 119 只上涨、9 只下跌，场内份额净流出 3.29 亿。

表 1、本周表现最好和成交量最高的 5 只分级 A

分级 A 代码	分级 A 简称	综合表现 居前 (涨跌幅)	本周成交量 (亿元)	分级 A 代码	分级 A 简称	成交额 居前 (亿元)	本周涨跌幅
150092.SZ	诺德 300A	4.19%	0.00	150175.SZ	H 股 A	4.34	1.02%
150279.SZ	新能 A	4.00%	0.01	150200.SZ	券商 A	3.77	0.38%
150123.SZ	建信 50A	3.48%	0.73	150194.SZ	互联网 A	3.05	0.58%
150059.SZ	资源 A 级	3.46%	0.00	150018.SZ	银华稳进	2.68	0.48%
150263.SZ	1000A	2.66%	0.00	150130.SZ	医药 A	2.67	1.19%

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

2.3、分级 B 类份额回顾

本周分级 B 成交额共 179.41 亿, 日均成交额较上一周增加 1.99 亿, 平均涨跌幅 1.13%, 分别是 83 只上涨、45 只下跌, 场内份额净流出 3.28 亿。成交额前 20 的分级 B, 折价率扩大 0.71%。

表 2、本周表现最好和成交量最高的 5 只分级 B

分级 B 代码	分级 B 简称	综合表现 居前 (涨跌幅)	本周成交量 (亿元)	分级 B 代码	分级 B 简称	成交额 居前 (亿元)	本周涨跌幅
150170.SZ	恒生 B	11.56%	1.88	150201.SZ	券商 B	29.21	-0.35%
150324.SZ	环保 B 端	10.41%	0.33	150153.SZ	创业板 B	15.24	1.41%
150176.SZ	H 股 B	9.53%	5.38	150206.SZ	国防 B	13.26	1.88%
150278.SZ	高铁 B	7.16%	1.58	150172.SZ	证券 B	13.24	-0.79%
502032.SH	高铁 B	6.73%	0.03	150195.SZ	互联网 B	10.84	1.27%

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

2.4、场内份额变动回顾

本周场内份额流入较多的分级基金为银华深证 100、申万菱信中证环保产业、招商中证证券公司、鹏华中证银行和前海开源中航军工, AB 份额总计流入 2.59 亿、2.28 亿、1.52 亿、1.45 亿和 1.24 亿。

本周场内份额流出较多的分级基金为富国中证移动互联网、H 股分级、富国创业板分级、申万菱信中证申万证券和富国中证军工, AB 份额总计流出 2.88 亿、2.26 亿、2.08 亿、1.18 亿和 1.02 亿。

表 3、本周场内份额流入最多的 5 只分级和流出最多的 5 只分级

份额流入最多的分级基金	份额增加额 (亿)	份额增加占比
银华深证 100	2.59	3.86%
申万菱信中证环保产业	2.28	26.50%
招商中证证券公司	1.52	0.73%

鹏华中证银行	1.45	2.23%
前海开源中航军工	1.24	1.73%
份额流出最多的分级基金	份额减少额 (亿)	份额减少比例
富国中证移动互联网	-2.88	-3.18%
H股分级	-2.26	-3.17%
富国创业板指数分级	-2.08	-2.97%
申万菱信中证申万证券	-1.18	-1.66%
富国中证军工	-1.02	-1.69%

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

3、下周分级市场展望

3.1、套利机会提示

我们的推荐逻辑是, 选取整体折溢价率较高且流动性较好的品种。本期推荐关注**添富恒生 (164705)**, 整体溢价率为 1.27%。

表 4、分级套利推荐

母基金代码	母基金简称	分级 A 代码	分级 A 简称	分级 A 日均成交量 (千万)	分级 B 代码	分级 B 简称	分级 B 日均成交量 (千万)	整体折溢价率
164705	添富恒生	150169	恒生 A	1.33	150170	恒生 B	3.76	1.27%

资料来源: 集思录, 兴业证券研究所

3.2、分级 A 重点关注

目前分级 A 普遍处于溢价交易, 我们建议关注流动性好, 隐含收益率相对较高, 且潜在下折亏损相对较小的品种。本期推荐组合如下表所示。

表 5、分级 A 推荐组合

基金代码	基金简称	现价	折价率	利率规则	隐含收益率	下折亏损/下折平均时间	整体折溢价率
150194	互联网 A	1.045	-1.16%	3.00%	4.45%	-0.05%	-0.13%
150157	金融 A	1.062	-2.61%	3.20%	4.58%	-0.05%	-0.27%
150152	创业板 A	1.086	-5.03%	3.50%	4.75%	-0.29%	-0.39%
150289	煤炭 A 级	1.089	-4.71%	4.00%	5.24%	-0.12%	0.00%
150130	医药 A	1.101	-6.12%	4.00%	5.17%	-0.28%	0.00%

资料来源: 集思录, 兴业证券研究所

3.3、分级 B 重点关注

我们的推荐逻辑是, 根据兴业行业轮动策略推荐的行业, 选取流动性好、价格杠杆比较高、且处于整体折价的品种。本期推荐组合如下表所示。

表 6、分级 B 推荐组合

基金代码	基金简称	现价	溢价率	价格杠杆	对应 A 的利率规则	下折距离	整体折溢价率
150228	银行 B	0.693	-1.70%	2.52	3.00%	26%	0.06%
150248	传媒 B 级	0.576	-9.42%	2.91	4.00%	23%	-0.26%

资料来源：集思录，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15%;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。