

分级基金投资教育材料

一、分级基金的定义

分级基金指事先约定基金的风险收益分配,将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额,并可将其中部分或者全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金。其中,分级基金基础份额称为母基金份额或基础份额,预期风险收益较低的子份额称为稳健份额或A份额,预期风险收益较高的子份额称为激进份额或B份额。三类基金净值关系如下:母基金净值 = A类子基金份额净值 × A份额所占比例 + B类子基金份额净值 × B份额所占比例。母基金净值扣除A类净值后的部分就是B类份额净值。从投向来看,母基金以主动或被动的方式投资于股票或债券市场,但以被动股票型分级基金为主,且大多数被动股票型分级基金的A、B份额配比为1:1。如鹏华中证A股资源产业指数分级基金被动跟踪中证A股资源产业指数,如图1所示:

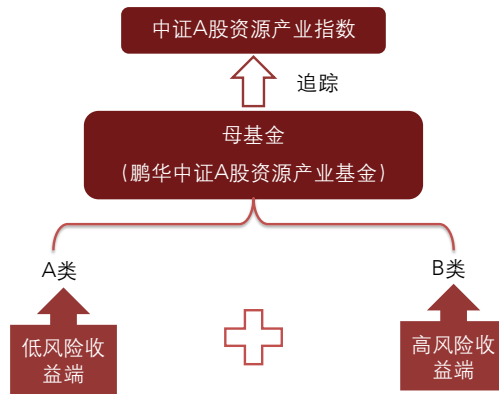


图1 分级基金基本结构图解

二、分级基金收益分配

简单来说,分级基金可看作通过基金合同进行标准化约定的“配资”行为,即B份额向A份额借钱投资指数,然后向A份额支付一定利息(约定收益)。通常情况下,A份额获得约定收益率,如一年期定存+3%;而B份额获得剩余收益,取得杠杆效应。如图2所示:

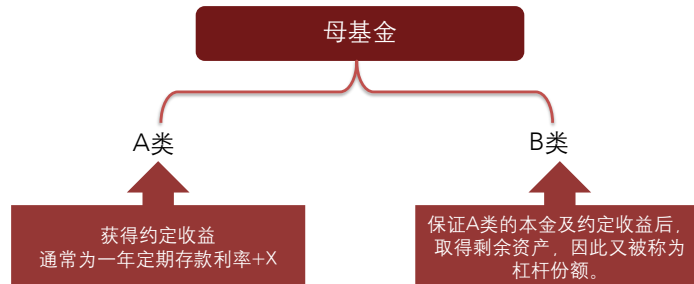


图2 分级基金收益分配图解

三、分级基金交易模式

目前主流的股票型分级基金的母基金可以通过场外、场内两种方式募集。基金成立后,母基金可在场外、场内申购和赎回;投资者在场内认购/申购的母基金可分拆成A份额和B份额并上市交易,但不能申赎;投资者在场内买入的A份额和B份额也可合并成母基金在场内赎回。分级基金可在深交所或上交所上市交易,但模式略有不同,其中深交所模式中母基金只能申购赎回、不可交易;而上交所模式中母基金即可申购赎回,也可上市交易。如图3所示:

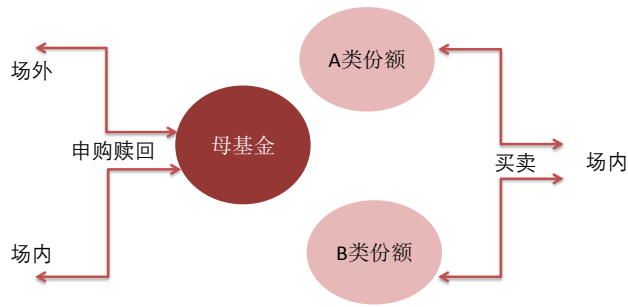


图3 分级基金交易模式图解

四、分级基金交易策略

(一) 分级A交易策略

场内交易的约定收益分级A具有固定收益的属性，但同时也受到A、B份额分拆合并机制的影响，其市场价格的波动不仅需要考察债性的方面，也需要综合考虑套利参与者带来的市场冲击。分级A投资时建议关注的要点如下：

1、关注流动性好的品种

分级A交易时仍需优先选择成交量大的高流动性品种。目前市场达成共识的分级A理论定价中枢是以分级A作为债性品种计算的理论持有到期收益率，而市场容量足够大才容易吸引机构投资者的配置需求，引领分级A价格向合理的债性价值回归，定价公式计算的理论价格才具有投资指导性。

2、选择隐含收益率高的品种，相近情况下应首选折价交易品种

分级指基A份额目前市场中有永续型和有期限型两类，其中永续模式是目前的主流模式。有期限的分级A到期可以赎回基金份额的方式实现本息收益，类似固定期限的债券定价，持有收益可类比同等期限债券；永续A则可以参照永续债，目前市场普遍采用永续债的简易近似估值公式计算持有永续A的隐含收益率。隐含收益率越高，对配置型投资者的理论投资价值越高。

3、关注套利交易砸出的“黄金坑”

牛市中市场热捧分级B，可能压制分级A隐含收益率向理论水平的回归，因此投资者可关注套利交易砸出的“黄金坑”。一般市场情况下，债市收益率下行时，分级A相对债券吸引力提升，理论来讲利好市场价格的上漲，但在牛市中，市场热捧分级B，长期造成母基金溢价，套利者的存在将压制分级A价格，使得隐含收益率维持在较高水平，偏离理论价值，交易型投资者可以关注套利短期冲击过后的分级A交易机会。

4、分级B大幅下跌的调整期，分级A可能出现上涨机会

与上例相反，如果分级B出现大幅下跌预期，母基金将有折价压力，买入分级A与B份额合并赎回的反向套利机制将可能推动分级A的价格出现一波上涨行情。

(二) 分级B交易策略

除国投瑞银瑞和300外，场内主流分级指基的设计原理为B类投资者向A类投资者“借钱炒股”，享有扣除A份额约定收益后的剩余收益。B类投资者主要为希望获得指数杠杆收益的投资者。目前市场中跟踪主板、中小板、创业板、恒生指数等宽基指数，金融、地产、医药、军工、环保、有色、TMT、食品饮料等行业指数，以及国企改革等主题指数的分级基金均已齐备，基本可以涵盖市场的阶段性热点和投资者的轮动操作需求。众多分级B中，很多品种跟踪标的相似，但杠杆、成交热度却各不相同，选择具体标的时提醒投资者注意以下几点：

1、关注流动性

优先选择成交量大、投资者关注度高的标的品种，避免不利市场条件下出现流动性枯竭的风险，以及减少交易成本。

2、投资者可根据自己的市场判断选择参与的指数标的

需要注意有些跟踪相同行业的分级 B 的具体跟踪标的略有不同，例如，医药 B(150131)跟踪的是国证医药指数(399394)，而医药 800B(150149)跟踪的是中证 800 制药与生物科技指数(000841)。建议投资者参看指数权重和成分股加以选择。

3、同等条件下优先选择价格杠杆高、整体溢价率低的品种

多支产品符合基本选择要求时，价格杠杆高的产品相对弹性更大，整体溢价率低的品种遇到套利盘抛压的可能性较小。整体溢价率 5% 以上的基金建议暂时谨慎，后续随着申购套利资金的入场，2-3 个工作日后可能出现套利卖盘，价格有下跌压力。

4、有期限的分级指基不建议重点关注

有分级运作期限的分级基金目前不是市场的主流品种，除商品 B(150097)之外，大部分品种交易并不活跃，不建议重点关注。此类品种在临近到期时需要关注 B 份额的溢价情况，溢价率在折算为 LOF 份额时会填平，因此过高的溢价率会造成较大损失。

五、分级基金套利流程

因为 A 份额和 B 份额是从母基金中分出来的，按照基金交易的规则，投资人可以从二级市场买入相同数量的 A 份额和 B 份额，合并成母基金赎回，也可以到基金公司先行申购母基金，然后转到二级市场将它拆为同样份额的 A 和 B，这个过程叫申购、拆分。由于 A 份额和 B 份额在交易所市场上交易，交易价格由供需关系决定，可能偏离净值，存在折溢价，从而出现套利机会。

当二级市场折价时，套利的操作流程如下：

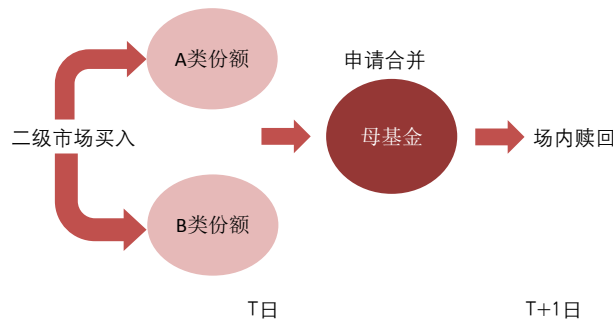


图 4 二级市场折价时的套利图解

当二级市场溢价时，套利的操作流程如下：

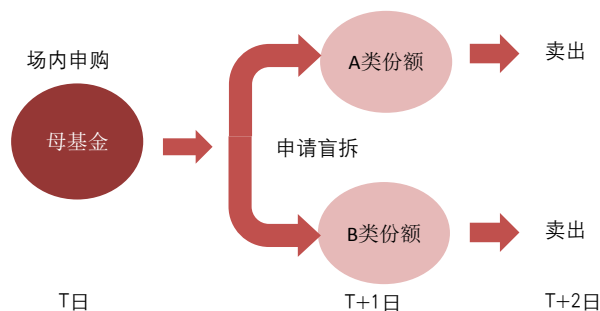


图 5 二级市场溢价时的套利图解

六、分级基金的折算

分级基金的折算分为定期折算和不定期折算。

定期折算是指合同约定在每年某一固定日期，分级基金中 A 份额、B 份额和母基金三类基金净值重新归 1，超过 1 元部分返还给投资者等额的母基金份额。定期折算条款的目的在于实现 A 份额的约定收益。每到折算日，A 份额可以母基金份额的形式获得其净值超过 1 元的部分（即每期约定收益率），而赎回这些母基金份额即可兑现每期的约定收益。由于目前多数被动股票型分级基金的 A 份额都是折价的，定期折算机制相当于使部分折价的 A 份额以净值兑现。

不定期折算分为上折和下折，下面将具体探讨分级基金上折、下折的内涵及风险特征。

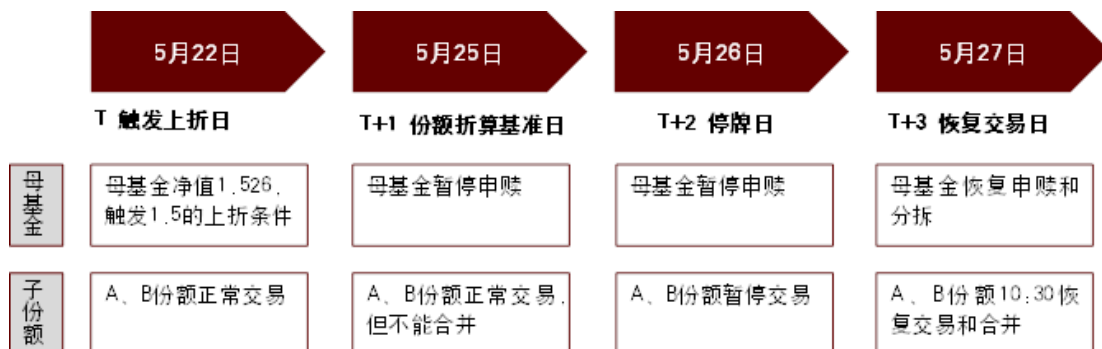
（一）上折

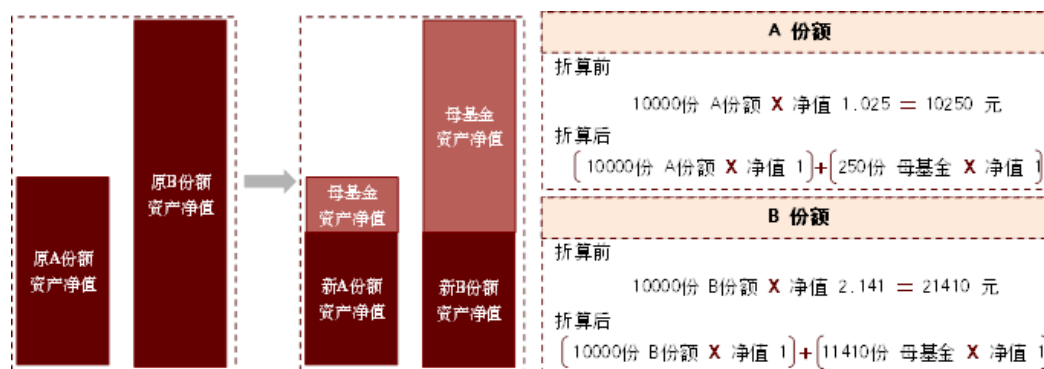
1、上折内涵

在牛市中，当母基金净值增长时，B 份额净值更加快速的增长，因此 B 类资产规模相对 A 类资产规模的比例就会越来越大，杠杆逐步下降。通过“上折”，A、B 份额净值将重新归一并恢复初始杠杆，提升 B 份额的吸引力。上折的触发条件一般是母基金的单位净值，当触发上折阈值（一般为 1.5 或 2）后，A、B 份额净值超过 1 元的部分均折算为母基金份额，同时母基金和 A、B 份额净值归一。分级基金“上折”本质上来讲，是对分级 A 提前支付应计利息，对分级 B 分红，并不改变实质资产价值。

【上折举例】富国国企改革（161026）5 月 22 日母基金净值 1.526，触发 1.5 的上折条件，以下一交易日 5 月 25 日为基准日办理不定期份额折算业务。折算期间，5 月 25 日-26 日母基金停止办理申赎和配对转换业务，5 月 27 日恢复；5 月 26 日国企改革 A（150209）、国企改革 B（150210）停牌一天，5 月 27 日上午 10:30 后复牌。折算基准日富国国企改革（161026）母基金净值 1.583，国企改革 A（150209）、国企改革 B（150210）净值分别为 1.025、2.141，折算后，每 1 份折算前国企改革 A（150209）份额变更为 1 份折算后国企改革 A 份额（净值 1）+0.025 份富国国企改革（161026）母基金份额（净值 1）；每 1 份折算前国企改革 B（150210）份额变更为 1 份折算后国企改革 B 份额（净值 1）+1.141 份富国国企改革（161026）母基金份额（净值 1）。折算前后投资者持有的以净值计算的资产净值不变。

【上折流程举例】





2、上折风险特征

从本质上来看，上折对 A 份额相当于提前支付应计利息，对 B 份额相当于分红，并不改变实质资产价值。但由于折算前场内份额以交易价格估值，上折后恢复交易当日的前收盘价却设定为折算后的单位净值，抹平了上折前 A、B 份额的折溢价，因此上折后投资者账户中的资产估值可能出现较大波动，分级 A、B 的交易价格也常常出现涨跌停以快速恢复折算前的资产净值。此外，由于上折后杠杆恢复至初始水平，分级基金将获得一次重定价机会，新的份额溢价率可能恢复至新基金的水平。

举例来看，国企改 A（150209）、国企改 B（150210）停牌前交易价格分别为 0.878、2.335，相比净值 1.025、2.141，分别折价 14.3% 和溢价 9.1%，整体溢价率为 1.5%。折算后，原 1 份国企改 A（150209）估值调整为 1.025（1 份折算后国企改 A 份额（净值 1）+ 0.025 份富国国企改革（161026）母基金份额（净值 1）），原 1 份国企改 B（150209）估值调整为 2.141（1 份折算后国企改 B 份额（净值 1）+ 1.141 份富国国企改革（161026）母基金份额（净值 1）），A 份额持有人账户立刻出现 14.3% 的估值浮盈，B 份额持有人账户立刻出现 9.1% 的估值浮亏。假设折算期间母基金净值涨幅为零，A 份额价格需要累计下跌 14.7%（ $(1.025 - 0.878) / 1$ ），B 份额价格需要累计上涨 19.4%（ $(2.335 - 2.141) / 1$ ），A、B 份额持有人的资产估值才能恢复至折算前的水平。而在折算期间母基金净值较折算基准日上涨了 2.7%，意味着国企改 B（150210）价格至少需要超过 2 个涨停板才能恢复至折算前的溢价水平。观察 5 月 27、28 日两日国企改 B（150210）确实出现了连续涨停，验证了我们的推算。新的分级基金子份额国企改 A 折价率扩大至 -18.5%，国企改 B（150210）溢价率扩大至 19.6%。

3、上折前后的投资策略

对分级基金 B 份额的持有者而言，上折前是否需要卖出 B 份额主要是基于对指数本身走势的判断，兼顾考察 B 份额的溢价率和母基金的整体溢价水平。

- 上折期间持有：一般来讲，看好指数走势可继续持有。如果上折前 B 份额溢价水平合理，未出现明显高估，上折后杠杆率的恢复可能提高溢价，投资者可考虑继续持有以赚取溢价率提升可能带来的超额收益。
- 上折前卖出：但如果 B 份额本身溢价率远高于市场同类品种，定价可能存在一定的偏差，折算后恢复折算前的溢价水平需要较长的交易日，且重新合理定价也可能导致溢价水平缩窄，此时可考虑卖出锁定当前收益。
- 上折后买入：B 份额上折后杠杆上升，看好后市的投资者可选择完成上折后的杠杆较高的 B 份额择机买入；上折后由于 B 份额吸引力上升，A 份额折价率可能大幅上升，可择机买入 A 份额等待价格回归。

（二）下折

1、下折内涵

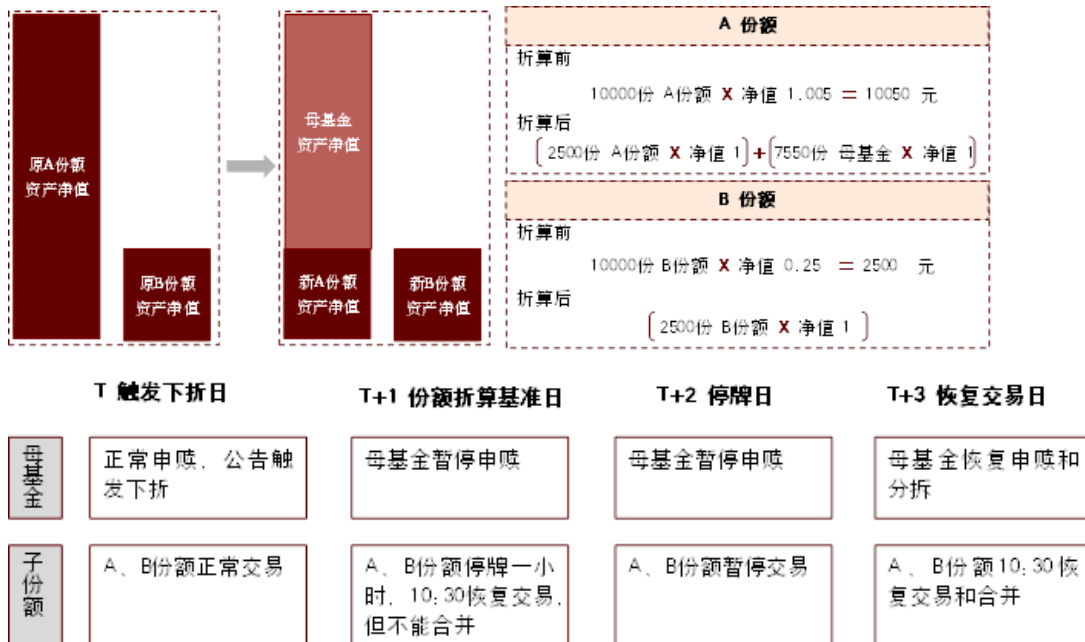
B 份额的净值跌到设定阈值及以下的时候，A 份额、B 份额、母基金三类份额净值归一，

这个过程就是向下折算。下折机制的设置主要是为了保障在市场暴跌的情况下 A 份额投资者的本息安全，同时 B 份额杠杆下调至初始水平。

【下折举例】按市场最常见的条款，初始 A、B 份额净值均为 1，A、B 份额比为 1:1。假设运作一段时间，A 份额的累计净值上涨至 1.0050，B 份额净值下跌至 0.25 触发下折。下折时保持 B 份额资产净值总量不变，净值回归为 1；A 份额资产净值总量与 B 份额比例回归 1:1，超出的部分以母基金份额的形式向 A 份额持有人分红。下折前的 1 份 B 份额下折后变为 0.25 份的新 B 份额，净值为 1；下折前的 1 份 A 份额下折后变为 0.25 份的新 A 份额，净值为 1，同时还有 $(1.0050-0.25)=0.755$ 份的母基金份额分红（母基金净值也回归 1），下折完成后可以以净值直接赎回或拆份额卖出。由于分级 A 在二级市场交易时是有折价的，下折过程中，A 份额持有人可以母基金份额分红的形式实现部分本金折价的兑现，但下折过程中需承担两个交易日的净值波动风险。

主流分级 A 条款均为 A：B 份额比 1:1，B 份额净值 0.25 触发下折，两支可转债指数的分级基金下折原理类似，但条款略有不同：A：B 份额比 7:3，B 份额净值 0.45 触发下折。

【下折流程举例】



2、下折风险特征

分级基金交易价格始终满足：“A 价格×A 份额占比+B 价格×B 份额占比=（1+整体折溢价率）×母基金净值”，也就是说：投资 B 份额需要注意三点：母基金净值表现、整体溢价率高低、A 份额是否有超额收益。在触发下折后，B 份额的风险来自三个方面：A 份额的获利；母基金的下跌；母基金整体溢价的回落。

第一方面是指在发生向下折算时，由于 A 份额是折价交易，下折后，A 份额投资者就可以将其得到的母基金份额按照净值赎回，这就给 A 份额创造了较高的超额收益。这就意味着：除了母基金净值下跌之外，分级 B 还必须额外承担 A 份额的超额收益。当然了，如果 A 份额平价或溢价交易的话，下折过程分级 A 并不会产生超额收益，反而还会出现小幅亏损，可以适当分担下折分级 B 的损失。

第二方面是指，B 份额在触发下折之前杠杆比率非常大，因此 B 份额不仅承担了而且数倍放大了指数下跌的损失；

第三方面是母基金的整体溢价率，即部分基金在下折前整体溢价率很高，下折之后，由于分级 B 杠杆卸载，整体折溢价回归，这部分的溢价衰减也要由 B 份额投资者承担。

3、下折前后的投资策略

对于临近下折的分级基金 B 份额，其杠杆水平通常较高，部分投资者希望通过买入临近下折的 B 份额博取市场反弹的杠杆收益。但因为一旦触发下折，B 份额的风险极大，不能简单的像普通股票那样去抄底，建议参与 B 份额博反弹的投资者重点关注以下两点：

➤ 优先选择成交量较大、整体折价的品种，其中价格杠杆越高的后市上涨弹性越大

通常在经历大幅调整后，不少面临下折的分级基金整体溢价率均相对较高，主要是由于指数暴跌情况下，B 份额受跌停板限制跟不上指数的下跌幅度，同时 A 份额价格也出现一定程度的上涨，造成母基金整体溢价率的上升。在市场反弹修复的过程中，申购拆分套利投资者逐步进场将导致整体溢价的品种 B 份额的价格上涨幅度慢于净值的上涨幅度，以逐步消耗过高的溢价率。因此看好指数反弹的投资者首选成交量较大、整体折价的品种，这其中价格杠杆越高的品种相对弹性更大。

➤ 风险偏好适中的投资者选择下折风险小的品种

距离下折较近的品种杠杆较高，但反弹趋势一旦出现反复，距离下折较近的分级 B 基金也容易触发下折条件，给投资者带来较大损失。

综上所述，在下折附近，投资 B 份额要“三规避”：规避整体溢价率过高的 B 份额；规避 A 份额折价率高、B 份额溢价率过高的分级 B；规避母基金净值短期存在较大下行风险的 B 份额。