

2015 年 10 月 23 日

中金固收：分级 A 市场全解析

主讲人：

杨冰
固收研究助理

主办方：

中国国际金融

核心观点：

- 分级 A 的价格三个驱动因素主要有类债券、价格期权、配对转换。事实上，上折对这三个驱动因素的影响都几乎是可以忽略不计的。但是由于暂时性的供给冲击，会对分级 A 的价格产生影响。
- 分级基金的折价、溢价套利都是要承担一定的风险的，如果长期做这个套利，只要一有套利机会就参与的话，它的收益率还是比较高的，正常情况下是能套利成功。
- 在股票牛市情况下，分级 A 无论是从下折角度，还是从配对角度来讲，都不是一个在风口上的品种，要选择的是母基金距离下折净值最好是还有 25% 以上的标的品种，牛市的时候更多的是要考虑隐含收益率。
- 在股票熊市的情况下，投资分级 A 最重要的是看下折距离和指数波动，以及折价率大小。最好选择离上折、下折距离都比较远的安全品种。



会议简介：分级 A 已经是类固收资产中重要的一类品种。在刚刚过去的三季度，随着股市调整，分级 A 的表现可谓一枝独秀。但由于其条款复杂、价格运行机制特殊，不易被投资者所掌握。

此次会议，中金固收研究助理杨冰通过 3C 中国财经会议从条款、价值驱动力、配置及择券策略等方面详细介绍中金固收对分级 A 产品的认识和理解。

杨冰：

大家好，非常高兴能在万得这个平台上跟大家讲一些东西。因为从工作以来，万得就是每天都离不开的一个东西，能在万得上讲讲东西很高兴。我们闲话少说，之前我们团队出过分级 A 的一个比较大的专题报告，叫分级 A 全解析。这上面也是用尽毕生绝学攒的这么一份报告，大概有 70 页左右，也非常推荐大家来看一看我们这个专题报告，今天我们讲的东西在这个专题报告上基本也都有。

讲分级 A 之前想先跟大家用一点时间给大家讲讲分级基金，因为分级 A 这个东西本身有一点身不由己的东西，它有时候需要看母基金和分级 B 的一个脸色，所以要先花点时间跟大家讲讲分级基金。当然很多投资者也都对分级基金了解，我就稍微快一点讲。

在网上微信上都一个流传很广的例子，意思就是一个哥哥和一个弟弟分家产的故事。咱们稍微严肃一点，分级基金本来它的母基金其实就是一个指数基金，但是你只买指数基金不行，为什么会出现分级基金这个产品，主要是由于分级 B 的投资者觉得不够爽，需要有一个杠杆，他才能短时间内赚大钱，所以由于一些人有这个杠杆的需求，所以分级基金也就应运而生。

本质上来说，分级基金就是母基金。比如他说有两千块钱，或者两千万，他把这个钱，整个资金池一分为二，拆成分级 A 和分级 B。然后这两千万怎么炒，赚多赚少，赚的钱全算 B 的，亏的钱也全算分级 B 的，这样分级 B 就相当于实现了杠杆。这样的话分级 B 的投资者是确实达到了自己的目的，他收获了杠杆的功能。分级 A 投资者怎么办？分级 A 投资者也不是活雷锋，分级 A 投资者每年向分级 B 投资者收一点钱，也就是分级 A 最重要的一个东西，叫做约定收益。看起来更像利息的那么一种东西。所以我们从本质上看，分级 A 收利息，分级 B 拿杠杆。但是分级 A 是什么？分级 A 从本质上来讲更像一个配资业务。

我们反过头来看，这里面涉及到母基金、分级 A 和分级 B。所有的分级 A 和分级 B，无论你是买的还是怎么来的，所有的分级 A、分级 B 都是通过母基金的拆分而得到的。然后母基金这个东西本身不能在二级市场交易，但是上交所，我们大多数说的分级基金都是深交所的，上交所的这个母基金是可以交易的，深交所是不能交易，只能申购或者赎回。而分级 A 和分级 B 这两个东西不能直接找基金公司申购或者赎回，但是它能在二级市场上进行交易，这是对于分级基金的一

个介绍。

对于分级 A 来说，我们现在正式开始讲分级 A，分级 A 最主要有四个条款。我们还是从条款来开始讲，我先把这四个条款都说一下，一会儿我们会更详细讲一下每一个东西具体的一些内涵。有四个最主要条款，第一个是定折，就是定期折算。第二个叫下折，第三个叫上折，最后是配对套利，最主要就是这四个。

先讲一下定折，定折是最简单的，也可能是最基础的一个东西。定折这个全程定期折算，它实际上是一个分级 A 真正去收利息这么一个过程，每年一年到头，刚才说了分级 A 相当于配资业务，每年一年到头分级 A 要找分级 B 投资者收一点利息。但这个利息是不是给钱呢？谈钱伤感情，不给钱，给母基金。比如说你現在一年下来你的约定收益是五万块钱，现在按照母基金的净值把这个母基金打到你的账户上。

拿到母基金之后怎么办，是不是一直拿着。分级 A 投资者好多都是固定收益投资者，一般不喜欢手里拿着母基金。所以有两种方法，第一种处理是拿到之后马上把它赎回掉。但赎回需要，你今天赎回是按照今天晚上的净值来给你赎回的，所以你要承担一天的母基金净值波动，母基金是个指数基金。第二种处理方法就是你拿到母基金之后把它拆了卖掉，拆了卖掉的话你是今天拆，然后明天能看到分级 A 和分级 B，然后再卖掉你是需要承担一天多或者说你要承担两天时间价格的波动，这看你自己怎么选择。

市场比较好的情况下，相对说比较牛市的情况下，或者说整体还有点溢价的时候，投资者更喜欢母基金拆分，然后第二天再卖掉，承担两天净值波动。然后如果市场情况不太好，大家觉得对母基金不太看好的话，就会选择当天把母基金赎回。

这里面提到一个很重要的细节问题，就是拿到母基金和拿到钱有什么区别。我们知道债券投资者每年拿到利息是钱，直接现金到账。然后分级 A 拿的是母基金，母基金和钱有什么区别？最主要一个区别是母基金无论你是赎回还是分拆卖出，你都不用交税，拿到母基金你是不用交利息税的。有的时候还挺重要，因为利息税有 20%。但是你赎回母基金需要承担什么？赎回母基金要承担赎回费，主流的赎回费是 0.5%，这个和利息税的差别还是很大的，利息税有 20%。

回过头来再说到一个问题，既然刚才已经讲到了交税和赎回费的问题，比较细节的一个问题，其实还有一个问题是分级基金的管理费。大家知道基金不论买什么基金都是有管理费和托管费的，这个管理费和托管费谁来出？分级 A 出不出，分级 A 不出，因为这个基金本质上还是为分级 B 的投资者来设立的，所以谁出这个管理费？是分级 B 的投资者出管理费，分级 B 的投资者出托管费。

还有一个问题就是分级基金它的约定收益大概有多少，分级 A 约定收益大概有多少，这个更像是债券的利率。一般来说分级 A 的约定收益是浮动利率，也就

是按一年定存，一年的定期存款基准利率，就现在央行每隔一段时间会调整一下的这个利率，现在是 1.75。一年的定存加上一个息差，一个固定息差。现在最主流的品种是一年定存加 3% 的息差，也有 3.5%，也有 4%。总之多数品种它都是浮动利率，也有一些固定利率的品种，但我说的是主流，主流就是一年定存加 3.5% 或者 4%，这是最主流的品种。

这样来看的话，其实由于它定期付利息，所以看起来分级 A 长的就非常像一个债券。债券除了利率，还有本金之外，还有一个非常重要的元素是期限。分级 A 期限一般是多久期，正常来说分级 A 绝大多数品种都是没有期限的。因为它这个指数基金一般都不设运作期限，所以一般来说期限是永续的，没有期限。所以从这儿也有很多投资者就把分级 A 看成永续债券，虽然跟永续债券还有点差别，但是非常像一个永续债券。

我们把定折讲完之后，其实现在回过头来看一眼分级 A 它的净值和价格都是一个，大概是一个怎么样走的东西。先说净值，净值它不是到定折的那一天之前，就是定期折算那一天之上才从 1 给你变成 1.06，或者是 1 变成 1.0475，不是这样，它是每天这个净值都会往上走一点，呈一条直线在向上走，这个是它的净值。比如说你分级 A 已经运行了半年，半年之后它的净值是多少呢？比如说你一年约定收益是 4% 的话，半年的时候你的净值应该是 1.02，净值是这么走。

价格其实就更多由于市场上供求的因素来决定的这个价格。一般来说，更多数的情况下，分级 A 的价格是有点折价的，就是相对于它的净值来讲有一些折价，这是更多数的情况。但是现在大家也看到有一些溢价的分级 A，我们之后可以再讨论一下这个溢价分级 A，这是关于分级 A 的定折。

最重要的条款其实是下折，向下折算。我们刚才讲到分级 A，就是最初我们讲到这个分级 A 它是类似于配资业务，配资有没有可能爆仓？就是跌太多了要平仓，有。其实分级基金也有相应一个处理办法，就是下折。什么时候触发下折？当然跌多了下折。一般来说 B 涨净值，就是分级 B 的净值跌破 0.25 的时候分级基金触发下折，当然这个下折前后需要经历四天的时间，这个一会儿我们会具体地讲整个下折的流程，我们从感性角度来看，就是跌破 0.25 的时候下折会触发。

具体怎么折？我们先不说下折的流程，我们先说下折的时候能拿到什么东西。假设现在投资者有一千份的分级 A，现在净值是 1.02，然后 B 涨触发下折了，所以我们假设它这个净值跌破 0.25，假设它跌到 0.23。那这个时候触发下折，下折之后你会拿到两件东西，一个是分级 A，一个是母基金。拿到多少分级 A？拿到多少新的分级 A 取决于下折之前 B 的净值是多少。我们刚才说下折之前 B 的净值是 0.23，那你下折之后能拿到多少新的分级 A，能拿到 230 份的分级 A。

然后剩下的部分，就是你净值不是 1.02，然后如果你只拿到 230 份的分级 A 是不是吃亏了，剩下的部分以母基金给你补齐，也就是说你会拿到，这样的话你

原来是 1000 份的分级 A,你下折之后会拿到 230 份的分级 A 和 790 份的母基金。注意这里面的分级 A 和母基金净值都归 1 了,净值都回到 1.0,然后分级 B 的净值其实这时候也回到 1.0。所以这个时候大家从前后来看的话,之前有 1000 份的分级 A,净值是 1.02,下折之后你拿 230 份净值为 1.0 的分级 A 和 790 份净值为 1.0 的母基金,这个时候其实你下折前后的净值是没有变化的,其实下折按净值来的算的话,其实这是一个公平的过程。

为什么这么多人,其实我们也非常重视所谓分级 A 有一个看跌期权,就是说下折期权这么一个东西。因为什么,之前我们讲到分级 A 它的价格多数情况下是折价交易的,比如说 1.0 的净值,可能交易价格只有 8 毛。母基金是不是会,能不能,有没有这个大幅的这个折溢价。母基金至少你可以赎回,所以净值为 1.0 的母基金理论上你可以以 1.0 的净值赎回,母基金是没有折价的。所以之前你买手拿的是 1020 块钱,你买手拿的是有折价的分级 A,但你下折之后拿到的是 790 份的母基金和 230 的分级 A,母基金这部分没有折价,也就是说你有大概百分之七八十的资金从一个有折价的东西变成了一个没有折价的东西,所以下折期权本质上是什么?本质上是在一定条件下触发的折价抹平的机会。

所以下折是不是一定有这个期权价值,不一定。因为你必须要有折价的时候才有下折期权。你没有折价,或者甚至是你溢价交易。你没有折价的话,下折就没有这个分级 A 换成母基金,这个溢价抹平的这个过程,你就没有得到额外的收益,你就没有期权价值。但溢价呢,下折之后你本来是溢价分级 A,下折之后倒拿了满手的母基金,从溢价变成一个不溢价的东西,所以这时候反倒是吃亏的。所以下折是这样一个流程,下折期权先给大家简单了解一下,一会儿我们还会具体花更多时间来讲讲下折。

第三个重要条款是上折。下折是跌多了,上折就是涨太多了。涨太多了有什么不好,其实对分级 A 来说没什么不好。涨太多的话分级 B 的投资者是有点难受的,因为一开始,就是分级基金刚开始成立的时候,相当于分级 B 的投资者找分级 A 的投资者借了点钱,比如说一开始借了 1 万,如果你分级 B 本来 2 万块钱自己给炒到了 20 万,本来借的这个 1 万还有多少意义,没多少意义了。

所以也就是随着母基金的净值一直在往上涨,分级 B 的净值也一直在往上涨,它的杠杆率是越来越低的。因为你开始就借了这么一点钱,你再涨,借的这点钱越来越微不足道,所以如果 B 的净值一直在往上走,它的杠杆就会越来越低,到了一个极限情况下,这个分级 B 就越来越像一个指数基金,相对于其他的分级基金来说,它的吸引力就越越来越低,所以对于这个基金长期发展还是不太有利的。所以设置了一个叫上折条款,恢复一下分级 B 的一个净值。

从这个上折的影响来说,它本身跟分级 A 没有多大关系。分级 A 也参与上折,但是它其实本身变化不大,主要讲这个分级 B。分级 B 的话它上折的时候,由于

上折的时候其实分级 B 的净值大概在 2.0 左右。一般分级 B，因为一般触发上折的条件，多数的出发条件是母基金净值超过 1.5 的时候上折将会被触发，这个时候分级 B 的净值差不多在 2.0 左右。

分级 B 的投资者现在要参与上折的话，处理的方式是净值超过 1.0 的部分，现在分级 B 净值比如说 2.1，你现在超过 1.0 的这部分全部划做母基金，折算成母基金给你。然后你剩下这部分，就是净值 1.0 这部分还变成母基金。所以从大体上来讲，比如说原来你有两千块钱分级 B，你下折之后大约会变成一千块钱的分级 B，还有一千块钱的母基金。你原来满手的都是分级 B，然后下折后会变成一半的分级 B，一半的母基金。

这个时候分级 B 的投资者会有一个什么反应，拿到母基金是不是很高兴？不会很高兴的，因为他本来是一个希望有杠杆收益的投资者，他突然拿到了一堆母基金，这个其实不是他的初衷。所以他拿到分级 B 之后第一反应是什么？他要把母基金拆掉。分级 B 的投资者要把母基金拆掉，把分级 A 再卖掉。所以这个时候其实上折，刚才说了上折对分级 A 的本身影响不是特别大。

但是由于分级 B 的投资者拿到了好多母基金，所以这时候他要把母基金拆成 A 和 B，然后 A 要卖掉，所以这时候 A 要受到一些抛压，A 是在市场上有一定的抛售的压力。再一个就是分级基金本身它的供给也有所增长，所以一般上折的时候对分级 A 价格都是一个挺大的打压的过程。我们看到历史上凡是上折，像 150189 等等这些曾经上折过的分级基金，它的分级 A 都是带上折的时候受到了挺大的一个冲击。

但其实上折对分级 A 的价值有什么影响，我们一会儿会看到分级 A 它的价格三个驱动因素，一个是类债券，一个是价格期权，一个是配对转换。其实上折这个事情本身对于分级 A 的影响，对于这三个驱动因素的影响其实都几乎是可以忽略不计的。但是由于暂时性的供给冲击，因为分级 B 的投资者要拆到母基金卖 A，所以会对 A 的价格有暂时性的冲击，但对它的投资价值来讲的话，一般来我是没有什么影响的。所以反倒有一些投资者很关注这个上折，上折之后 A 会大跌一会儿，但是其实它本来投资价值没有什么变化。所以这时候也有一种说法，叫做这个是黄金坑，管这个叫做黄金坑，因为他认为这个点是一个分级 A 的低点，这时候买进去的话是一个很好的买点。

说完上折之后，最后一个条款是配对转换。配对转换其实是一个分级 A、分级 B 和母基金之间的一个转换的流程，就是分级基金和母基金之间的一个转换机制。这个转换分为分拆和合并，先说分拆，分拆是母基金分拆，母基金可以分拆成 A 和 B。一般来说你账户上如果有母基金的话，你今天点分拆什么时候能看到？一般说明天，就是今天晚上，你有母基金，你在盘中点一下分拆的话，你在今天晚上就会看到账户里边的母基金没了，而变成了分级 A 和分级 B。合并是什么，

合并是 A 和 B 变成母基金这样一个过程，合并的一个前提是你得先有 A 和 B。你有等量的 A 和等量的 B，这时候你在盘中也是点合并的话，晚上你就可以看到什么？晚上可以看到母基金。

所以分级 A、分级 B 和母基金之间的转换是靠配对转换来实现的，就是分拆合并来实现的，所以就会出现一个问题就是套利。很多人都在讨论套利，套利本质上源于什么，源于母基金净值和 A、B 的合并价格不同会出现一些套利的机会。因为你拿一千份 A 和一千份 B，你这样的话可以合成两千份的母基金。或者反过来说，如果我们有两千份的母基金，可以拆一千份的 A 和一千份的 B，如果这一千份 A 加一千份 B 的价格比母基金的净值要高，这时候叫整体溢价。如果你一千份 A 的价格加上一千份 B 的价格比这两千份的母基金价格要低的话，这时候叫整体折价。

反正就是 A 加 B 如果高叫溢价，A 加 B 如果低的话叫折价，容易说反。如果出现了溢价这个情况，是不是出现一点套利机会？其实是有一点套利机会的，虽然有点风险，如果出现溢价怎么办，这时候是不是母基金便宜，母基金便宜我们就可以在场外申购母基金，然后以最快的速度在市场上拆分成 A 和 B，然后在市场上卖掉。理论上如果你能瞬时完成这个动作的话，整体溢价这一部分马上会变成你的获利。但是整个流程真的有那么快吗？不是。如果说你想完成这个溢价套利这个过程，最快需要两天的时间。

整个流程是这样，你要先申购母基金，最快你能在第二天的晚上才能看到这个账户里有母基金，但其实你在第二天就可以申请分拆。你在第三天，第三天早上你的账户里边最快你就能看到分级 A 和分级 B 了，所以你能在第三天卖掉分级 A 和分级 B。如果这个时候溢价还存在，或者说你当时申购母基金的这个价格比第三天的分级 A 和分级 B 加一起的价格还是要低的话，那你就算套利成功了。但是这中间有什么风险呢？当然这中间已经过去两天了，两天的话你就要承担两天的价格的波动，就是分级 A 和分级 B 价格的波动，这是溢价套利的流程。

折价的这个工具就是 A 和 B，因为这时候折价其实说的是 A 和 B 比母基金便宜。这个时候如果出钱了比较明显的折价，你要最快套利的流程是什么？你先买分级 A，然后买分级 B，然后拿等量的分级 A 和分级 B 这时候点合并。最快的你今天晚上能看到母基金，就是当天晚上就能看到母基金。母基金最快什么时候赎回？第二天就能赎回，最快的话第二天早上，第二天盘中你点一下赎回，这个时候基金公司会按第二天收盘之后净值来给你赎回，来给你退钱。所以合并套利，就是出现折价的时候如果有出现这个合并套利的机会的话，投资者是要承担一天的净值波动。

所以我们说的这个分级基金的折价、溢价套利都是要承担一定的风险的。但是你要说长期我就搞这个套利，是有钱赚还是要承担的风险更大呢。长期来讲的

话，只要一有套利机会你就参与的话，它的收益率还是比较高的，正常情况下是能套利成功的。

这是前面简单讲一下分级 A 的这四个条款，定折、下折、上折、配对。讲完这四个条款之后我们就可以看看，其实分级 A 的这个价值的驱动因素。我们刚才也提到过分级 A 的价值驱动因素主要包括三个，一个是类债券价值，一个是下折期权，就是如果你真下折的话有一个下折期权，然后做有一个就是配对转换价值，就是你拿着分级 A 其实可以利用它的配对转换的功能做一些事情，所以最显而易见的就是折价套利，这是分级 A 的价值驱动的三个最主要的驱动力。

其实在讲这个驱动力之前说一下分级 A，我们之前做了一个分级 A 指数，其实市场上之前并没有一个权威的关于分级 A 的指数，像那种创业板指，上证综指，沪深 300 一样的一个指数，所以我们自己做了一个。做指数干吗？主要是为了看一看分级 A 它的市场表现和它和股债之间的对比，以及相关性的情况。

从回报上来看，我们是从 2010 年的 6 月开始编辑分级 A 的指数，到现在 2015 年 10 月，整个 5 年大概涨了 45%，这里边不包括下折的收益，涨了 45%。这个其实对于股票的投资者来说还是觉得不太高，但是其实对于债券投资者来说，这个收益已经很不错了。

从形态上讲，我们看到这有一个 PPT，我们第 16 页把这个分级 A 指数和上证综指，还有中债的一个中票指数，就是债券的一个指数放在一起来看的话，分级 A 的这个波动性肯定是没有上证综指大，但是比这个稳如泰山的中票指数还是波动性大很多的。也简单来说，其实分级 A 它的波动性要比债券大，它的预期收益也要比债券高，但是它风险其实没有股票那么大，它是这样一个，它是大约这么一个风险收益分布的资产。

其实更关键的，我们做了一个全解析的 PPT 上其实给大家算了一下它和其他指数的相关系数。不一定大家所有人都有这个 PPT，我大概说一下。就是分级 A 和债券指数之间的相关系数大概在多少呢？大概在 8 到 12 之间。大家知道这是一个正相关，但是是一个非常非常弱的正相关，一会儿我们也会看到到底为什么是这么弱的一个正相关的一个关系。

然后和股票指数，我们举了四个，一个上证综指、创业板指、沪深 300 还转债指数。这个分级 A 的指数和这四个指数之间的相关系数，除了和创业板指相关系数是-7%左右，和上证综指还有沪深 300 的相关系数都是-20%左右，所以它有一个比较显著的负相关性，主要体现它一个下折期权的一个东西，因为它是股市跌了它才有下折，所以它和股市之间是一个逆向的关系。

现在咱们来讲一下它的三个驱动力。第一个是类债券属性。大家也看到，由于分级 A 有定折，所以它从形态上来讲很像一个永续债。在后面具体讲之前要补充一个概念叫隐含收益率。可能咱们在网上也能看到，讨论分级 A 的时候没少讨

论隐含收益率，无论在各种网站上、微信上，讨论隐含收益率的比较多。

什么叫隐含收益率，大家知道债券是有到期收益率的，到期收益率就是指你以现在的价格去买这个债券，然后持有至到期，你的年化收益是百分之多少。隐含收益率其实相当于分级 A 的一个到期收益率，就是你以现在的价格去买分级 A，然后每年享受定折，这个时候你的收益率的情况。

怎么算这个东西，我们在这个 PPT 里面大概讲了一页怎么算这个隐含收益率，推荐大家也可以看一下怎么算。但是最广泛流传的算法是一个比较简单的一个算法，其实我们觉得这样算也差不太多。怎么算，就是以你分级 A 的下期的收益，比如现在你 2+3 的品种是基准利率加 3%，也就是 4.75% 还是 4.5%，分子是这个，分子是下期的约定收益率。分母是分级 A 现在的价格减去分级 A 现在的净值，然后再加 1，这是最简单的一个算法。

稍微复杂一点，分母你可以变成价格减去净值加 1，然后再加上距离下次定折的时间，当然是以年为单位，时间然后乘以本期的约定，就是下期的约定收益减当期的约定收益，分母是这样。这是一个相对来说靠谱一点的计算的方法，隐含收益率这么算。但是从理解上，隐含收益率其实就是分级 A 的到期收益率，相当于债券的到期收益率。

我们把分级 A 的隐含收益率和债券比较常见的几条债券的隐含收益率放在一起看，它大体上是同相变动的一个关系。从走势来讲，PPT 的第 17 页还有第 18 页都有分级 A 的隐含收益率和债券的到期收益率之间的曲线图。从大体上来讲是同相变动，但是其实可以看到，这个不同步性还是很强的。刚才也说了，跟债券之间相关系数只有 10% 左右。

它为什么跟债券之间相关系数那么低？它不应该是一个类债券品种吗？它为什么和债券之间的变动关系看起来其实没有想象中那么明显呢？主要是分级 A 投资群体和债券的投资群体不太一样。债券投资群体包括银行，包括债券基金，包括一些保险公司。分级 A 除了机构投资者以外，还有很多散户在这里面。所以分级 A 的机会成本和债券的机会成本是不太一样的。

所以分级 A 机会成本除了其他债券以外还有什么？当时有 IPO 打新的时候还有打新，打新也是分级 A 的一个机会成本。对于个人投资者来说，分级 A 投资者还可以买理财，理财也是分级 A 的一个机会成本，甚至包括什么 P2P，什么回购等等，这些都是分级 A 的机会成本。所以分级 A 它的隐含收益率走势和债券收益率的走势来看，差异还是挺大的。除了这个机会成本不一样以外，还有一个因素，就是分级 A 除了类债券价值以外还有一个非常重要的就是它的期权价值。期权价值在这里面反复波动的话，也会造成它和债券之间收益率有一个很明显的脱节。

但是从图上看，我们找了六页的理财隐含收益率，还有五年 3A 级企业债的到期收益率，还有一个六月理财的一个预期收益率。其实分级 A 的收益率，即便

是现在分级 A 的收益率还是比理财、债券还是要高一点。为什么？主要是为什么它比债券要高一点，主要是因为它跟债券相比不能质押。债券拿过来之后我们可以做质押融资，相当于可以再放杠杆，4% 的票息都没关系，我再做一倍杠杆，再拿更高的收益率。分级 A 它是一个基金，它不能拿去质押融资，所以虽然图看起来分级 A 比五年 3A 级企业债的收益率还要高一大截，但其实并没有高这么多，一般来说差个 1.4 倍的杠杆是比较正常的一个情况，这是关于分级 A 类债券的一个属性。

更重要的一点，对于分级 A 短期价格来说更重要的一个属性是下折期权。下折期权刚才我们讲了这个下折条款，现在我就想讲四点，讲第一点是整个下折流程。因为很多投资者不太了解整分级 A 下折的流程，觉得很奇怪，因为它前后不仅是一天的一个事情，还是前后四天一个的事情。第一点想讲一下下折流程，再一点想讲一下期权价值怎么算的，我们是怎么算的。第三点想讲一下在现实中下折的分级 A 的一个表现。最后想讲一下分级 A 下折的时候我们要承担什么样的风险，因为下折其实并不是一个没有风险的事情，参与下折的话。

先讲一下流程，分级 A 下折前后总共要经历四天的时间，这四天包括哪四天呢？首先什么时候触发下折，还是分级 B 净值跌破 0.25 的时候触发下折，这一天我们管它叫做 T-1 日。在 T-1 这一天，分级 B 的净值跌破下折的触发线，这是 T-1 日。那么这一天还是没有进入下折流程的，因为在这一天其实有的时候分级 B 还没触发下折，只是它收盘之后才确定分级 B 触发下折，才确定分级 B 净值跌破下折线，分级基金触发下折，这是 T-1 日。

T 日，为什么那一天叫 T-1 日？因为更关键的是 T 日。T 日是 T-1 日的后一天，它叫做下折的基准日。还有一天是 T+1 日，T+1 日分级 A 停牌，分级 A、分级 B 都要暂停交易。然后我们一会儿也会看到，还有一些很重要的事情也停了。还有一个 T+2，T+2 是分级 A 复牌的那一天，分级 A 和分级 B 都恢复交易的那一天。具体来讲 T-1 是分级 B 的净值下折触发线的日子，也是真正决定这个下折是否发生的这一天，这是 T-1 日。T 日是下折基准日，这一天分级 A、分级 B 从十点半之后开始交易，这一天还是交易的可以看到。

这一天想买分级 A 还是可以买得到的，从十点半之后分级 A、B 开始交易，有意参加下折的投资者可以在这一天买入分级 A。值得注意是什么，虽然 T-1 日分级 A 触发下折，但是具体的这个折算比例，就是刚才举的那个例子，分级 B 在下折之前的净值是 0.23，这个 0.23 具体由哪一天来确定，具体是由 T 日来确定。所以具体的折算比例，你下折之后能拿到多少分级 A，能拿到多少母基金，这个比例是在下折基准日 T 日这一天确定的。

理论上来说，凡是有折价的分级 A，应该是折算为母基金的比率越高，它下折之后获利越大。所以在 T 日如果基金下跌，对于分级 A 是好事，因为 T 日跌的

越多，分级 B 的净值就绝低，分级 A 在下折之后拿到新的分级 A 越少，拿到的母基金越多，它的这个折价抹平的程度越大，它的这个获利也就越多。这是 T 日，T 日是很微妙的一天。

T+1 日，这一天由于基金公司要给你办理下折业务，所以这一天为了保证它这个业务能顺利办完，这一天给它一天缓冲，于是分级 A、分级 B 不能交易，母基金也是暂停申赎。更重要的是什么？分级 A、分级 B、母基金这时候是暂停配对转换的一天。其实 T+1 日，投资者关于分级基金的任何操作都是暂停的，T+1 日停牌。但是有一点没停，大家知道下折之后分级 A、分级 B 还有母基金它净值都是归一的，其实名义上是哪天归一？名义上是 T 日归一。然后 T+1 日母基金的净值还是会变的。所以 T+1 收盘之后，其实母基金理论它会有一个和 1.0 不太一样的净值，因为这天分级基金它还在持续运作的过程中。所以这一天母基金净值波动的风险，分级 A 投资者是要承担的。

再说 T+2 日，T+1 日投资者什么也做不了，T+2 是下折流程整个最后一天。T+2 日的十点半之后，也就是触发下折那天的三天之后，T+2 日十点半之后，投资者才可以，分级 A、B 才复牌。然后投资者这时候如果你参与了下折，也就是说你在 T 日买入了分级 A，或者你在 T 日收盘之后手里边仍然有分级 A 的话，这时候投资者手里边的分级 A 会变成分级 A 和母基金，这时候你分级 A 就可以开始卖了，然后母基金就可以赎回了。

注意这时候关键是什么？母基金的净值是一个很大的风险点。但是因为刚才说了，T+1 投资者就要承担母基金净值波动，你在 T+2 才能赎回母基金，这时候你赎回母基金的价格是什么，赎回母基金按什么净值算，按 T+2 收盘之后的母基金净值算。所以整个过程中，分级 A 的投资者要承担两天的母基金净值波动的风险，这是整个下折的流程。

再看分级 A，投资者如果你想参与下折，你再继续买入分级 A 下折，你最希望看到的情况是什么？这个变数主要来自于母基金净值的波动对吧。分级 A 投资者最希望看到的情况是什么，最希望看到的是在 T 日母基金下跌，这个时候跌的越多，你能拿到的母基金就越多，你下折之后的收益也就越大。然后 T+1、T+2 之后分级 A 头的这还希望母基金再下跌吗？不希望了。T+1、T+2 之后，分级 A 的投资者其实手里边你是拿着母基金的，等着在 T+2 晚上你要赎回母基金的，所以投资者最好的情况是 T 日母基金净值下跌，T+1、T+2 日母基金净值上涨，这是分级 A 投资者这最希望看到一个情况，这是整个下折的流程。

还有非常多的投资者很关心下折期权怎么算的，期权都是有期权估值方法的，下折期权怎么算。我们从理论上讲，我快点讲这一部分，因为模型的东西讲多了大家容易睡着了。它这个期权从理论上讲是一个什么样的期权？它是一个路径触发的一个期权，不是说在某一个确定的日子触发的那种欧式期权，也不是你每

天都可以形成的这种美式期权，而是你在整个的这个过程中，只要有一瞬间，只要有某一天收盘之后分级 B 净值跌破 0.25 就会触发这样一个期权，所以它是一个路径依赖的期权。

从理论上讲，最好给这种期权算一个价值的方法是什么？是蒙特卡罗模拟方法。因为大家知道这个 BS 公式只适合欧式期权，但是它最好不要有路径依赖这个特征。但是分级 A 很不幸，它是一个路径依赖的一个期权，所以我们在做的时候是用一个蒙特卡罗模拟的一个方法，其实我们也是一个比较偷懒的想法，因为蒙特卡罗模拟最不容易错。

整个流程我先说一下，第一步要先模拟母基金净值，这个和大家去模拟一个股票价格净值基本上是没有差别的，模拟母基金净值。第二步是你根据每天模拟的母基金净值，根据分级 A、分级 B 的净值计算方法来计算出来当天分级 A 和分级 B 的净值。第三步是你要判断一下这时候分级 B 是否触发下折，如果触发下折，根据我们前边讲的下折流程算一下这次下折，或者再模拟一下，就算一下这次下折这个收益，把这个数记录下来。比如说这次下折你赚了一毛钱，然后记录下来，贴现到现在，记录下来。这是模拟了一次，然后你大量重复这个模拟的行为，反复重复你这个模拟。我大概一般是重复十万次或者五万次，一般就可以得到这么一个的结果。

大量重复模拟的过程，然后求一个均值。比如你模拟了十万次，那么你把每一次下折的收益都加在一起，除以十万就得到了你估算的个下折期权的一个价值。其实这个下折期权价值计算整个过程很麻烦，我自己算的时候也比较麻烦。其实大家更多是通过这个模型来理解下折的这个价值，下折的这个过程。

从敏感性上来看，什么样的分级 A 它的下折率高，最主要的是三个影响因素：第一点就是母基金，或者分级 B 距离下折的距离是多少，距离下折越近，那么这个触发下折的可能性越大，这时候下折的期权价值也就越大。第二点是波动率，指数波动越大，触发下折的可能就越大，相应的你这个下折期权价值也就越大。第三点是折价率，其实折价率是最重要的，因为你有多大折价率，才有多大的下折空间，下折的获益才多有很大的空间。

我也做过一个敏感性的测试，这里边指数波动率和下折的距离对于分级 A 的期权价值都是一个非线性的一个关系，波动率越大，下折期权越大。但是比如说涨到，你加到 80%，其实这时候分级 A 的期权价值对于波动率已经不是特别敏感了。

波动率和母基金净值对于分级 A 的这个期权价值是一个非线性，但是什么是线性呢？是折价率，折价率对于分级 A 的期权价值是一个线性的关系。有兴趣的投资者你们可以看一下我们最近出的报告上的第 30 页，这是专门测试了一下它的敏感性分析，也可以跟我们交流期权价值计算的方法。

还推荐大家去看一篇报告，就是我们8月份出了一个叫择良亩而栖的一个报告，是一个周报。那里面相当于更深入去探讨了一下期权价值，以及期权价值对分级A的一个影响，推荐大家看一下当时的周报。这个不再具体讲这个下折曲线怎么算，但是知道这个流程，差不多得了。

第三点是实际上下折的时候，快要下折的时候分级A的表现是怎么样。其实如果已经确定要下折了，已经到下折基准日当天了，这个时候分级A它应该是不是。因为大家都知道这个折价马上就要抹平了，所以这时候理论上是不是分级A已经不再折价交易了，是不是这时候应该没有什么折价了。理论上是这样，理论上应该是折价在下折基准日当天就已经被抹平了。但实际上至少有2%到3%，在正常情况下有5%左右的一个折价水平。

就是在T日，刚才讲了不是有四天嘛，在T日的那一天是应该有一点折价，还会保留大概5%左右水平的一个折价。因为你只要参加下折，你就有风险，你必须要通过一点折价来给自己一个安全的保护垫，来承担这个。因为大家知道，你只要参与下折，你就要承担两天母基金净值波动风险，而且折算比例还不确定，大家知道折算比例是在T日才确定的。所以你在下折之前的这个折价要反映你参与下折承担的风险，在历史上来讲的话，多数是在5%左右，在5%左右是一个比较健康的水平。

还提到分级A参与下折的风险，具体来梳理一下参与下折到底有哪些风险。首先我们要站在不同的时间点看，首先在T-1日这个时点上真正的风险是什么？真正的风险是还能不能触发下折还是未知数，在T-1当天，因为T-1日收盘之后才确定能不能下折，所以这天最大的风险，以马上就要下折的心情去买了分级A，最后发现它们并没有下折，这是在T-1日最大的风险。

在T日的时候风险是什么呢？在T日的时候你有一个不确定性是你下折之后拿到多少新的分级A和拿到多少母基金，这是一个不确定性，这是一个风险。另外有一种可能性，就是分级B跌太多了，母基金跌太多了，把分级B击穿了。分级B大家知道是在T-1日跌破0.25就触发下折，但是T日还是继续交易的，这个时候分级B净值有没有可能被击穿，也就是说被打到0之下，是有可能的。当然其实没有负净值这个说法，就变成0了嘛。B的净值很有可能在T日被击穿，但可能性有多大？不是很有可能，刚才说错了。

这个可能性有多大，我测了一下。我拿普遍的股票进行分级，自己测试了一下，基本是不可能。普通的股票性分级基金，B档净值在T日被击穿的可能性几乎为0。我的测试的情形是假设你在T-2日的时候你的分级B的净值是0.26，然后在T-1日和T日母基金连续跌停，就在这样的情况下B档位还会保留一点点净值。所以正常的股票型分级基金，只要你是正常的下折流程的话，分级B是不会被击穿的，但什么会被击穿？我一直强调是普通的股票型分级基金是不会被击穿

的，什么会被击穿？转债基金

转债基金现在市场上还有三个，150164、150143 和 150188，我说的都是分级 A 的代码，还有三个转债分级。为什么转债分级有可能会被击穿呢？就是分级 B 有可能会被击穿。当然为什么我说股票型分级基金 B 档是不会被击穿的，我是以母基金连续两个跌停来分析这个情形的，最极端的情形。但是对于转债基金来说，转债它本身是没有涨跌停板的，转债每天暴涨暴跌超过 10% 是很常见的一个现象，所以你不能以这个母基金每天跌停，每天净值跌 10% 来作为最极端的情况，很有可能每天母基金都有一个超过 10% 的跌幅。

所以其实在历史上，150143 是险些，差一点它的净值就被击穿了。所以对投资者来说，结论来说的话就是股票型的分级基金是不用担心 B 档被击穿的，但是转债分级 B 档性质大家还是要留意一下，B 档性质仍然是存在跌太多了以至于伤及分级 A 的净值这个可能性。因为 B 档如果跌到 0 之下的话，B 档就不能再继续承担风险了，它就亏没了，剩下的损失都是分级 A 来承担了，这是在 T 日。然后就是 T+1 和 T+2 日了，T+1 和 T+2 很显然投资者承担什么风险？是两天的母基金净值波动的风险，这是我梳理了一下关于参与下折的风险。

其实讲太多风险大家害怕了不太好，我们在 PPT 第 40 页总结了一下分级 A 历次下折的收益的情况，大家从图上可以看到，如果没有的话听我口述一下就好。就是从历史上你在 T 日买入分级 A，并参与下折，其实大多数情况都是赚钱的，只有少数情况反倒是因为母基金净值下跌而亏损的。当然其实这里面下折赚钱有很多一部分因素是由于，往往分级基金触发下折的时候历史上已经出现过两三次了，正好是踩在股市反弹的起始点，也就是股市短期的一个最低点触发的下折，所以后两天 T+1 日和 T+2 日，这个母基金净值都在往上走，所以大多数都是赚钱的，少数几个是赔钱的。

大家要不要参与，在 T 日这天还要不要参与下折呢？一个是看自己的风险偏好。最重要的两个关注的点，第一点是当天的折价还有多大。一般超过 6% 就还好，就是有一定折价保护参与下折的话就还好，因为相当于你还能承担一些母基金净值下跌的风险，母基金少跌一点还是赚钱的，这一个看折价。第二点是看指数，有的指数它在下折那天跌停跌的死死的，所有成分股全都跌停，而且没有量，这时候你再看 T+1 日和 T+2 日，它的风险肯定很大。所以关注两点，一个是折价，一个是指数，就是你的这个母基金的标的指数。这是关于下折三个驱动因素里边跟股市相关，也是最令分级 A 激动人心的一个驱动因素。

最后一个驱动力是配对转换价值，其他刚才也讲过，配对转换其实就是溢价套利和折价套利。刚才讲条款的时候对于溢价套利和折价套利已经，也差不多就是这样，就是投资者需要用这个 T+1 或者 T+2 日整个套利流程完成套利这个工作，简单来说就是分级基金如果出现整体溢价，就是 A+B 的价格比母基金净值要高，

整体溢价，这个时候会引发申购套利，申购母基金分拆成 A 和 B，然后把 A 和 B 卖掉，引发溢价套利。这个时候对分级 A 是好事还是坏事？是坏事，因为有供给的冲击。这时候分级 B 还是因为，就是有溢价套利的时候往往是股市比较好的时候，分级 B 还有点来自于股市这方面的支撑，分级 A 这时候就纯粹是要遭受抛售压力了。

再一个就是这时候股市好对分级 A 是好事还是坏事？一般都是股市比较好情况下才出现整体溢价，因为整体溢价主要通过 B 的价格的抬高来出现的这个整体溢价，不是比较好的事，不是比较好对分级 A 反倒是不利的一个情况。所以出现溢价套利，对分级 A 价格是一个打压。

反过来出现整体折价，就是 A 和 B 的价格加一起还没有母基金的净值高，这个时候怎么办？这个时候就会引发折价套利。刚才讲了，买 B，然后把 A 和 B 合并，然后点赎回就完成了整个赎回套利，或者叫折价套利一个过程。这时候对于 A 是一个好事还是坏事？好事。对于分级 A 来讲，你要完成折价套利的这个过程需要买 A，所以构成市场上对分级 A 的一个买盘。

但是你参与折价套利，无论是折价套利还是溢价套利，提醒关注三个东西：第一点是流动性，我尤其说的是折价套利。第一点是流动性，如果你这个分级基金本身流动性很差，每天也就是几十万的成交，你这时很有可能你自己去买分级 A 都能把它的价格打高，这个时候折价也就不存在了。所以第一点要关注流动性，一般来说日均成交在两千万之上的分级 A 是流动性还可以的分级 A，操作空间也是稍微大一点，这是流动性。

第二个问题就是有的分级基金它的申购赎回费是挺高的，有的 1.2 的，尤其小额申购或者小额赎回的时候，有的是 1.2%。所以你在进行折溢价套利之前，一定要先关注一下申购赎回费，有的时候能折腾半天还不够这点申购赎回费，不值。第三点，无论你是折价套利还是溢价套利，一定要看一眼现在母基金什么情况。如果现在母基金就是跌的特惨那种母基金，指数跌的特别惨。比如说像 7 月，所有成分股全跌停，除了停牌的那几个所有成分股全跌停，这个时候你承担的母基金净值波动风险是挺大的，所以这个时候你折溢价套利，套的这点利还不一定能弥补你这点损失，所以提醒大家关注这三点东西。

我们之前也专门写过一个小知识，大家对于这个特别感兴趣的话也可以推荐大家看一看我们写那个小知识。三个驱动力这块我就讲到这儿，现在简单再说一下我们配置和择券策略。

配置和择券策略主要看什么呢？大家看三个驱动力，类债券价值，下折期权还有配对，最主要的因素是什么？最主要的因素是股市。因为其实债市对分级 A 的影响还是比较慢的，有影响，但是比较慢，最主要还是看股市。所以在熊市的时候你怎么想，牛市的时候怎么想。

牛市的时候最主要干吗？最主要是博下折期权的价值，因为这个才是来钱更快的一个方法，真正体现分级 A 交易性的一个赚钱的方法。所以熊市的时候先把约定收益率这个事先往后放一放，先主要看看它下折这一块。刚才也说了，哪样品种下折期权大，就是下折价值高，下折收益比较好的。母基金距离下折比较近，就是分级 B 的离下折触发线比较近。

再一个是指数波动性比较大，其实不是指数波动性，如果指数之前累计涨幅已经很大了，现在有很大的下跌的压力的这种指数特别好。尤其比如像今年 6、7 月份的时候，像创业板，像互联网之类的这种，还有国企改。这种之前已经涨了非常多，有很大下跌压力的指数，这是第二点看指数。第三点是折价率，折价率越高，说明这个下折体现价值越大。

择券的话其实很难一次性把这么多因素，包括隐含收益率，下折距离，指数的情况，还有折价率的大小，很难一次性看的这么全，所以我们发明了一个，做了一个叫分级 A 择券气泡图。当时我们管这个叫一张图搞定分级 A 择券，当时也被一些圈内人转发，也有一些网红转发了一下我们这个气泡图。

这个气泡图是什么呢？横轴是母基金距离下折的距离，纵轴是隐含收益率，越靠上隐含收益率越高，然后越靠右，就是横轴越靠右母基金距离下折距离越远，越靠左母基金距离下折距离越近。然后还有气泡，气泡越大。气泡大小代表的是折价率，然后当时是拿了一个折价率来确定气泡大小。所以这时候在熊市的时候要看什么品种？要看越靠近左上角，越靠左越好，然后气泡越大越好，然后同等情况下越靠上越好。

因为越靠好证明你的隐含收益率越高，隐含收益率在这个时候一般来说是没什么特别大的用的，但是这个时候隐含收益率是你的一个安全边际，越靠上你下跌空间其实越小，性价比越高一点。但是最主要看什么？在熊市的时候最主要是看下折距离近且气泡大，越靠左气泡越大，越靠上的品种越好，这是我们在熊市的时候择券。

反过来牛市怎么办？股价一直在涨，下折基本没希望。牛市怎么办？牛市的时候分级 A 无论是从哪个驱动力来讲，除了类债券价值以外，无论是从下折角度来讲，从配对角度来讲，都不是一个在风口上的品种。所以股票的牛市一来的话，我们要选择的品种反倒是在哪个位置？反倒是母基金距离下折净值最好是在还有 25% 以上，距离下折稍微远一点。为什么，因为其实在牛市的时候更多的是要考虑隐含收益率，因为这个时候其实分级 A 的竞争性已经被消磨的很多了，所以这个时候就要选距离下折不近，距离上折也不近，但是隐含收益率稍微高一点的品种，这个是最好的品种。

所以我们在 9 月 28 号的时候，其实我们是 9 月 25 号那周的周末我们写的周报，9 月 28 号我们发出来的周报，我们推荐的是中航军 A，当时正好是一个股市

下跌停止，然后再往上走的这么一个时间点，随时可能出现往上突破的这么一个时间点。所以当时推荐了一个中行军 A。它离下折距离挺远的，然后离上折距离也挺远的，但是有一点，隐含收益率高。这个品种到现在为止表现都非常好，因为它收益率高。它是在牛市里面最适合配置的一类品种，因为它跌不到哪去。

熊市里边最重要的是什么？下折。所以看下折距离，看下折期权的价值，看下折距离和指数波动，还有折价率大小。在熊市里边赚不到下折的钱怎么办？看隐含收益率。而且要注意最好是离上折、下折距离都有点远，这样最安全。尤其是像中航军 A 这样品种，像一带 A 这种加速品种，就是基准收益率，约定收益率是一年定存收益率加 4%。像中航军 A 是一年定存加 5%，这种品种它正常情况下是没有折价的，分级 A 本身是没有折价的。像中航军 A 是溢价，一带 A 有的时候也是溢价交易。这时候它下折是个风险，下折对它是一个不好的事情，但是上折对分级 A 都不好。所以当时选什么，选距离上折、下折都远一点品种，这时候最好。这是我们在不同的市场情况下配置的一个，择券的策略。

最后提两个其他的品种，一个是 150022，这个当时我们也是在 9 月下旬的时候写了一个报告，如何看待 150022 的配置价值，可能 9 月中旬吧。它的奇葩在哪里？它没有下折条款。你 B 档净值无论怎么跌，这个分级 A 是没有下折的，没有下折保护。它的条款是什么？当分级 B 净值跌到 0.1 元以下的时候，就是你从 1 块一直跌到 1 毛钱之下的时候，分级 A 和分级 B 是随母基金同涨同跌，分级 B 的净值在 0.1 之上的时候还是正常一个分级基金，在 0.1 之下的时候分级 A 和分级 B 同涨同跌，也就是这时候它的这个，分级 B 净值在 0.1 之下的时候，分级 A、分布 B 它的净值计算方面和母基金的净值计算方法一样的。

这个时候 150022 它就有一个问题，就是正常的分级 A 虽然下折不下折不一样，但是每年都能拿到它的约定收益。但是 150022 它没有下折保护，所以它的净值有可能会跌破 1。其他的分级 A 净值都是一点点往上走的，除非定折了，定折了我们再除权。150022，深成指 A，它的净值有可能随着分级 B 下跌，然后跌破 0.1 了，它的净值也会受损。所以这时候它有可能，就是分级 A，就是深成指 A 它的净值有可能跌破 1，它这时候没钱给你来搞定期折算。有可能跌破 1，跌破 1 的时候就没有定期折算，本年度的定期折算就取消了。取消了之后就完了吗？不是，推迟到下一年。但如果下一年还不到 1，分级 A 的净值比 1 还低的话，那再推到下一年，就这样一直往后退，什么时候能付什么时候给。

所以这个时候对于它的价值的看待是要看待一个，就是它这个利息延迟支付的这个可能性。我们专门写了一个报告讲的如何测算它的价格，也是用的蒙特卡罗模拟那个方法。但是总体讲它是一个负伽马的一个品种，什么叫负伽马，就是母基金净值跌的时候，它跌的比母基金涨的时候涨的要多。可能这话有点拗口，就是说深成指 A 是一个和股市同相的一个品种，其他大多数都是和股市反相的一

个品种，150022 它是一个和股市同向相的品种，股市涨它也涨，股市跌它也跌，它应该是这样一个。但是股市涨的时候，它涨的没有股市跌的时候跌得多，所以这是一个负伽马品种。

反过来像期权，期权就是，像什么欧式看涨期权、转债，这些都是典型的正伽马品种。所以它在风险收益的特性上，它是一个很不对称的一个东西，它跌的是比涨的多。所以在多数情况下，我们都不太推荐 150022。除非两个情况，第一它太低估了，低估太多了。第二点，股市真来的时候，股市真从底部开始往上涨的时候，它有可能是表现最好的一支分级 A。

其实在十一之后也看到，十一之后这一周股市一直在往上走，表现最好哪两个？150022，还有一些溢价交易的分级 A。但是大家也可以，在这讲不会特别细，大家可以看一下当时写的，那也是一个周报，那个周报题目就叫如何看待 150022 的投资价值。这是讲的没有下折的分级 A，比较奇葩。

其实越奇葩的品种越容易给大家带来超额的收益，最后讲一个是中航军 A，中航军 A 它的约定收益是一年期定存加 5%，所以它的约定收益比其他都要高。所以正常情况像加 3.0 的品种，就是一般来说都是折价交易的。到它身上，它的这个约定收益比市场上的隐含收益率还要高，比一个市场上公认的隐含收益率还要高，所以它正常情况下是溢价交易的。

溢价交易有一个问题就是下折之后，它也触发下折，但下折之后它是一个负期权价值的一个品种。所以什么时候是适合投中航军 A 的时候，它一般来说它的这个隐含收益率跟其它比是有一点优势的，现在不是了，现在甚至比很多加 4 的都要低了。更多时候它的隐含收益率比其他是有点优势的，但什么时候投它？它距离上折、下折距离都比较远的时候，中航军 A 是一个大家希望赚慢钱，希望以债券属性为主的时候一个比较好的品种，这是中航军 A。今天我想讲的就是这些了，主持人看有什么问题。

提问环节：

提问者 1： 分级 A 的净值是不是就根据它的约定收益率平摊到每天里面？

杨冰： 对，365 天，每天都在往上走。包括在十一的期间，所以我们看到在十一之前其实分级 A 曾经有一波行情。别的债券十一之前是不赚钱的，但是分级 A 净值还是一直在往上走的，这有一点影响，包括平常周末也是。

提问者 2： 我想问一下，因为有的分级 A 新上市开盘第一天，有的是跌停比较多，有的是跌的比较少，这是什么原因？

杨冰： 因为它其实一开始都是以 1.0 为起点，比如说它同类的分级 A 市场供应价值比如说 7.8 毛，时候第一天、第二天都要跌停，它是 1.0 为起点的，最多跌到 0.9，然后第二天最多跌到 0.8 几，到第三天才能开板。

提问者 2： 这个定价有没有一个比较好的定价公式？

杨冰：其实还是和同类品种比，比如说其他品种都是，刚才不是讲隐含收益率嘛，就是它和它同类品种，或者是上下折距离差不多，就是下折属性差不多的品种，它隐含收益率跟其它差不多的时候，一般我们就这么排。

提问者 2：就是和它同类的跌到相似的隐含收益率那个位置就差不多了是吧？

杨冰：其实隐含收益率比价格重要。

提问者 2：好，行，谢谢。

最新会议动态，敬请关注微信公众号账号：万得财经会议(wdcjhy)：



版权声明：

未经万得信息书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、引用本文内容和观点，包括不得制作镜像及提供指向链接，万得信息就此保留一切法律权利。

免责声明：

本文所引述机构或个人的观点、言论、数据及其他信息仅作参考和资讯传播之目的，不代表万得信息赞同其观点或证实其描述。

