

从基本概念到投资策略

——华创债券分级A培训报告

固定收益分析师 齐晟

2015-10-20

发现价值，捕捉机遇，分级A研究从基础到精通

■打新之后，分级A接棒泛固收精彩，为投资者带来了更大的回报。华创债券立足本业，从固定收益投资者角度研究分级A的定价机制、影响因素与投资策略，顺应市场、精益求精，踏准每一波分级A行情，为各家保险、专户基金、券商等众多机构投资者提供最优质的研究服务！

■坚持微信群每日语音播报，提示市场交易机会；每周推出专题研究完善分级A研究框架，分析市场热点问题。

■在北京、上海、深圳先后举办分级A培训活动，从基本概念到投资策略，从科普到精进，华创债券分级A研究扎实有效，深入人心！

6.12 《长期看收益率，短期看套利》
揭开固收人研究分级A的新篇章，市场上最早覆盖分级A的固收研究报告

6.21 《分级A也有供给压力》
6.28 《降息降低配置价值，继续关注下折》
对分级A谨慎，判断供给和降息对分级A利空

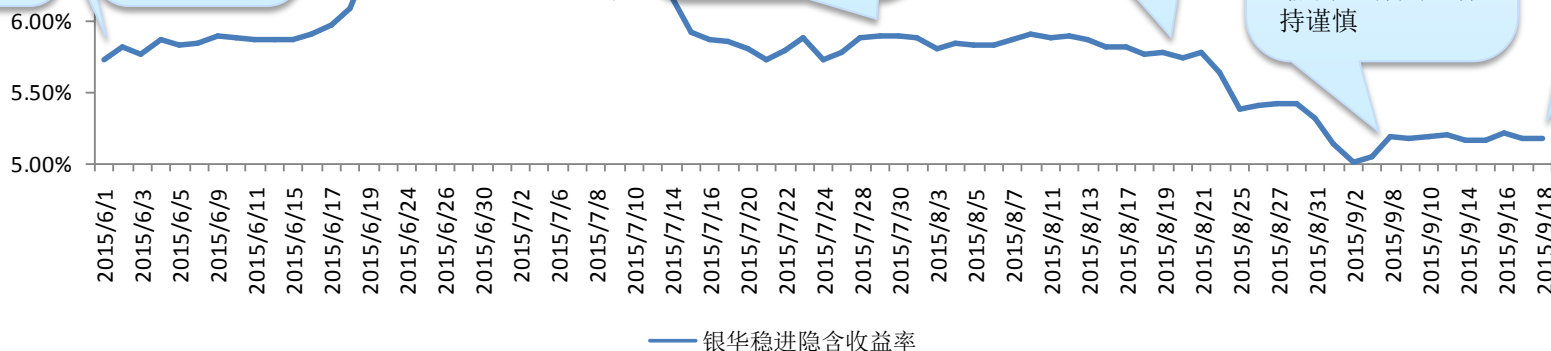
7.5 《长期配置价值显现，关注短期交易机会》
7.8 《下折预期渐现在价格中，关注折价套利机会》
开始看多分级A，但也在8号极端情况时及时提示风险

7.14 《配置为时尚早，关注两个层面的折价》
7.31 《从基本概念到投资策略》
提示分级A的配置价值已经趋弱，下折期权价值+折价套利将成为影响分级A的主要因素
北京、上海、深圳三场培训，累计参加人数超过500人

8.7 《下折依然是目前分级A投资的核心因素》
8.21 《下折期权价值在分级A价格中已经充分反映》
8月底继续推荐距离下折较近品种，但当8月底收益率又下一城后，认为下折期权价值很难再带动分级A上涨

9.1 《下折再回顾&关注折价套利机会》
9.2 《分级A投资逻辑的演变》
9.11 《流动性枯竭恐成分级A市场最大问题》
9月初认为推动分级A价格上涨的机会已经变为配对转换价值，9月中旬市场容量大幅缩小后对分级A保持谨慎

10.14 《深成指B净值回升，A仍存上涨动力》
10.15 《适当关注分级A的价格回归效应》
10月股市略企稳后推荐分级A价格回归效应，持续推荐深成指A



参考报告：

- 2015. 6. 12 《长期看收益率，短期看套利：固收人眼中的分级A》
- 2015. 6. 21 《分级A也有供给压力—华创债券固收人眼中的分级A周报06-21》
- 2015. 6. 28 《降息降低配置价值，继续关注下折—华创债券固收人眼中的分级A周报06-28》
- 2015. 7. 5 《长期配置价值显现，关注短期交易机会—华创债券固收人眼中的分级A周报07-05》
- 2015. 7. 8 《下折预期渐现在价格中，关注折价套利机会—华创债券分级A专题07-08》
- 2015. 7. 14 《配置为时尚早，关注两个层面的折价—华创债券分级A专题07-14》
- 2015. 8. 7 《下折依然是目前分级A投资的核心因素—华创债券分级A专题08-07》
- 2015. 8. 21 《下折期权价值在分级A价格中已经充分反映—华创债券分级A专题08-21》
- 2015. 9. 1 《下折再回顾&关注折价套利机会华创债券分级A专题09-01》
- 2015. 9. 2 《分级A投资逻辑的演变—华创债券分级A专题09-02》
- 2015. 9. 11 《流动性枯竭恐成分级A市场最大问题—华创债券分级A专题09-11》
- 2015. 9. 22 《9月下折潮，相隔一日，冰火两重天—华创债券分级A专题09-22》
- 2015. 9. 23 《配对转换价值渐弱，空仓品种开建仓—华创债券分级A专题09-23》
- 2015. 9. 30 《分级基金的长假效应—华创债券分级A专题09-30》
- 2015. 10. 14 《深成指B净值回升，A仍存上涨动力—华创债券分级A专题10-14》
- 2015. 10. 15 《适当关注分级A的价格回归效应—华创债券分级A专题10-15》
- 2015. 10. 21 《抢筹行为+折价套利推动A价格上涨—华创债券分级A专题10-21》

CONTENTS 目录

- 分级基金的基本概念
- 影响分级A的因素与条款
- 分级A投资策略

1.1 什么是分级基金

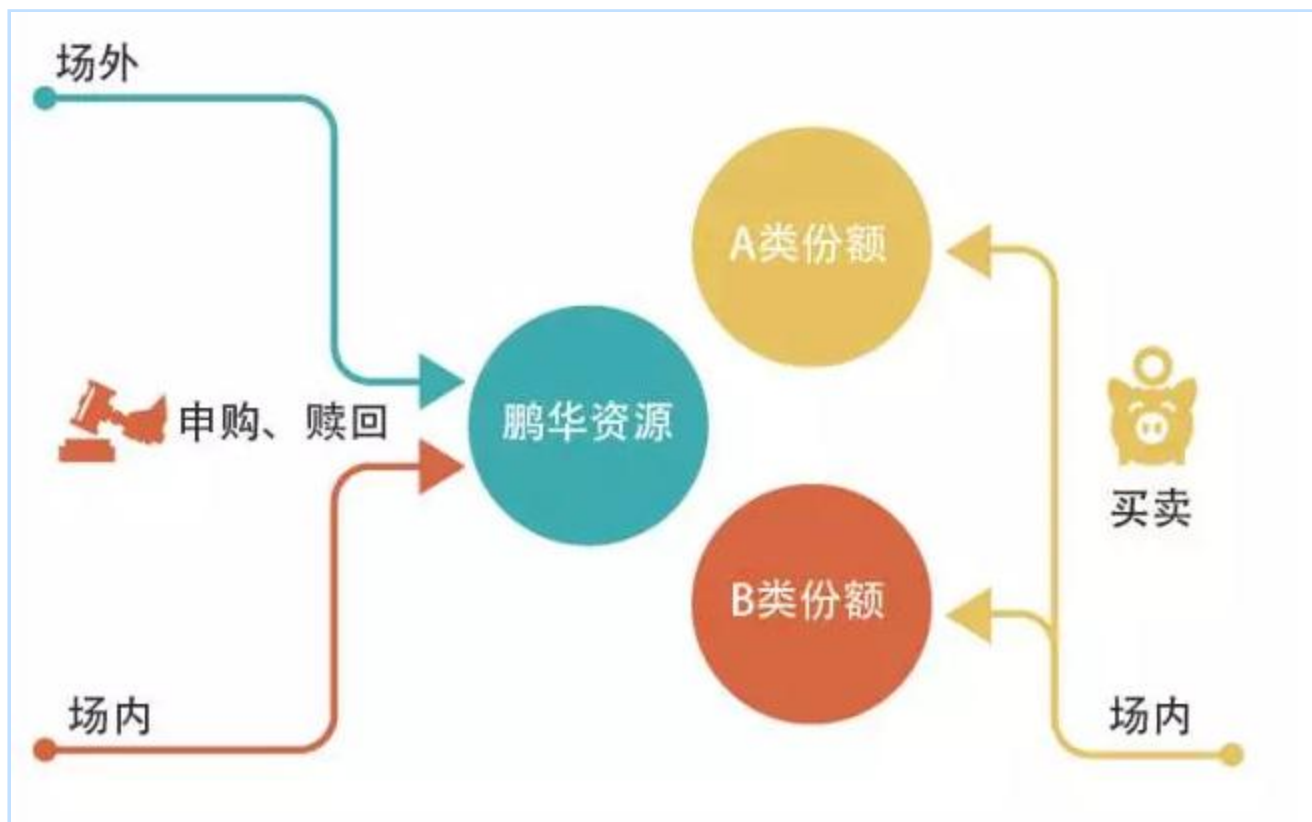
- 分级基金指事先约定基金的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其部分或者全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金。其中，分级基金基础份额称为母基金份额或基础份额，预期风险收益较低的子份额称稳健份额或A份额，预期风险收益较高的子份额称为激进份额或B份额。三类基金净值关系如下：母基金净值 = A类子基金份额净值 × A份额所占比例 + B类子基金份额净值 × B份额所占比例。
- 通常A份额按某种规则约定一定的收益率，如一年期定存+3%，母基金净值扣除A类净值后的部分就是B类份额净值。股票型分级基金A和B份额的配比一般为1:1。母基金大多为被动跟踪某一指数的指数基金。



资料来源：中国基金业协会&鹏华基金

1.1 什么是分级基金

■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，投资者在场内认购的母基金分离成A份额和B份额，并上市交易（深交所模式）。通常母基金只能通过场外、场内按净值被申购和赎回，不可交易（上交所模式可交易），而A和B份额只可上市交易，就像买卖股票一样，以撮合成交价交易，不能单独申赎、赎回。



1.1 什么是分级基金

■ 简单来说，相当于分级B的持有者向分级A的持有者借钱炒股，向A支付一定利息（约定收益），B获得剩余收益，取得杠杆效应。

■ 故事一：有兄弟两人，哥哥胆大激进，弟弟胆小谨慎。母亲有一天把兄弟两叫到跟前，说这里有200万，你们兄弟两每人100万，自己去过日子吧。从母亲那里领完钱回来后，哥哥突然向弟弟提了一个建议：把你的100万借给我去炒股，赌赢了赌亏了都算我的，我保证你的本金安全，另外每年给你5万利息，弟弟同意了，于是哥哥拿着200万去炒股了。在这个股市中，弟弟就是A类份额，哥哥就是B类份额，所谓的分级基金，本质就是借钱炒股。因为从弟弟那里借来100万炒股，如果碰上牛市哥哥就赚大发了，如果碰上熊市就亏大了，所以我们通常也把哥哥叫做杠杆基金。至于弟弟本人，不炒股，就等着年底向哥哥收5万元利息，倒也挺安逸，本质上是一个固定收益投资。

■ 母基金的净值：大部分为被动指数基金，母基金净值变动=指数波动*母基金仓位

大部分母基金不能交易，没有价格

分级A的净值：按照约定收益率线性自然增长

假设A：B为50：50，则分级B的净值=母基金净值*2-分级A净值

分级A与分级B的价格为市场交易的结果

1.2 配对转换机制

■ 配对转换机制：两类份额可以按比例合并成母基金份额,同时母基金份额也可按比例拆分成成为两类份额分别上市交易

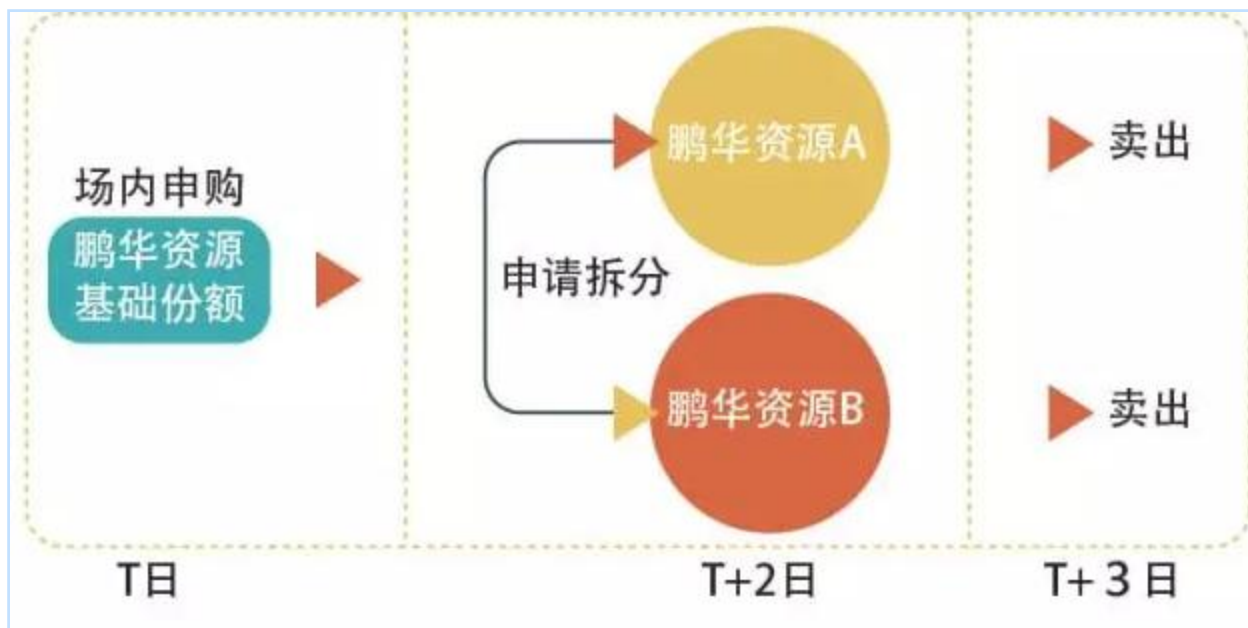
■ 由于配对转换机制的存在,使得分级基金的价格与净值的偏离是相对的,B折价A溢价、B溢价A折价会同时出现,使得“母基金净值=分级A价格X A份额占比% +分级B价格X B份额占比%”这一公式不会在长时间内产生偏离。

■ 故事二：前文的哥哥为了获取现金,决定面向村子出售一部分B类份额基金的所有权,他决定出售50万份（这时候B端的净值为1,1份的价格为1元）。这个新闻出来后,村子里面就爆炸了。张三、李四、王二麻子都坚持看好后市,认为市场涨肯定没问题,于是大家纷纷出价竞买份额。急性子张三先出价:1.1元/份,来20万份!李四也不甘示弱,出了1.2元/份的价格,要求把50万份全部包了!王二麻子也给出了自己的价格……这时候,如果哥哥惜售或者待价而沽了,就会导致价格一直上涨,从而出现了分级B的溢价现象（价格大于净值）,进而由于配对转换机制的存在,分级A出现折价。

■ 分级B折价与分级A溢价与上面故事相反

1.3 溢价套利

- 当母基金净值 < 分级A价格 × A份额占比% + 分级B价格 × B份额占比% 时，可以考虑买母基金卖子份额的方式进行套利。
- 在T日申购母基金份额，在T+2日（部分券商已经可以支持在所申购母基金确认之前提交拆分指令，即盲拆，则可缩短至T+1日，提升套利效率）申请将母基金拆分成A份额和B份额，在T+3日（或T+2日）在二级市场将A份额和B份额卖出，套利结束。
- 深交所母基金上市品种，T日买入，T+1日可完成分拆，T+2日可将A份额和B份额卖出
- 上交所品种，T日买入场内母基金，T日可完成分拆，T日可以卖出；T日申购场外母基金，T+2日完成拆分，T+2日可以卖出



1.3 溢价套利

■ **具体举例说明：**我们发现2010年7月28日时，银华深证100的整体溢价率达到5.9%，如果我们申购200万母基金，所需花费为212万元，考虑0.4%的申购费，总计212.8万元。在T+3日在二级市场将A份额和B份额卖出，所得为102.6+118.4=221万元，考虑0.1%的交易费用，总计220.8万元，套利8万元，综合收益率为4%。如果能够在T+2日完成的话，那么所得为103.1+119.6=222.7万元，总计222.5万元，套利9.7万元，综合收益率会提升为5%。

■ **影响溢价套利因素：**申购费用、交易费用

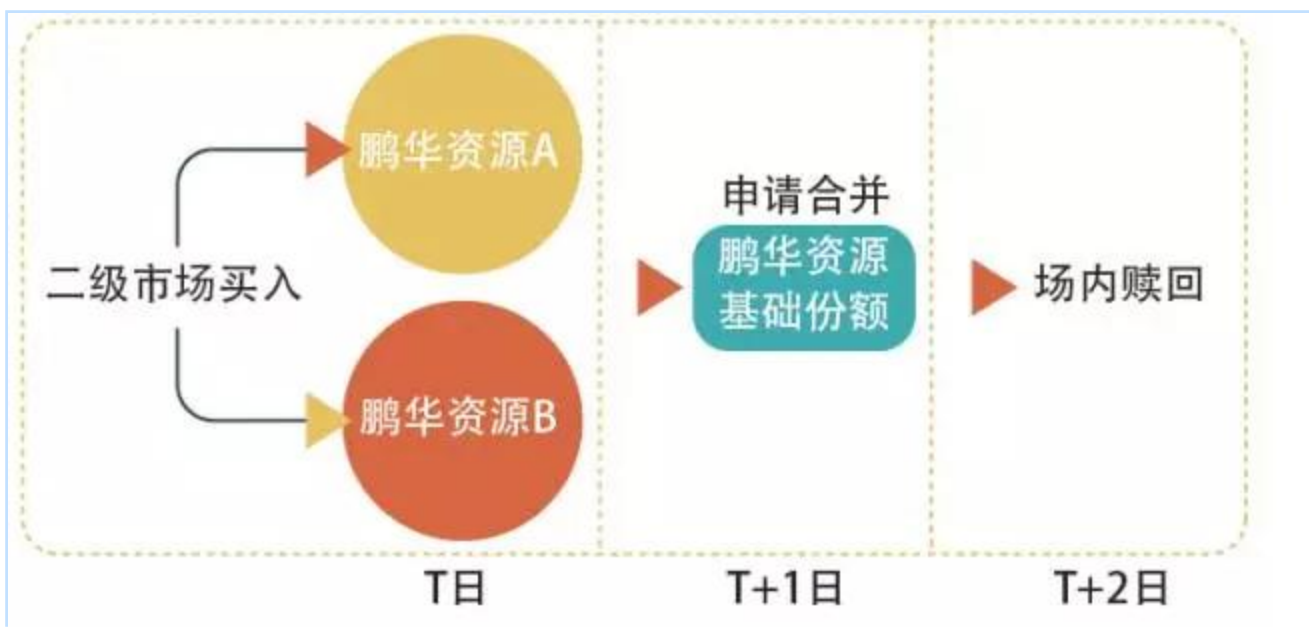
T+1日、（T+2日）A与B价格下跌风险

溢价套利收益计算示意图

	A价格	B价格	母基金净值	整体折溢价	
2010/7/28	1.0300	1.215	1.0600	5.90%	$1.06 * 200 * (1 + 0.4\%) = 212.8$
2010/7/30	1.0310	1.196	1.0120	4.85%	$(1.031 * 100 + 1.196 * 100) * (1 - 0.1\%) = 222.5$
2010/8/2	1.0260	1.184	1.0120	2.22%	$(1.026 * 100 + 1.184 * 100) * (1 - 0.1\%) = 220.8$

1.4 折价套利

- 当母基金净值 > 分级A价格 × A份额占比% + 分级B价格 × B份额占比% 时，可以考虑买子份额卖母基金的方式进行套利。
- 在T日在二级市场按比例买入A份额和B份额，在T+1日申请将二者合并为母基金份额（部分券商已经可以支持在买入子份额确认之前提交合并指令，即盲合，则可缩短至T日，提升套利效率），在T+2日（或T+1日）申请赎回母基金份额，套利结束。
- T+3-T+7日资金到账可用
- 上交所品种，T日买入子份额，T日可以合并，T日可以卖出或者赎回母基金。



1.4 折价套利

■ **具体举例说明：**我们发现2014年12月15日时，申万菱信深证成指分级的整体折价率达到-2%，如果我们购买100万申万菱信深成指A和100万申万菱信深成指B，所需花费为 $87.5+50=137.5$ 万元，考虑0.1%的交易费用，总计137.6万元。在T+2日，即12月17日赎回母基金，则所得为144.6万元，考虑0.5%的赎回费用，总计143.9万元，套利6.3万元，综合收益率为5%。

■ **影响溢价套利因素：**赎回费用、交易费用

T+1日、（T+2日）母基金净值下跌风险

折价套利收益计算示意图

	A价格	B价格	母基金净值	整体折溢价	
2014/12/15	0.8750	0.5	0.7017	-2.02%	$(0.875+0.5)*100*(1+0.1\%)=137.6$
2014/12/17	0.8750	0.534	0.7231	-2.57%	$0.7231*200*(1-0.5\%)=143.9$

1.4 折价套利与溢价套利需要时间总结

- 专户基金转托管需要多2天左右，增加套利难度；个别专户基金可以采用券商托管模式，无需转托管；
- 上交所合并套利大部分情况下卖出要优于赎回；

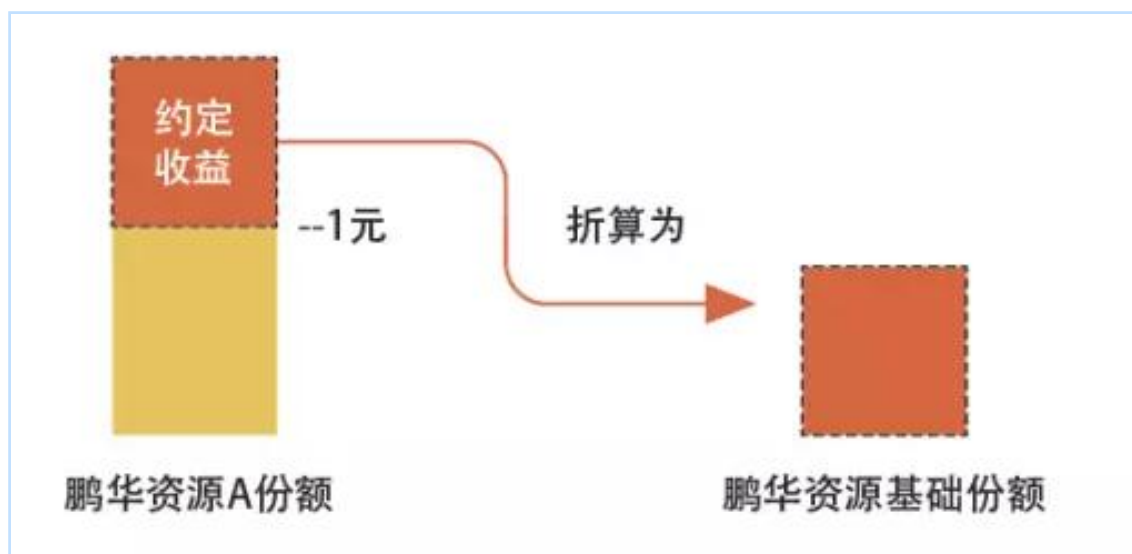
折价与溢价套利需要时间一览

	上交所				深交所			
	卖出	赎回	转托管	分拆	卖出	赎回	转托管	分拆
T日申购母基金	T+2	T+2	T+2	T+2	T+2	T+2	T+2	T+2
T日买入母基金	T+1	T	T	T	T	T+1	T+1	T+1
T日子份额合并成的母基金	T	T	T	T+1	T+1	T+1	T+1	T+1
	卖出		合并		卖出		合并	
T日买入的子份额	T+1		T		T+1		T+1	
T日母基金分拆的子份额	T		T+1		T+1		T+1	

1.5 定期折算

■ 定期折算是指：在每一个计息周期结束后（通常为一年），将A份额的约定收益（即大于1元的部分）折算为母份额，投资者可以通过赎回母份额来实现收益。

■ 定期折算并不一定能够给到约定收益率的利息。例：150186军工A级23日定折，母基金163115申万军工在23日与24日将暂停申购赎回，军工A与军工B可正常交易。值得注意的一点是，由于该分级基金刚触发过下折，因此这次定折所付的利息仅为0.0023，利息率仅为0.2%，并非约定收益率的6%，预计不会对分级A和B的价格产生过多影响。



1.5 定期折算

■ 故事三：一年后，持有分级B的哥哥等人，当初价值100万的分级B价值到达了150万。持有分级A的弟弟，账面价值从100万变成了90万，这让弟弟很费解。所以他去找哥哥，问他，说好的一年固定收益呢？我现在收益没看到，只看到我账面资产只有90万，你给我个解释。于是，哥哥宣布一项新的规定，每年选一个固定的日子，把分级A的固定收益发给购买分级A的人。但是这样做的问题是没有钱。为什么说没有钱呢？因为钱都买了股票，所以没钱发给大家，否则需要抛售资产。于是哥哥想到用母基来当作钱，发给弟弟。这样既不用卖手头的股票来取钱分红，又可以实现大家的收益（至少看起来给了你收益——账户多出来的母基）。这一天叫做定折日。

■ 假如这天的行情是这样的： 分级母基净值1.2 ； 分级A 净值：1.05； 分级B. 净值：1.35 ；

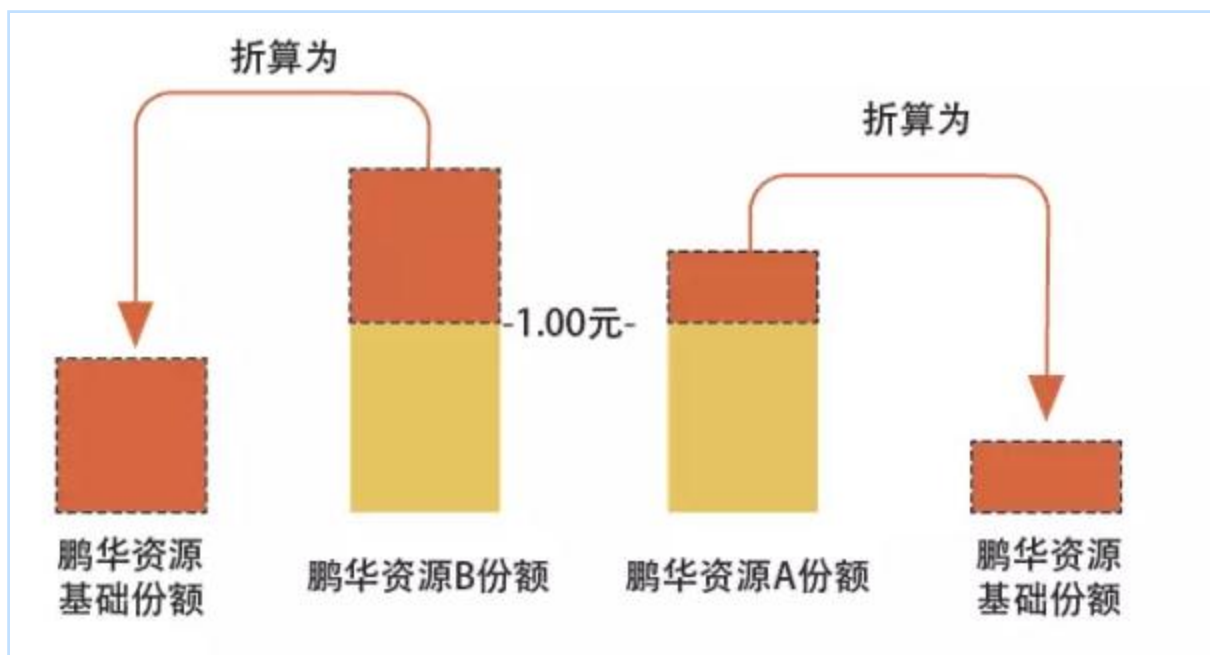
■ 定折之后：哥哥的100万分级B，变成了100万分级B+35万母基 ； 弟弟的100万分级A. 变成了100万分级A+5万母基 ； 有母基金的人的100万母基. 变成了120万母基 ； 分级A，分级B，母基的净值都又变为1

■ 这样，大家都看到了实实在在的收入，多出来的母基。至于弟弟，我承诺给你的收入我一分没少的全给你了，5万份母基。至于为啥你的账户账面价值少了，那是因为现在市场上分级A的价格比你当初买的时候要低，没办法的，市场决定价格，你就安心拿着，等以后市场行情不好了，分级A的价格会上去的。

1.6 向上折算

■ 杠杆是分级基金投资运作的核心。正是由于杠杆的作用，当市场走强时B份额投资者可以获取高于母基金指数的涨幅。B份额的实际杠杆等于分级基金总资产净值除以B类份额资产净值。B份额初始杠杆为2倍。当市场上涨时，B类份额占总资产净值的比例不断提升，杠杆逐渐变小。当市场下跌时，B类份额占总资产净值的比例不断缩小，杠杆渐渐增加。

■ 如果母基金净值增大的话，会使得B份额的杠杆下降，降低B份额的吸引力。因此，如果母基金净值高于一个设定值后，A份额、B份额以及母基金的份额净值将被调整为1，调整后的A份额和B份额按初始配比保留，B份额与A份额配对后的剩余部分将会转换为母基金份额分配给原份额B的持有者。



1.6 向上折算

■ 故事四：又过了一段时间，股票市场太火了，分级母基的净值达到了1.5。哥哥说，现在分级B的价格都炒到2.2了，净值也到差不多2块了，我想问下，我现在买分级B是不是有点亏。你想想是不是这么个道理，我以前花1块钱买1份分级B就可以获得2份母基所赚取的收益。但是现在我花2块钱也是才获得2份母基所赚取的收益。举个极端例子，要是分级B的价格涨到了10块钱，分级A还是一块钱，那跟直接全部拿分级B的钱去炒股有什么分别？于是哥哥再次宣布一个新规定，当母基的净值达到1.5的时候，来一次重新归1，这叫不定期上折。

■ 假如这一天的情况是这样的：分级母基净值1.5；分级A 净值1.02；分级B 净值1.98；

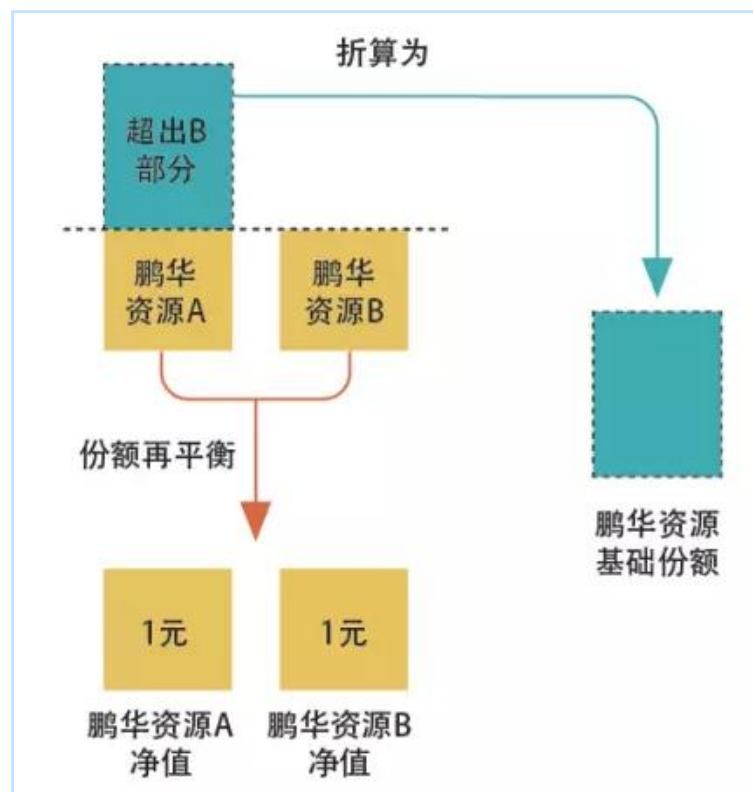
■ 上折后：弟弟的100万分级A变成了100万分级A+2万母基；哥哥的100万分级B变成了100万分级B+98万母基；母基金持有者的100万母基变成了150万母基；分级A，分级B，母基金的净值重新设为1

■ 上折的流程为：T日母基金净值达到设定值，可正常交易AB份额，也可申购赎回母基金；T+1日以当日的份额和净值为基准进行折算，可正常交易AB份额，但暂停申购赎回母基金；T+2日完成折算工作，AB份额停牌，暂停申购赎回母基金；T+3日份额到账，AB份额复牌，恢复申购赎回母基金。

1.7 向下折算

■ 无论母基金净值涨跌，要支付A份额的约定收益和本金。如果市场下跌过多，极端情况下母基金的收益将不足以支付A份额的约定收益，并导致B份额净值接近0。因此，在B份额净值较小的时候会进行到点向下折算。同时，也降低B份额的杠杆。

■ 向下不定期折算条款的设立是为了对A份额持有人的利益进行保护，因此当B净值跌到一个设定值后，A份额、B份额以及母基金的份额净值将均被调整为1，调整后的A份额和B份额按初始配比保留，A份额与B份额配对后的剩余部分将会转换为母基金份额分配给原A份额的持有者。



1.7 向下折算

■ 故事五：接下来又出现了一个新的问题，弟弟的本金怎么保障？万一哥哥输红了眼，自己100万亏光了，再把弟弟的100万也亏了怎么办？于是哥哥和弟弟的约定中就有一个向下折算（简称下折）的条款。弟弟当初借钱的时候提了一个要求，炒股帐户他要每天收盘看一眼，一旦总资金200万的帐户亏到125万，这时帐户里等于是弟弟100万+哥哥25万，弟弟为了安全起见要把属于自己的100万抽出75万，于是125万的帐户变成50万，兄弟两每人25万，哥哥接下来就拿着剩下的50万去炒股。这个过程就是向下折算。折算后，净值又可以从1开始，分级A的人也不用担心自己的本金和利益了。至于买了分级B的人同不同意，那不管，分级B就是得承担这样的损失。

■ 假如这一天的情况是这样的：分级母基净值0.635；分级A 净值1.02；分级B 净值0.25；

■ 下折后：弟弟的100万分级A变成25万分级A+75万母基；哥哥的100万分级B变成25万分级B；母基金持有者的100万母基金变成63.5万母基金

■ 下折的流程为：T日B基金净值达到设定值，可正常交易AB份额，也可申购赎回母基金；T+1日以当日的份额和净值为基准进行折算，可正常交易AB份额，但暂停申购赎回母基金；T+2日完成折算工作，AB份额停牌，暂停申购赎回母基金；T+3日份额到账，AB份额复牌，恢复申购赎回母基金。

1.7 下折套利

■ **具体举例说明：**在2013年12月20日，银华中证内地资源主题分级基金触发了下折条款。但我们在12月23日仍可交易AB份额，假设我们购买了100万份资源A，所花费为102.5万元，考虑0.1%的交易费用，总计102.6万元。在12月24日完成下折，资源B净值从0.245折为1，资源A净值从1.063折为1，因此100万份资源A将会折为24.5万份资源A以及81.8万份母基金，我们在12月25日卖出24.5万份资源A，所得收入为22.9万元，考虑0.1%交易费用，总计22.9万元；赎回81.8万份母基金，所得收入为82万元，考虑0.5%的赎回费用，总计81.6万元，合计收入为104.5万元，套利1.9万元，整体收益率为2%。

■ **影响下折套利因素：**申购费用、交易费用

下折后A价格（折价率）、下折基准日B净值

T+2日、T+3日母基金净值下跌风险

下折套利收益计算示意图

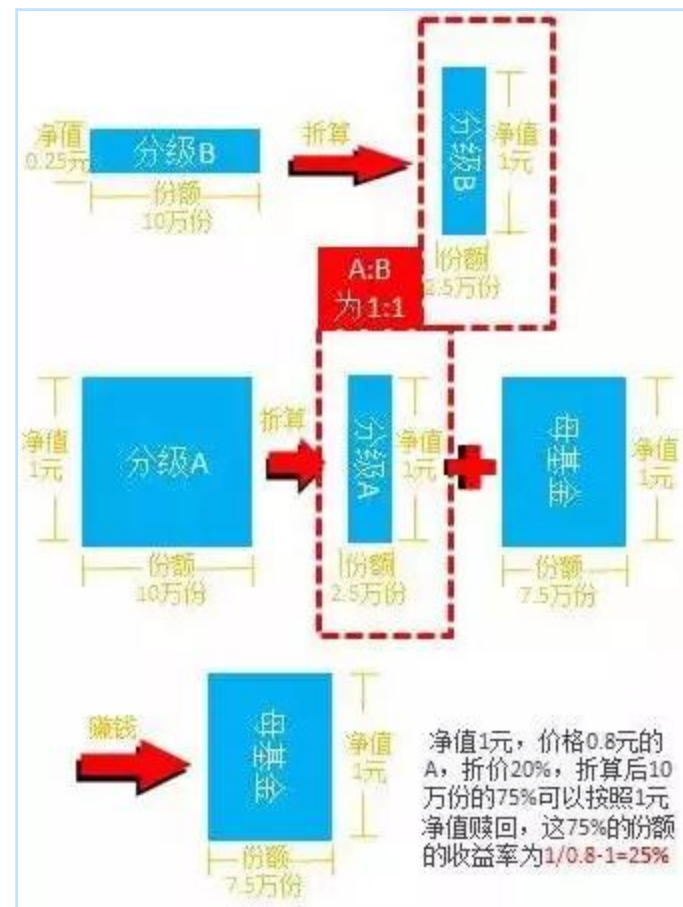
	A价格	A净值	B价格	B净值	母基金净值	
2013/12/20	1.025	1.063	0.281	0.245	0.572	$1.025 \times 100 \times (1 + 0.1\%) = 102.6$
2013/12/25	0.936	1	1.033	1.005	1.003	$24.5 \times 0.936 \times (1 - 0.1\%) +$ $(106.3 - 24.5) \times 1.003 \times (1 - 0.5\%) = 104.5$

1.7 为何下折会造成分级B亏损？

■ 一般分级A是折价交易的，比如净值1元钱的A份额场内交易价可能只有0.8元。折价到0.8元的A份额在向下折算发生后，大约3/4的份额可以以1元左右的母份额净值赎回，从0.8到1元，这部分份额可以赚到25%的收益。我们知道，母基金是由A类份额和B类份额组成的。在配对转换机制下分级基金整体折溢价率在0%上下徘徊。在发生向下折算时，由于A份额是折价交易，它享受到折价收窄带来的好处。那么A份额的获利来自哪里呢？自然是由B份额承担。打个简单的比方，母基金是一块蛋糕，A、B就相当于一块蛋糕被切成两块。A切得越大，留给B的就少了。

■ 此外，由于母基金大部分跟踪某个指数的表现，如移动互联网、创业板、一带一路指数等。而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。同样以蛋糕为例，当整块蛋糕变小了，而又约定了A不受蛋糕大小的影响，结果只能是分给B的越来越少。

■ B份额在触发下折时面临的第三个风险因素是母基金的整体溢价率。部分基金在下折前整体溢价率很高。比如互联网分级、重组分级等整体溢价率高达10%以上。下折之后，由于分级B杠杆卸载，整体折溢价回归0%。这部分的溢价衰减也要由B份额投资者承担。



CONTENTS 目录

- 分级基金的基本概念
- 影响分级A的因素与条款
- 分级A投资策略

2.1 隐含收益率

■ 分级A与债券的不同之处主要在于：

有下折条款保护分级A投资者利益，实际信用风险小于低等级信用债；

价格波动较大；

利息收入不是以现金的方式返还给投资者，而是以母基金份额的方式，因此还需要考虑赎回或分拆的问题以及母基金的净值波动；

除影响债券的若干因素外，上折、下折、折溢价套利等各因素都会对分级A价格产生影响；

■ 如果把分级A当做债券的话，不同净值、不同约定收益率的产品，其交易价格不可比。隐含收益率排除了这些差异，可用于产品间的横向比较。

■ 利用永续债的定价方式：

$A\text{份额理论价格} = \text{约定收益率} / \text{隐含收益率} + \text{净值} - 1$

$\text{隐含收益率} = \text{约定收益率} / (A\text{价格} - (\text{净值} - 1))$

■ 在降息与加息周期中，未来现金流会出现一定变化，因此也需要对隐含收益率的计算公式做出一定调整

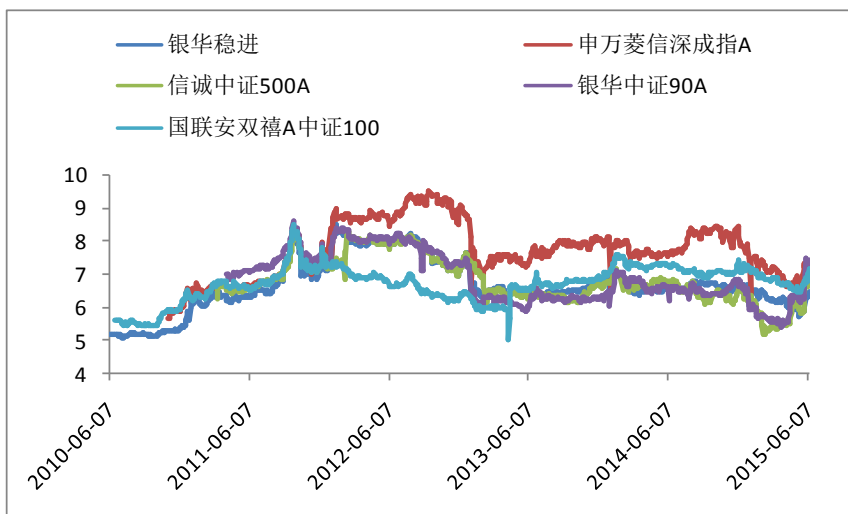
2.2 市场稳定时，分级A隐含收益率与债券收益率走势较为相关

■ 各分级A隐含收益率变化趋势基本一致。将其和债券收益率进行比较，也可以发现在大部分时间内，分级A的隐含收益率与债券收益率走势也比较一致，基本保持了债券牛市时，分级A隐含收益率下降，债券熊市时，分级A隐含收益率上升得到特点。

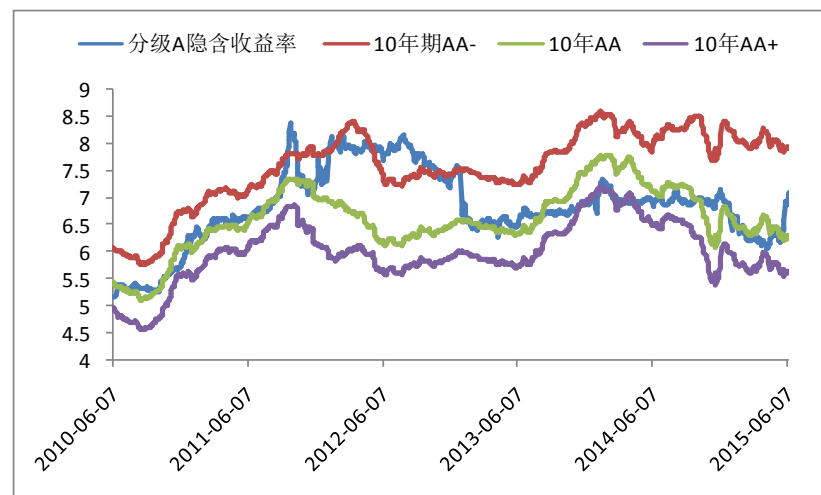
■ 因此上，我们可以粗略认为，如果采用持有的配置型策略来投资分级A，我们可以获得与投资10年AA级信用债类似的票息收益，同时也可以享受债券牛市的资本利得或者承担债券牛市时的资本亏损。

■ 2015年3月后，分级A的隐含收益率保持在6.5%-6.7%的水平上，但进入6月后股市发生动荡，分级A隐含收益率开始巨幅震荡，与债券收益率走势相关性变差

各分级A隐含收益率再大部分时间内不会有太大偏差



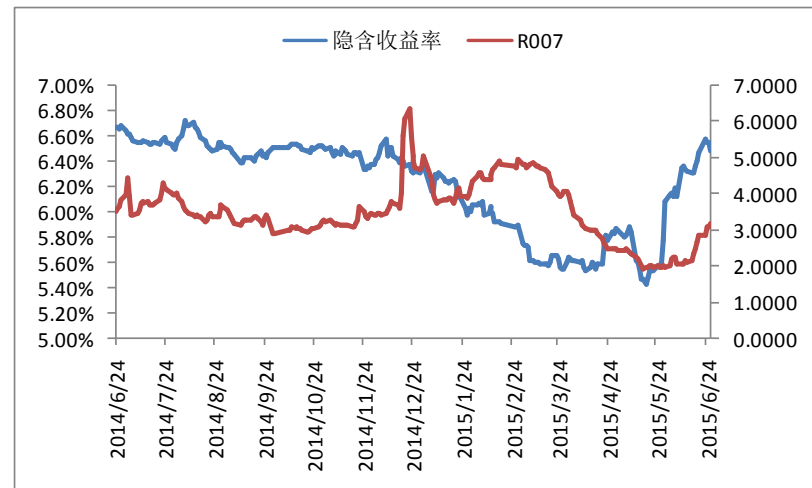
分级A隐含收益率与债券收益率走势较为相关



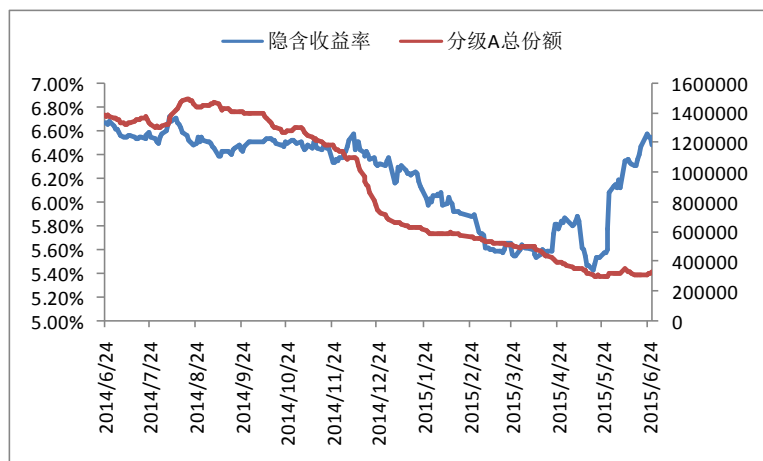
2.2 市场稳定时，影响分级A隐含收益率三个因素

- 当市场资金利率较高时，其隐含收益率自然会升高，价格降低；
- 股市对于分级A是个双刃剑，快涨快跌对于分级A均不好；
- 供给包括两个层面：分级基金发行量与折溢价套利量

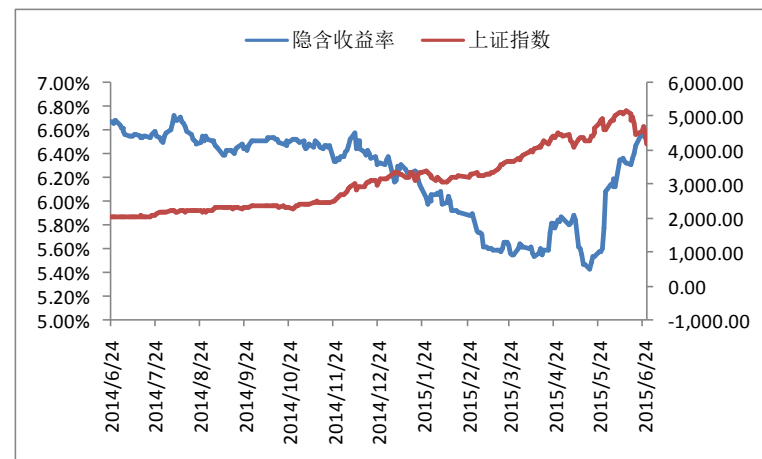
2014年下半年隐含收益率与资金利率亦步亦趋



2014年末分级A份额下降导致分级A隐含收益率下降



15年股票大幅度上涨导致分级A隐含收益率上升

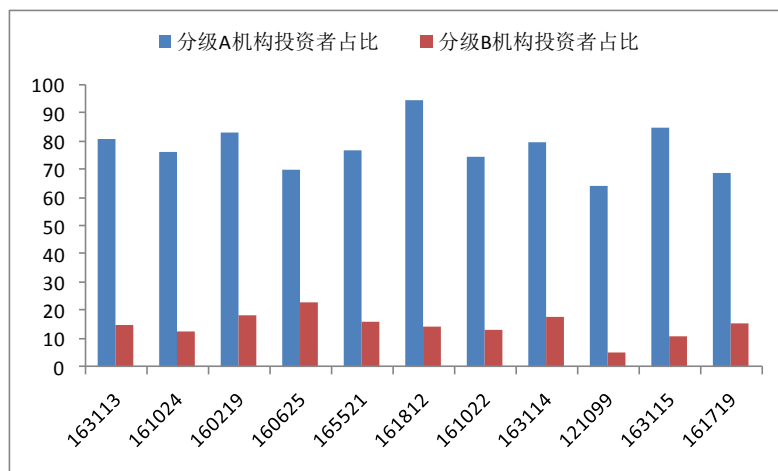


2.3 分级A的供给与需求

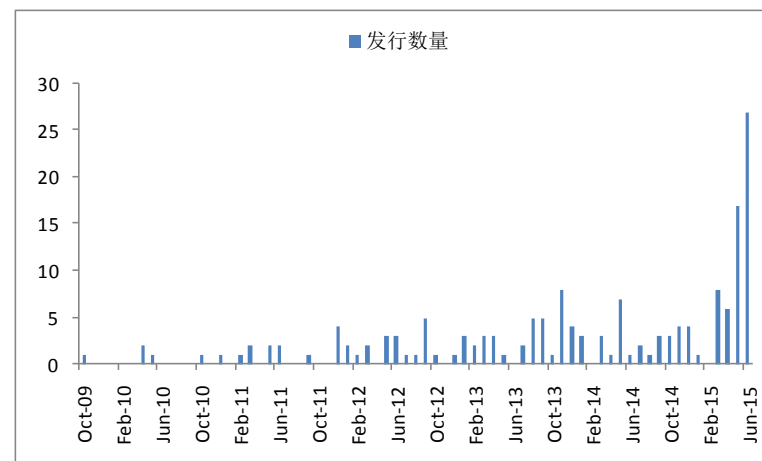
■ 分级B投资者多为个人投资者，机构投资者占比仅为15%；而分级A投资者多为机构投资者，主要以保险公司与企业年金等资产管理计划为主，平均占比接近80%。因此从投资者结构来讲，分级A与债券更加接近，分级B与股票更为接近。

■ 在2011年之前，分级基金只是零星发行，2011年开始每个季度大约有3-4支分级基金发行，到了2013年内已经变成每个月2-3支分级基金发行，到了15年每个月发行已经达到6-8支，15年5月份发行量为17只，6月份发行量为27只，7月发行量略有减速。

分级A以机构投资者为主，分级B以个人投资者为主



近两月分级基金的发行呈井喷趋势



2.3 分级A的供给与需求

■ 分级A的需求量将取决于两点，一是保险公司的保费变化带来的配置需求，二是保险公司可以投资的其他类固定收益类产品的收益情况，如债券、打新、债权计划等等。而另一大资金方银行则因为分级A估值波动太大，大部分理财参与规模非常有限，但越来越多的银行理财，包括基金专户已经开始对分级A产生兴趣。

■ 目前加杠杆炒股的主要方式有三种，一为两融中的融资业务，二是场外配资，三为购买分级基金的B份额，而融资和配资利率要高于大多数分级B的融资成本，且融资门槛更高，对于中小投资者来说，显然利用分级B加杠杆炒股的性价比要高于融资配资业务。

■ 占名字的需求也是导致分级基金发行量大增的原因

保险与年金是投资分级A的最主要机构

持有人名称	持有比例(%)
中国人寿再保险股份有限公司	8.77
中国财产再保险股份有限公司	8.19
中国人寿保险股份有限公司分红账户	7.46
中国大地财产保险股份有限公司	5.71
新华人寿保险股份有限公司	3.07
海通资管-上海银行-海通赢家系列-月月赢集合资产管理计划	2.25
中国石油天然气集团公司企业年金计划-中国工商银行	2.19
全国社保基金一零零八组合	1.90
中国石油化工集团公司企业年金计划-中国工商银行股份有限公司	1.84
工银安盛人寿保险有限公司	1.7

同类主体分级基金扎堆严重

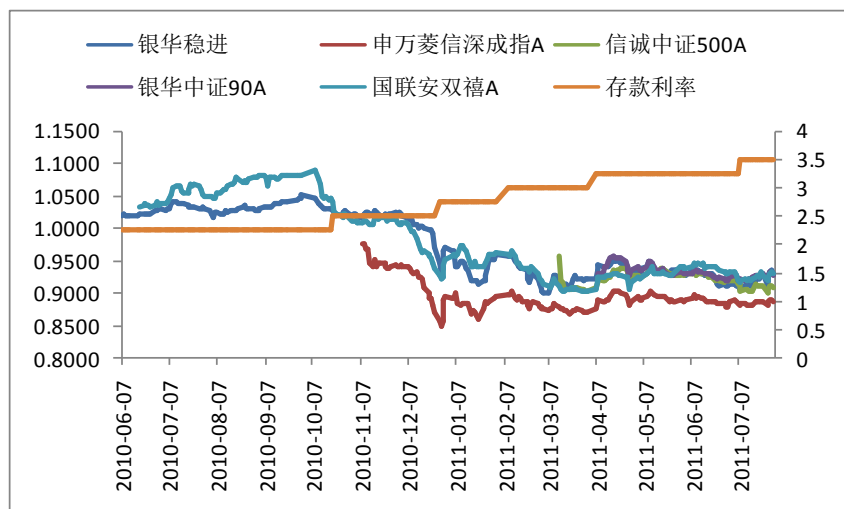
150265 一带A	150227 鹏华银行A
150273 带路A	150241 银行A级
150275 一带一A	150249 银行A端
150353 一带路A	150255 银行业A
	150267 银行A类
	150291 银行A份
	150299 银行股A

2.4 加息降息从分子分母两方面影响分级A价格

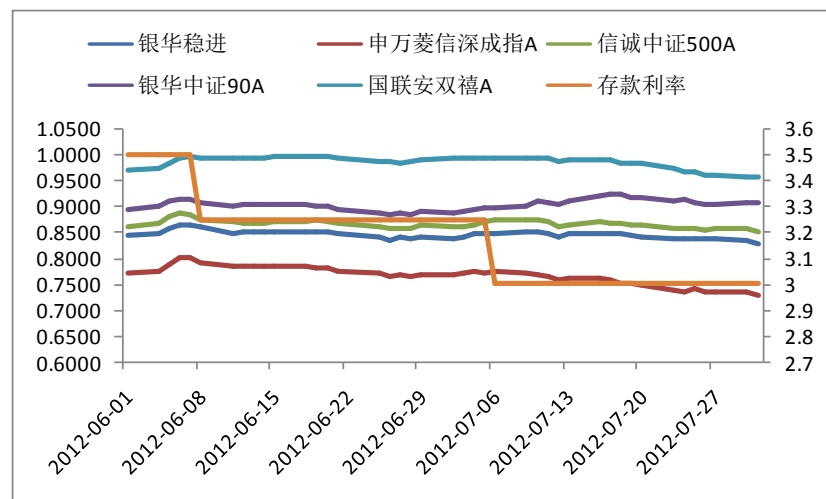
■ 在流动性方面值得注意的一点是，降息加息对于分级A的影响与对于债券的影响略有不同，值得关注。从理论上进行分析，降息在分子上会使得浮动的约定收益率下降，从而打压分级A价格，提高其隐含收益率，但同时又会使得分母上的市场资金利率有所下滑，从而提高分级A价格，降低其隐含收益率。升息与之相反。

■ 从历史验证来看，10-11年为加息周期，在加息初期，每次加息都会导致分级A价格出现暴跌，主要原因在于加息初期对于分母的影响会更大，资金利率大幅上行导致分级A价格出现下跌；在加息中期，加息短期内有可能对分级A价格起到一定提振作用，但随后依然表现为下跌趋势；在加息后期，加息对于分级A的价格影响不大。12年下半年为降息周期，但实际上两次降息对于分级A的价格影响并不大。

加息周期会压低分级A价格



12年降息周期对于分级A价格影响不大

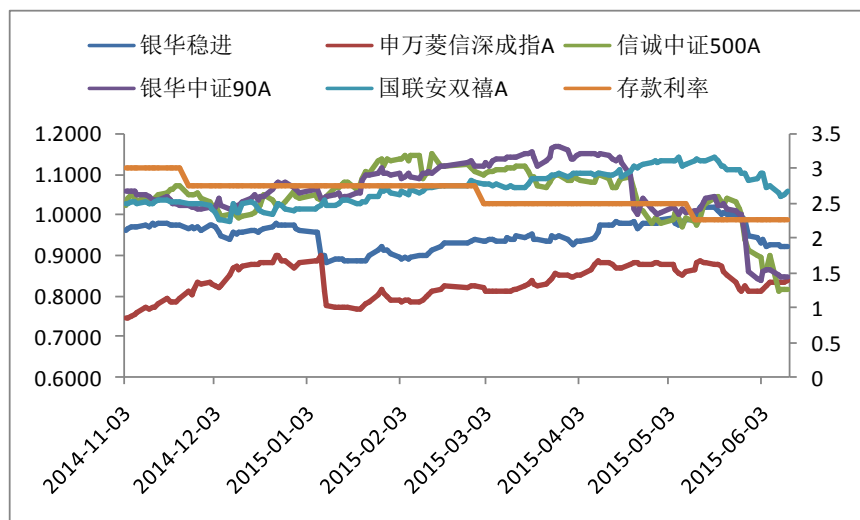


2.4 固息或加点幅度更大分级A降息后表现更好

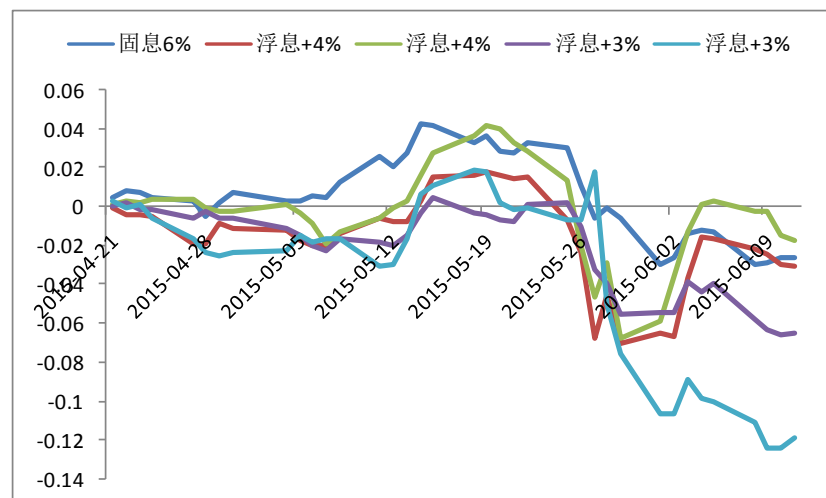
■14年降息后，分级A价格反而出现下跌；但在15年第一次降息后，分级A价格则出现了一定幅度的上涨；第二次降息后，分级A价格先涨后跌。我们认为出现分化的主要原因依然在于分母，资金利率变动有所不同。因此，降息对于分级A价格的影响存在不确定性，需要综合考虑资金利率和约定收益率的变化情况。

■另外较为值得研究的一点是降息后不同约定收益率分级A的表现。在5月11日降息后，固息分级A由于分子不受影响，上涨幅度最大，其余品种基本相同；而在降息后期分级A纷纷出现下跌的过程中，固息和浮息+4%的分级A跌幅要小于浮息+3%品种的跌幅。因此，在降息周期中，为了对抗基准利率下降后对于分级A约定收益率不利影响给分级A价格带来的负面影响，投资者可以选择固息品种，或者加点幅度更大的分级A品种。

14-15年三次降息后分级A价格有涨有跌



固息品种或加点幅度更大品种在降息周期中表现更加

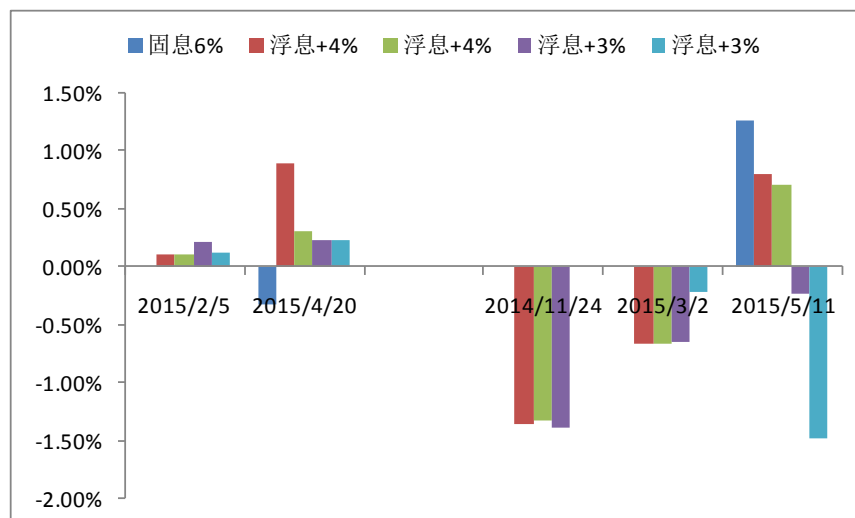


2.4 降准降息对于分级A的影响不同

■ 降准对于分级A的影响相对简单，不影响分级A的分子，但降准释放流动性会造成市场资金利率下降，有助于降低分级A隐含收益率，对于分级A价格利好。降息对于分级A的影响更加复杂。一方面降息有可能会降低市场利率，起到与降准相同的效果，利好分级A价格，但同时由于大部分分级A为浮动利率，降息又会使得分级A分子上的约定收益率下降，对于分级A价格利空。

■ 在降准首日后，大部分分级A的价格都出现了上涨，而在降息首日后，大部分分级A的价格都出现了下跌。此外值得注意的一点是，尽管5月11日的降息后当天部分约定收益率较高的分级A价格出现了上涨，但将考察期限适当拉长则不难发现，最终分级A价格还是出现了趋势性的下跌。而在降息周期当中，固息品种抗跌性最强，+4%品种次之，+3%品种更差。

降准有利于分级A，降息则并不有利



2.5 特殊的分级A

- 一些早期发行的分级A，条款比较特殊，需要区别对待，比如：
 - 150008国投瑞银瑞和小康：当母基金净值小于1元时，A份额和B份额同涨同跌；当母基金净值在1元到1.1元之间时，超出1元部分的收益A份额和B份额按8:2 分配；当母基金净值大于1.1元时，超出1.1元部分的收益A份额和B份额按2:8 分配。
 - 150016合润A：当母基金净值小于1.21元时，A 份额净值恒为1元，B份额承担剩余收益和损失；当母基金净值大于1.21 元时，A 份额与B份额同涨同跌。
 - 交易量低的分级A，价格波动无法合理解释，建议机构投资者回避为主。

2.6 约定收益率方式不同

■ 大部分分级A的约定收益率采用的是一年存款利率+3%的约定收益率，但也有一些例外：

■ **第一，同样采用浮动收益率，但采用不同的加点方式**，比如150221中航军A与15032煤炭A基为一年存款利率+5%；150123建信50A与150219健康A为一年存款利率+4.5%；20只分级A采用一年存款利率+4%；32只分级A采用一年存款利率+3.5%；5只分级A采用一年存款利率+3.2%；150066互利A采用一年存款利率+1.5%；

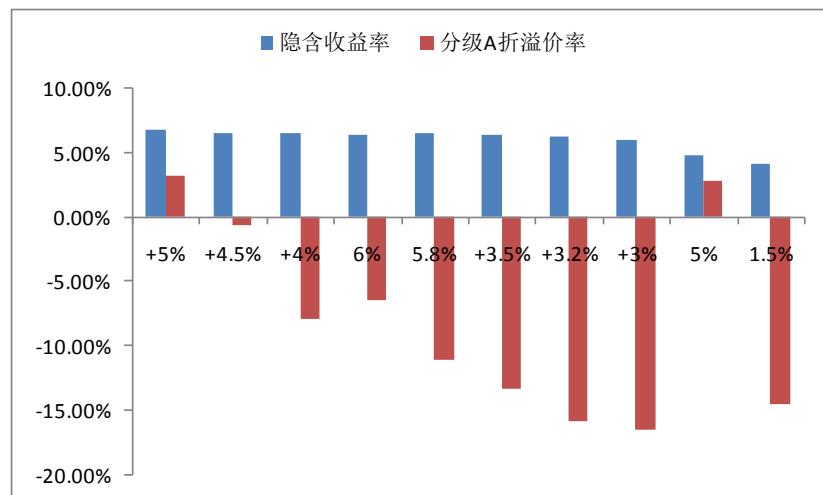
■ **第二，采用固定收益率**，如150108同辉100A与150106中小A在存续期内约定收益率为7%；150223证券A级约定收益率为6%；150057中小300A约定收益率为5.8%；150032多利优先约定收益率为5%；

■ **第三，其他形式**。比如150016合润A无约定收益率；150188转债优先约定收益率为3年定期存款+利差，利差为0.5%-2%，本期利差为1.25%；150012双禧A约定收益率为一年定期存款+3.5%，单利三年；150133德信A约定收益率为一年定期存款+1.2%，单利两年；150039鼎利A约定收益率为一年定期存款+1%，单利三年。

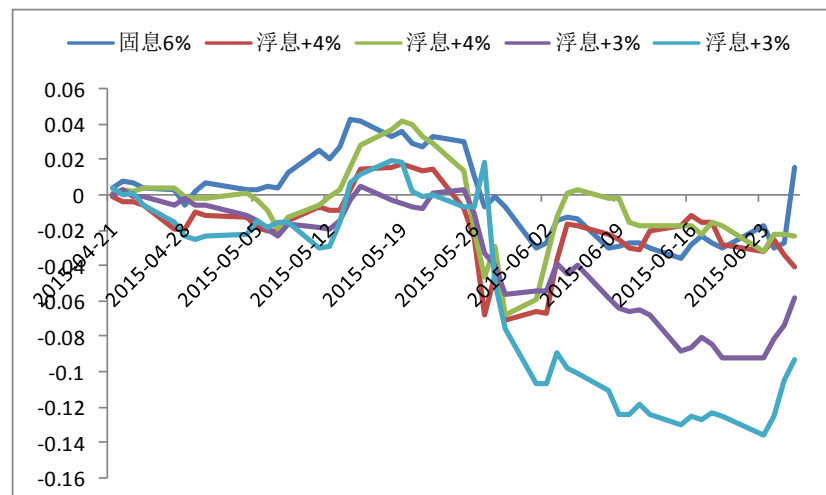
2.6 约定收益率方式不同对于分级A会产生不同影响

- 首先，将分级A作为债券考虑，约定收益率更高的分级A价格应该更高；
- 其次，考虑分级A的下折收益。一方面，约定收益率高的分级会降低下折收益；另一方面，分级A的约定收益率越高，越容易触发下折。
- 第三，考虑分级A与分级B的博弈效应。约定收益率更高的分级A,B的杠杆更高，打压分级A的价格。
- 综合上面分析，约定收益率越高的分级A隐含收益率往往也越高。
- 因此在投资中，不可因为该分级A隐含收益率高就盲目买入，比如约定收益率+5%品种的隐含收益率虽然明显高于+3%品种，但并不意味着+5%品种隐含收益率上升的幅度就会低于+3%品种，投资者最好要区别对待。
- 截至目前，+3%品种隐含收益率均值回到5.9%，平均折价率回到15.3%；+3.5%品种隐含收益率均值回到6.2%，平均折价率回到10.2%；+4%品种隐含收益率回到6.3%，平均折价率回到5.1%。

约定收益率高的往往隐含收益率高、分级A折溢价率高



固息品种或加点幅度更大品种在降息周期中表现更佳



2.7 AB比与存续期

■ 大部分分级基金的A：B为5:5；10只分级基金的A：B为4:6，多为母基金跟踪指数为中证500、中证100、中证200等广泛指数的基金；6只分级基金的A：B为7:3，全部为母基金跟踪指数为债券指数的基金；150032多利优先A：B为8:2；150047消费AA：B为2:8。

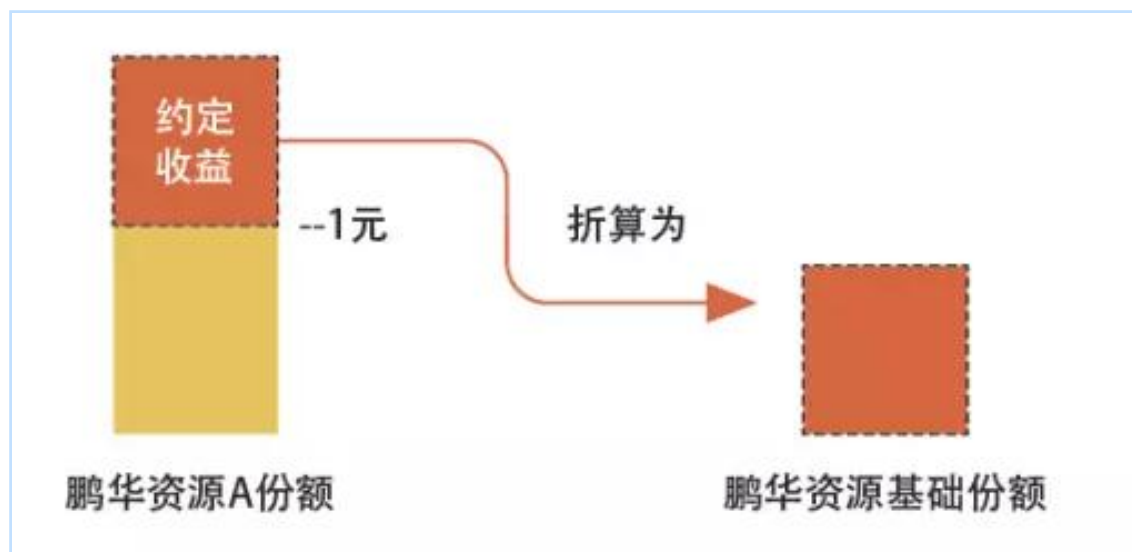
■ 从理论上进行分析，A所占比重越大，B的杠杆越高，有助于增加B的吸引力，打压A的价格；另一方面，A所占比重越大的分级基金越容易触发下折，A的下折收益越大，有利分级A的价格。但实际上，由于不同A:B所对应的母基金对应行业相差比较大，比较A与B的配比意义并不是很大。

■ 大部分分级基金为永续产品，9只分级A为有期限的分级A。在降息周期，由于固定期限期限更短，所以对抗降息能力更强。但在实际中，有固定期限的分级A往往交易并不活跃，每只永续分级A日均成交量平均在1亿左右，而有固定期限分级A日均成交量平均在4000万左右，且大部分在1000万以下，这使得大部分有固定期限的分级A并不适合交易。

■ 有期限分级A的优势在于：到期日可以预见，如果可以采用成本计价法，更类似于债券；劣势在于：由于期限短，价格小幅波动之后对于折价溢价套利空间等会造成较大波动，影响短线交易。

2.8 定期折算

- 大部分分级基金的定折与B无关，只是把分级A所谓票息部分折算为母基金给予投资者，分级A的净值重新归1；
- 有一些分级基金，如150012双禧A，150049消费收益等，A和B均参与定折，即分级B也会将净值大于1的部分折算成母基金给予投资者，分级B的净值重新归1。这相当于把该定折转化为上折和下折的组合：当B的净值高于1时，相当于发生了一次上折，对于分级A投资者的资产总额并未产生影响，但会通过提高了B的杠杆增加B的吸引力打压分级A的价格；当B的净值低于1时，相对于发生了一次下折，如果分级A处在折价状态将会因此受益。



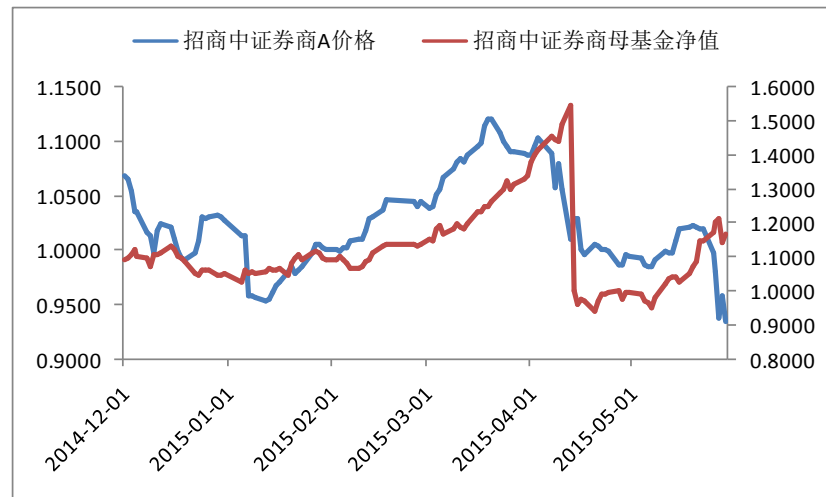
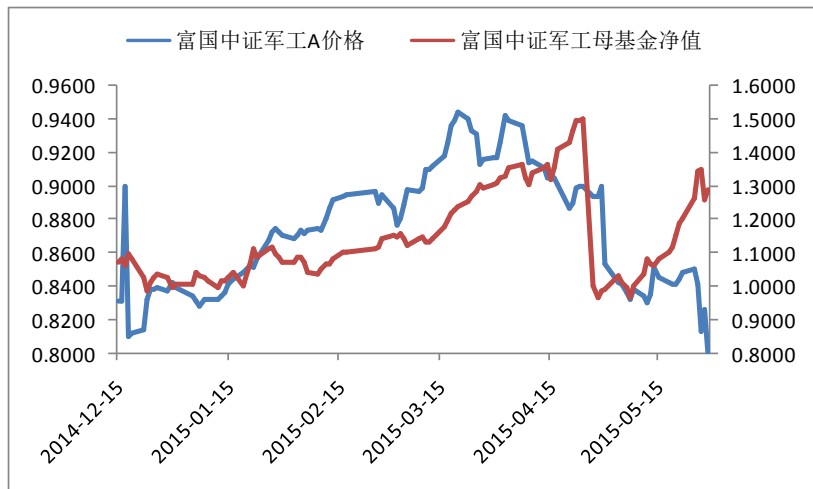
2.9 上折

- 大部分分级基金在上折后，分级A、B与母基金的净值都回到1，超 1 的部分转化为母基金份额给予投资者。
- 有一些分级基金，如申万菱信旗下所有分级基金，以及150305养老A、150301证券股A、150299银行股A、150281金融地A、502014一带一A, 份额A不参与上折，由于上折后并不改变分级A持有的总资产价值，因此分级A是否参与上折的唯一区别是A份额是否需要停牌，并无太大区别。
- 还有一些品种，如150012双禧A、150016合润A、150032多利优先、150039鼎利A、150055 500A、150049消费收益、150047消费A、150133德信A则无上折条款。
- 值得注意的是，尽管上折并不影响分级A投资者所持有资产价值，但会因上折后B的杠杆恢复对于分级A价格产生一定打压作用。因此从理论上说，上折阈值越低，分级基金越容易触发上折，对于分级A越不利。
- 上折空间计算=（阈值-母基金净值）/母基金净值

2.9 上折前后分级A价格会出现下跌

■ 富国中证军工分级基金和招商中证证券公司分级基金今年4月均发生了上折。从分级A的价格走势可以看出，当母基金净值达到1.2之后，分级B的杠杆降低，买盘意愿减弱，导致B价格下降，价值被低估；A价格上升，价值被高估。但母基金净值继续上升至1.3甚至更高水平后，A价格开始下跌。这是因为市场开始预期触发上折条款，由于上折后分级A供给会增加，母基金净值下降，B杠杆有所上升，最终导致A价格提前出现补跌。分级A价格的下降会一直持续到上折完成后的一段时间。

分级基金母基金净值达到一定水平后，分级A价格开始大幅下跌，并持续到上折后



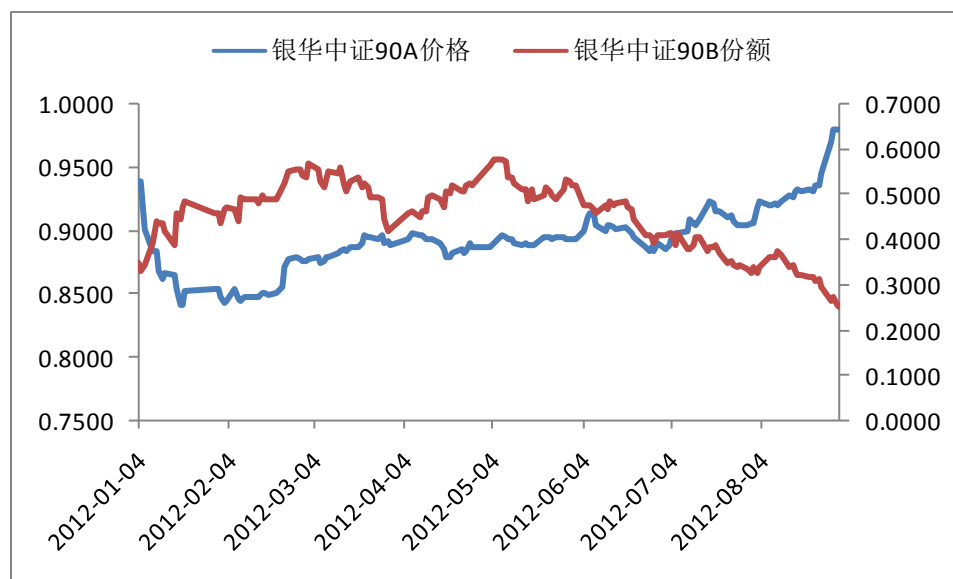
2.10 分级基金接近下折触发时点前，分级A价格或出现上涨

■ 银华中证90分级基金在2012年8月底曾经触发过下折，且分级A处在折价状态。在12年上半年，分级A的价格走势相对平稳，在分级B的份额跌破0.4之后，分级A的价格出现了第一波较快上行，而当分级B的份额跌破0.53之后，分级A的价格出现了大幅度上行，因此如果判断分级B份额最终会触发下折，可以尽早买入分级A，但值得警惕的是，如果最终未能触发下折条款，后期分级A有可能面临补跌风险。

■ 下折条款的触发条件是分级B净值跌到一个设定值，同时分级A处在折价状态才有套利机会。但并不意味着下折越容易触发越好，这是因为，如果把下折阈值设定的越高，每次下折时，分级A所能获得的母基金份额也就越少。因此，我们需要综合考虑下折触发概率与下折后收益两方面因素来考虑下折阈值设定在什么水平是最优选择。

■ 150022深成指A与150175H股A无向下折算条款，达到阈值后A份额与B份额同涨同跌。

分级基金接近下折触发时点前，分级A价格出现明显上涨

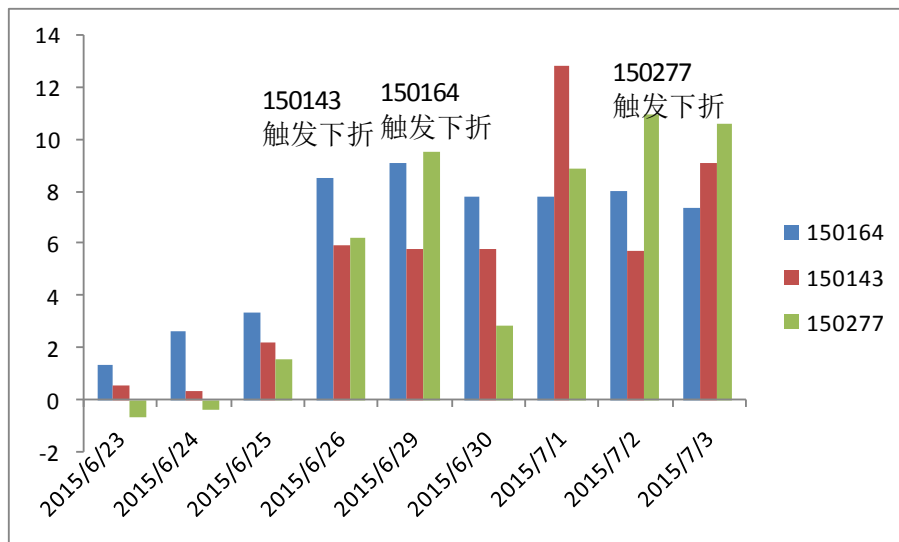


2.10 如何让下折套利利润最大化？

■ 结合6月底三只触发下折的分级A来看，可以看出，对于快要触发下折的分级A来说，在股市下跌时会获得较高收益，而收益最高点位下折前一日或下折触发日。在下折基准日，由于许多机构不愿参与实际套利会强行卖出手中相应分级A，导致价格反而下跌，影响综合收益。而下折期间的收益取决于下折两日大盘带来的母基金波动，收益存在较大不确定性。而在下折后，分级A价格往往会触发下跌，影响持有收益。

■ 因此，我们认为对于交易资金来说，参与分级A的最佳机会在于母基金下跌引发下折空间迅速缩小的时间点，而触发下折前几日是分级A价格涨幅最高的几日，投资者需要考虑下折能够带来的理论最高价格选择卖出时点。而在下折基准日，分级A往往会出现下跌，下折期间也会给投资者收益带来不确定性，下折后则反而会影响投资收益。因此，对于分级A的交易资金而言，当下折预期升温时买入，在下折预期达到顶点前卖出是最佳的投资策略。

下折收益贡献度大多集中在下折发生前



■ 下折空间计算 = $(B \text{ 净值} - \text{阈值}) / B \text{ 净值} / B \text{ 净值杠杆}$

■ B份额杠杆 = $(A \text{ 份额份数} + B \text{ 份额份数}) / B \text{ 份额份数}$

■ B净值杠杆 = $\text{母基金总净值} / B \text{ 份额总净值} = (\text{母基金净值} / B \text{ 份额净值}) \times \text{份额杠杆}$

■ B价格杠杆 = $\text{母基金总净值} / B \text{ 份额总市值} = (\text{母基金净值} / B \text{ 份额价格}) \times \text{份额杠杆}$

2.10 如何让下折套利利润最大化？

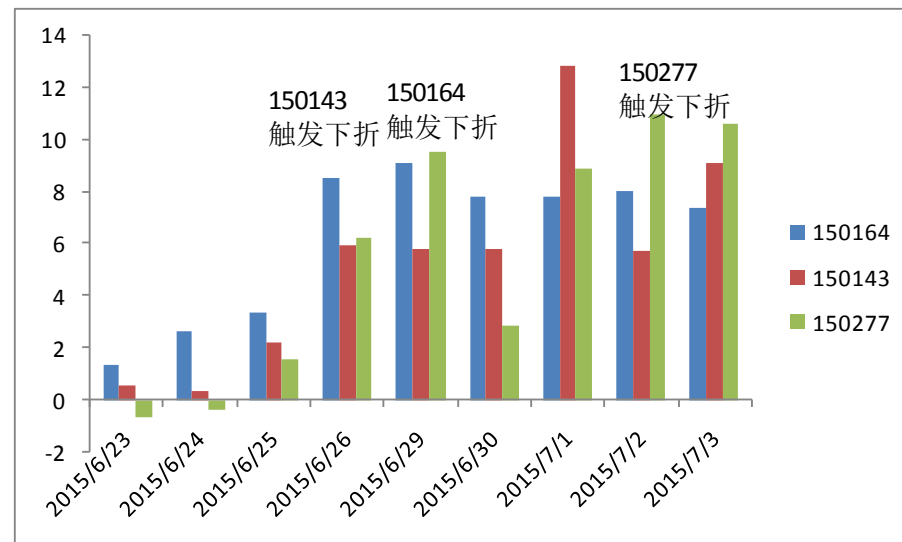
■对于购入150143的投资者来说，运气比较好，6月26日触发下折，前三日累计收益为2.2%，下折触发折日收益为3.7%，折算基准日收益为-0.1%，7月1日结束下折日正巧赶上此前大盘反弹，下折收益为7.0%，下折后收益为-3.7%。两周持有收益在9.1%左右。

■对于购入150164的投资者来说，运气稍差，6月29日触发下折，前三日累计收益为3.4%，第四日为5.1%，下折触发日收益为0.6%，折算基准日收益为-1.3%，7月2日结束下折日遇到此前大盘下跌，下折收益仅为0.2%。下折后收益为-0.7%。两周持有收益在7.4%左右。

■对于购入150277的投资者来说，7月2日触发下折，前四日累计收益为4.7%，降息后两日收益为-3.4%，下折前一日收益为6.0%，下折触发日收益为2.1%，下折基准日为-0.4%。两周持有收益在10.6%左右。

■我们假定发现母基金再跌20%以内就要触发下折，此时买入，持有至下折触发日卖出，150277可获得10.98%收益，150164可获得9.10%收益，150143可获得5.01%收益，150173可获得7.77%收益，150263可获得1.87%收益，平均为6.95%，接近7%的水平。而且上述测算是建立在收盘价测算，且操作策略比较简单的前提下，如果可以盯盘持续关注母基金变动，根据市场环境变化，当母基金出现下跌时买入，母基金反弹或下折触发时卖出，可能获得更多的收益。

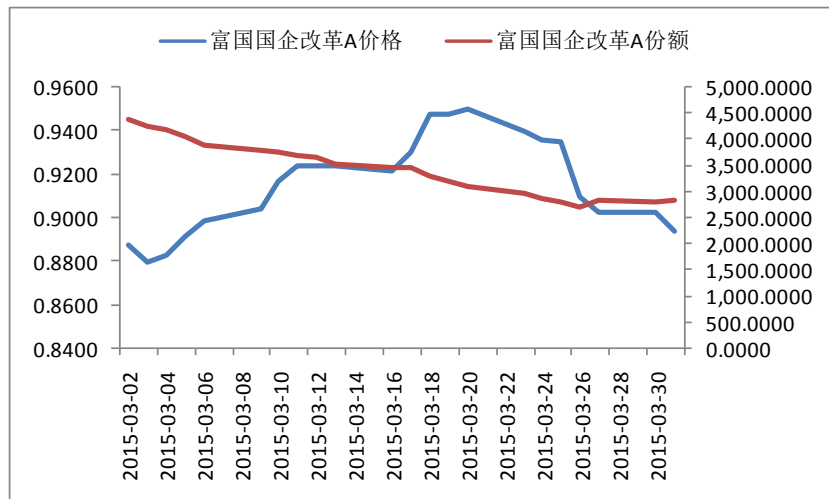
下折收益贡献度大多集中在下折发生前



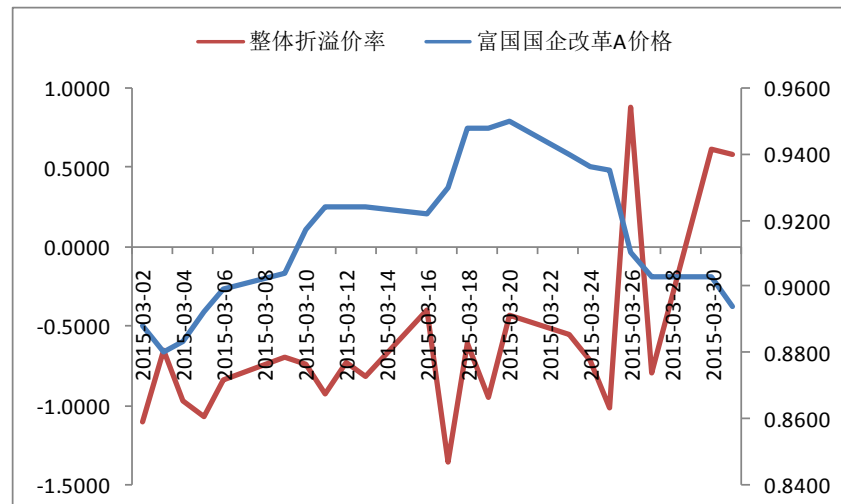
2.11 折价套利机会出现时是分级A较好买点

■ 当存在折价套利机会时，分级A的价格开始上升，同时份额出现下降，整体折溢价率保持相对较低水平，随着套利过程不断持续，整体折溢价率不断上升，折价套利机会消失，份额开始趋于稳定，分级A价格重新下跌，后期又基本回到了套利机会出现前的水平。因此折价套利机会出现时是比较好的分级A购买时点，当折价套利空间减少后是分级A的卖出时点。

折价套利机会出现后，分级A份额减少，价格上升



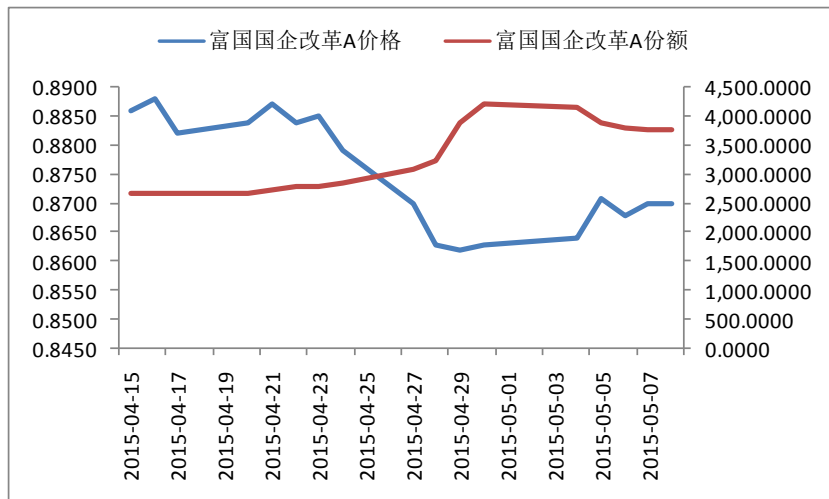
当折价套利机会消失后，分级A价格出现补跌



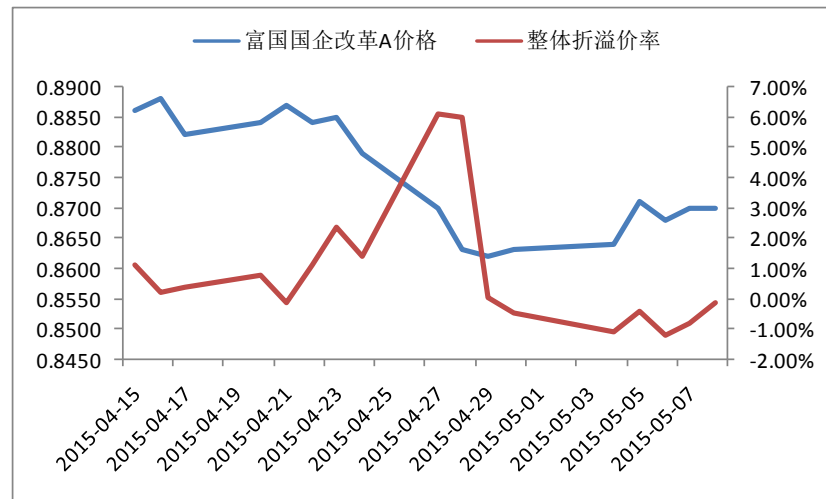
2.11 溢价套利资金错杀分级A后或出现买点

■ 当存在溢价套利机会时，分级A的价格开始下降，同时份额出现上升，整体折溢价率先上后下，随着套利过程不断持续，整体折溢价率不断下降，溢价套利机会消失，份额开始趋于稳定，分级A价格重新上涨，后期又基本回到了溢价率高点之前的水平。因此当出现明显溢价套利机会时，是比较好的卖出分级A时点，当份额趋于稳定，溢价率出现下降之后，由于分级A之前可能存在被套利资金错杀的风险，反而出现了比较好的买入时点，后期价格有望重新回归至均衡水平。

当溢价套利机会出现后，分级A价格上升，份额增加



溢价套利空间消失后，分级A价格出现补涨



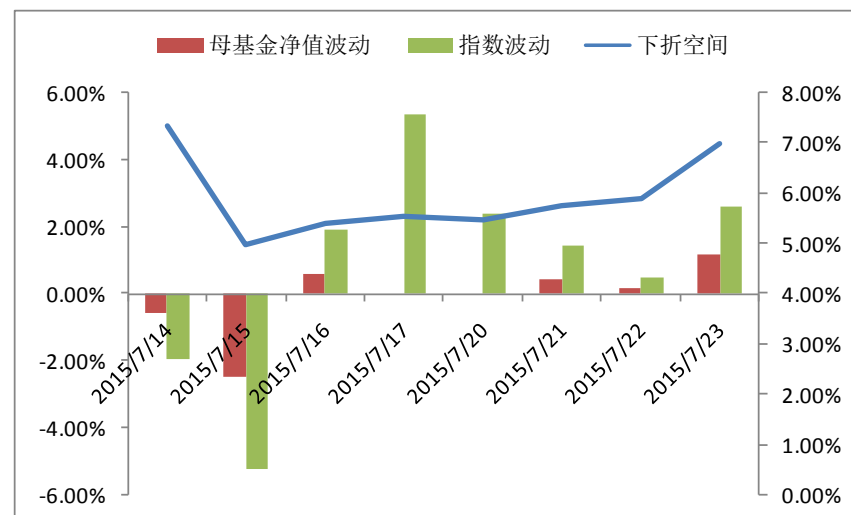
2.12 母基金跟踪指数波动率与母基金仓位

■ 如果母基金跟踪指数波动率较大的话，那么分级基金的上折和下折条款就更容易触发，对于分级A的投资来说，在股市牛市中，应当选取母基金跟踪指数波动率较小的品种进行配置，避免上折；在股市熊市或震荡市中，应当选取母基金跟踪指数波动率较大的品种进行配置，以期下折收益能够兑现，这点在选取折价率高品种进行配置的策略中尤为重要。

■ 母基金仓位是个不太容易观察到的因素。但值得注意的是，在周三分级A哀鸿遍野的时候，150219健康A与150211中航军A录得较大涨幅，正是出于流动性风险及股市暴跌风险不会对上述两个母基金空仓品种造成过多影响的考虑。因此，在实际投资中，我们也可以通过计算母基金净值变化与母基金跟踪指数变化的对比来推测母基金仓位，从而做出更好的判断。

■ 空仓品种的优点：规模扩张快，折价套利收益更确定

濒临下折时基金往往会提前减仓

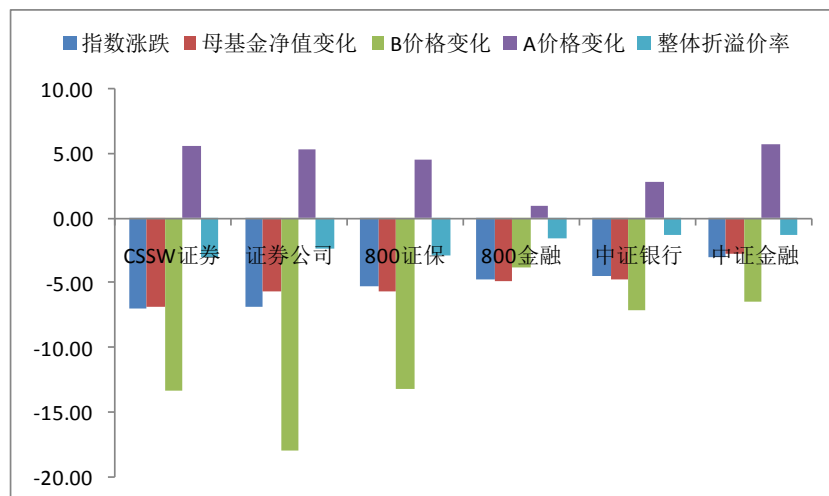


2.13 股市动荡时，需要关注B的变化

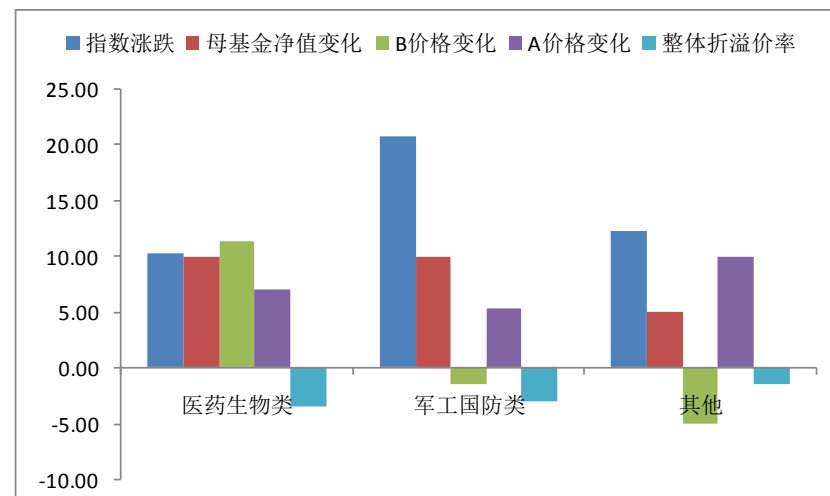
■ 近期可以看到的一个现象是，母基金净值上涨带动分级B净值上涨，但分级B的价格并未应声而涨，导致折价套利空间一直存在，也使得折价套利机会确定性增加，加速折价套利资金的涌入。此外，由于市场对于B的追捧度出现明显下降，市场抛售B行为比较一致，使得分级B面临流动性枯竭或跌停无法卖出的问题，这也会使得部分投资者选择买入A合并赎回母基金，A的份额也出现了持续的下降。

■ 我们认为在前期分级B出现恐慌的前提下，分级B可能会迎来一些机会，我们提示投资者可以选择一些整体处在折价状态，且B处在折价状态（或者投资者强烈看好的对应行业）的分级B买入，如果分级B价格上涨，可以赚取波段机会，如果B价格并未上涨，可以买入A赚取折价套利收益，成功率可能较买入相应A做折价套利的成功率更高，投资者可以根据自己的风险偏好做出选择。

金融板块领跌股市，分级B价格大跌



警惕国防军工等分级基金B价格补涨



2.14 A与B谁决定谁？

■ 标准定价流程：

- (1) 母基金跟踪指数波动——母基金净值波动——分级A净值线性稳定增长——扣除A净值得到B净值
- (2) 约定收益率+下折期权价值决定不同分级A隐含收益率均衡水平——确定分级A均衡折溢价水平——配对转换机制确定分级B均衡折溢价水平

■ 影响因素：

- (1) 下折预期增强——B脱离均衡溢价水平，溢价率向0靠拢——A脱离均衡折价水平，折价率向0靠拢——下折完成后AB折溢价再次回归市场平均水平
- (2) 折价套利机会出现——AB价格均上涨脱离均衡水平——折价套利被消灭后重新回归市场均衡水平
- (3) 溢价套利机会出现——AB价格均下跌脱离均衡水平——溢价套利被消灭后重新回归市场均衡水平
- (4) B的杠杆变化：假设处在牛市中，随着母基金净值变大，B净值变大，B杠杆率下降，B的吸引力下降，B价格下跌溢价率下降，A折价率下降——触发上折条款，B杠杆率恢复，B价格上升溢价率恢复市场均衡水平，A折价率上升价格下跌；
- (5) B的涨跌停限制：B净值大幅上涨，B价格上涨10%后涨停，投资者会通过申购母基金留B卖A方式买入B，配对转换机制造成A价格下跌；B净值大幅下跌，B价格下跌10%后跌停，投资者会通过合并赎回母基金的方式卖出B，配对转换机制造成A价格上涨。

CONTENTS 目录

- 分级基金的基本概念
- 影响分级A的因素与条款
- 分级A投资策略

3.1 分级A投资逻辑演变

- 从债券票息价值到下折期权价值再到配对转换价值，关注价格回归价值
- 流动性枯竭已经成为分级A面临的最大问题之一

6.12《长期看收益率，短期看套利》
揭开固收人研究分级A的新篇章，市场上最早覆盖分级A的固收研究报告

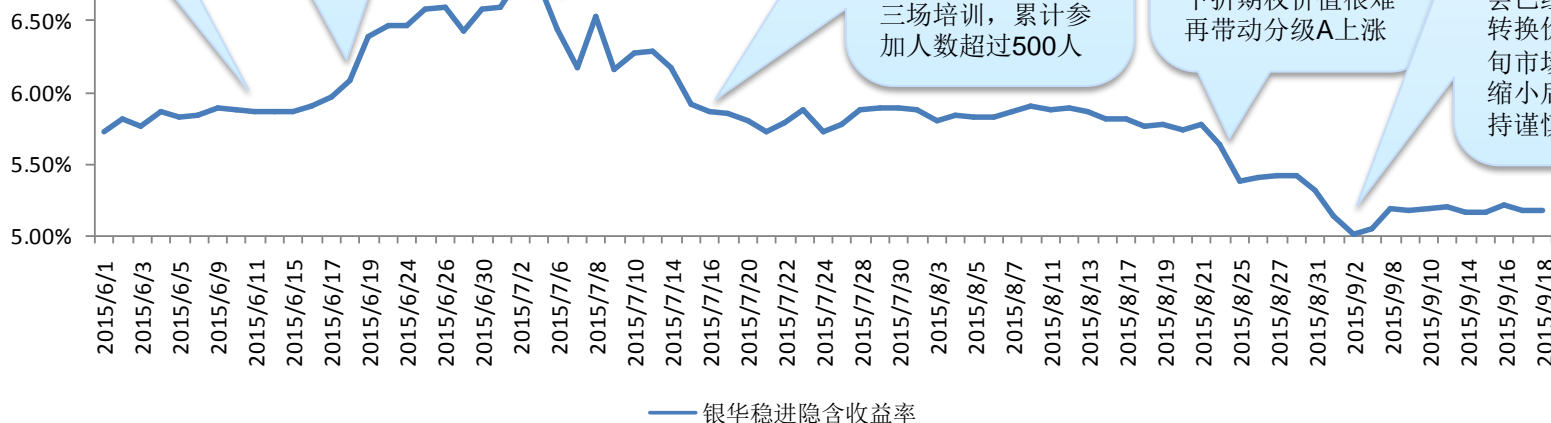
6.21《分级A也有供给压力》
6.28《降息降低配置价值，继续关注下折》
对分级A谨慎，判断供给和降息对分级A利空

7.5《长期配置价值显现，关注短期交易机会》
7.8《下折预期渐现在价格中，关注折价套利机会》
开始看多分级A，但也在8号极端情况时及时提示风险

7.14《配置为时尚早，关注两个层面的折价》
7.31《从基本概念到投资策略》
提示分级A的配置价值已经趋弱，下折期权价值+折价套利将成为影响分级A的主要因素
北京、上海、深圳三场培训，累计参加人数超过500人

8.7《下折依然是目前分级A投资的核心因素》
8.21《下折期权价值在分级A价格中已经充分反映》
8月底继续推荐距离下折较近品种，但当8月底收益率又下一城后，认为下折期权价值很难再带动分级A上涨

9.1《下折再回顾&关注折价套利机会》
9.2《分级A投资逻辑的演变》
9.11《流动性枯竭恐成分级A市场最大问题》
9月初认为推动分级A价格上涨的机会已经变为配对转换价值，9月中旬市场容量大幅缩小后对分级A保持谨慎



3.2 分级A的投资机会

- 债券票息价值：分级A的价格围绕净值波动，净值线性自然增长，分级A价格也出现相同幅度的增长。
- 下折期权价值：对于处在折价状态的分级A来说，下折会抹去折价，获得较高收益，当下折预期渐浓时，分级A价格也会随之上涨。
- 配对转换价值：当B价格跌停时，投资者会为了卖出B买入A合并赎回，带动A价格上涨。
- 折价套利：其实也是配对转换价值的体现，折价套利机会会带动A价格上涨。
- 分级A价格低估后的买入机会：比如，溢价套利后如果AB折溢价水平明显偏离市场均衡水平，A可买入博反弹，“黄金坑”
- 供需失衡带来的分级A机会：银行资金涌入VS分级基金份额不断减少

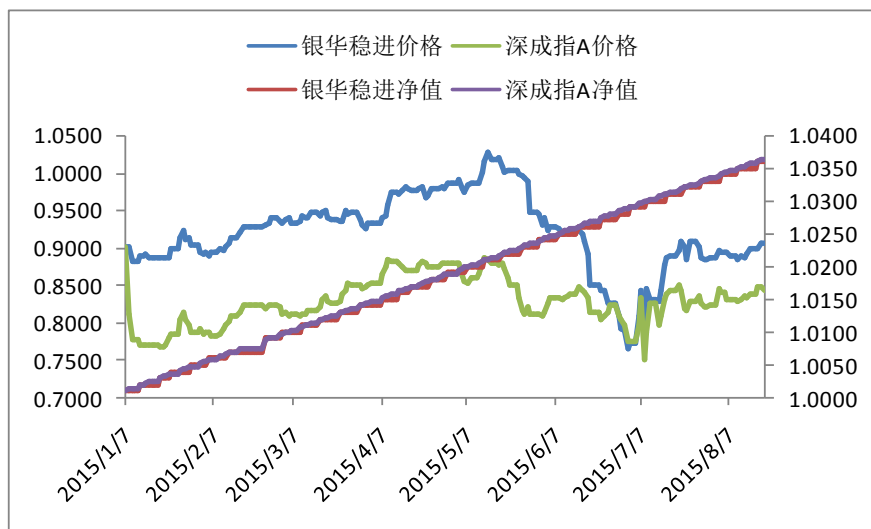
3.3 分级A类债券票息价值不能时时兑现（数据截止到9月末）

■ 与债券不同的是，分级A只有在定折日才能够兑现约定收益率。在周期中，分级A净值会按照约定收益率增长，但价格并不一定上涨相应幅度，出售分级A并不能获得票息收益。

■ 定期折算并不一定能够给到约定收益率的利息。例：150186军工A级7月23日定折，母基金163115申万军工在23日与24日将暂停申购赎回，军工A与军工B可正常交易。值得注意的一点是，由于该分级基金刚触发过下折，因此这次定折所付的利息仅为0.0023，利息率仅为0.2%，并非约定收益率的6%。

■ 目前市场平均折价率在3.24%，隐含收益率在5.23%。分品种来看，除深成指A和恒生A两个没有下折条款保护之外的+3%品种，平均折价率在6.24%，隐含收益率在5.08%；+3.2%品种平均折价率在2.53%，隐含收益率在5.10%；+3.5%品种，平均折价率在3.73%，隐含收益率在5.48%；+4%品种平均折价率在-0.06%，隐含收益率在5.76%；+4.5%&+5%品种，平均折价率在-8.62%，隐含收益率在5.70%。折价分级A票息价值相当于5-7年期AA级信用债。

分级A的票息在定折周期内难以兑现



3.3 市场动荡期，分级A类债券配置策略失效

■ 当市场处在一个相对稳定状态，上折、下折、折溢价套利等对于分级A价格影响比较小的时候，分级A的债性将会表现得比较明显。由于分级A票息价值比较高，又有下折条款为其保护，所以可以选择隐含收益率较高品种，当做债券进行配置。

■ 但在目前市场环境并不稳定的情况下，分级A会受到股市波动较大干扰，其债券属性会出现明显下降，按照隐含收益率配置并不十分有效：

■ **第一，分级A股性慢慢变强。**由于在折算时，分级A投资者并不会真的如债券一样收到现金，而是获得母基金份额，这就导致了折算会让投资者手中的固定收益品种变成以投资股票为主的母基金；因此，如果折算频繁发生，分级A的股性就会强于债性，出现与股票同涨同跌的现象。

■ **第二，分级A也不一定真的永续。**在极端情况下，当母基金被赎回，分级B也通过买入分级A合并成母基金合并赎回，因此如果母基金被完全赎回时，分级A也不复存在，并不是像永续债券一样真的永续。

■ **第三，分级A在理论上也是看空母基金对应指数的一种投资工具。**但当预期下折频繁发生时，分级A最终会转变为母基金，即看跌期权迅速转化为指数成分股，这个原因使得分级A在股市不稳时，分级A的波动会大幅放大。

■ 总之，如果股市暴涨，分级B会重新受到追捧，分级A将遭受供给压力，价格下跌；如果股市暴跌，分级A将面临流动性压力，价格也会出现下跌。综合而言，目前股市后市如何，分级A供给还会出现较大变化均存在较大不确定性。因此我们认为在目前市场环境下，分级A尚不能作为债券进行配置，该策略暂时失效。固定期限品种相对较好

3.4 分级A的两种短线策略

■ **价值回归策略：**如果股市走熊或者走平，那么分级基金在一定时间内一定会触发下折，理论上一旦触发下折，投资者则可以将折价转化为利润，同时也可以获得票息收益。因此分级A存在一种长期配置策略，即选取折价率高、隐含收益率相对较高、母基金对应指数波动较大的分级A进行配置，以期下折时能够获得更多利润。

■ 但实际上，这种价值回归策略无法真正做成长期配置策略，如我们在曾经推荐的150217新能源A，当天价格上涨幅度超过6%，高折价率品种已经变成市场平均折价品种，将其卖出兑现收益确定性远高于长期持有，因此博取价值回归的策略本质上还是个短期策略。

■ **折价套利与下折套利策略：**当股市下跌时，分级A会出现下折套利机会；当母基金指数快速上涨，而分级B价格上涨较慢或分级B价格快速下跌但母基金指数下跌速度并不快时，也会出现折价套利机会。投资者可以直接参与套利，或者利用套利机会进行波段操作。

■ 空仓品种折价套利确定性更高。

3.5 下折套利需注意安全边际及母基金仓位

■ 以一带一路分级为例：下折触发日情况：150265一带A价格0.950，净值1.013，150266一带B净值0.239。我们假设下折后分级A的价格回到0.935左右，且母基金净值不发生变化，那么150265的理论价格为0.993，下折套利收益为4.5%左右，考虑赎回交易费用，可以抵挡周四与周五两天母基金下跌4%的风险。下折基准日，150265一带A价格继续上涨至0.972，涨幅为2.32%，意味着下折套利收益仅为2.2%左右。周四该母基金跟踪指数下跌2.02%，母基金由于提前减仓，估算仓位下降至30%左右，因此也出现了0.6%的净值下跌，这意味着以下折基准日收盘价买入的分级A的下折收益仅在1.5%左右。周五母基金指数再次下跌0.34%，预计套利收益仅为1%，风险收益比较高。

■ 因此在参与下折套利时，需要考虑以下三个假设条件：分级A下折后折价率达到什么水平、在下折基准日分级B净值下跌程度、最为重要的是在下折期间的两天中母基金净值波动幅度，如果在假设其为0的情况下，下折理论收益均不高，意味着一旦母基金超预期下跌会带来较大风险，建议投资者谨慎操作。

■ 由于分级A投资者较为理性，在下折前分级A价格往往已经蕴含了下折预期，在下折日再买入分级A博取下折收益恐怕不能如愿。但也会出现7月8日那种特殊情况，因此我们建议投资者在下折日可以计算一下下折的理论收益，如果足够高可以考虑继续追入。但在一般情况下，我们建议还是提前布局，在下折预期刚刚升温时买入分级A，在下折触发前后不必继续追分级A。

■ 成立时间在6个月之内的品种，由于仍处在建仓期，会在下折前减仓，使得理论下折收益迟迟无法兑现，值得警惕。

■ 仓位较低品种适合进行折价套利。

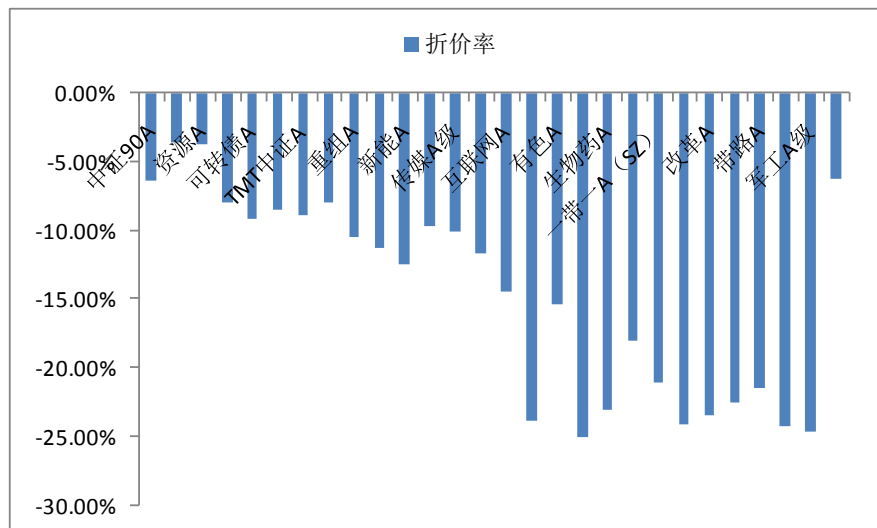
3.5 下折套利需警惕下折预期逆转

- 当下折预期逆转后，前期上涨过快的分级A价格可能出现补跌。
- 对于A处在溢价状态的品种，下折对其影响与其他A相反，值得注意，如150321煤炭A基，150221中航军工A等；
- 我们近期推荐当股市下跌时，选择距离下折有一定距离，但距离又不是特别远，且下折保护比较厚，同时整体溢价率又不高的品种。

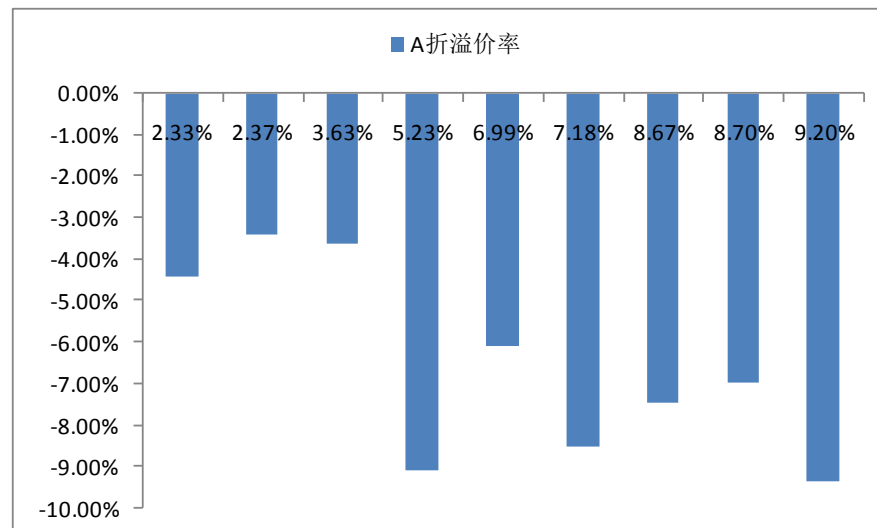
3.5 目前下折预期在分级A价格中已经反映的较为充分（数据截止至8月底）

- 历史上有28只分级基金触发过下折，在下折触发日时，分级A的平均折价率会缩窄至14.64%，最大折价率为25.02%，最小折价率为3.57%。扣除7月7日-8日的特殊情况，平均折价率会缩窄至7.29%，最大折价率为10.52%。
- 目前距离下折10%以内的品种折价率平均为6.57%，最小折价率为3.41%，最大为9.38%，基本与前期下折前折价水平相似，下折期权价值已经反映的较为充分。
- 上述品种，假设母基金再下折期间不跌的平均理论下折收益为3.83%，最高为6.24%，最低为1.90%。一旦下折期间超预期下跌，目前下折保护并不高。

除特殊情况外，过去下折前平均折价率在7.3%左右



目前靠近下折品种折价率平均在6.6%左右

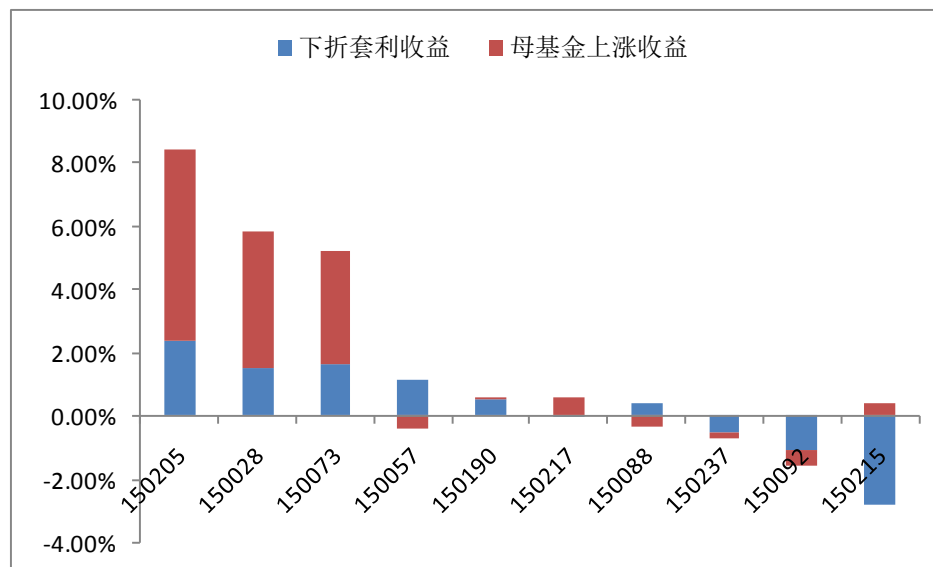


3.5 9月下折潮，相隔一日，冰火两重天

■ 周一触发下折的分级A比较幸运，周二股市跌周三股市大涨，节奏比较好；但周二触发的就没有那么幸运，周三股市涨，周四股市跌。从统计结果来看印证了我们的想法，周一触发下折的三只分级基金参与下折的平均收益为6.50%，而周二触发下折的七只分级基金参与下折的平均收益为-0.4%。

■ 为何出现如此大的差异？我们将参与下折的收益分解为两部分，一部分为真正下折套利后A折价被抹平的收益，一部分为母基金净值上涨的收益。从前者来看，在周一下折触发日三只分级A的平均折价率在3%，而周二下折触发日七只分级A的平均折价率在1%，甚至出现了溢价的现象，这导致了两天下折套利中分级A折价消除的部分收益有所分化；从后者来看，周一触发下折的三只分级A母基金净值上涨幅度均超过4%，是其下折收益较高的最主要贡献因素，而周二触发下折的七只分级A母基金净值上涨幅度均不足1%，甚至出现了下跌的现象，无法抵挡其下折套利的负收益，股市表现的不同最终导致了两天下折套利的收益截然不同。

下折收益更多取决于股市表现



3.6 折溢价套利需要区分主动与被动的差别

- 对于一些整体溢价率比较高的分级基金可能需要具体分析。如果出现较大溢价空间原因在于B价格跌停而B净值下跌幅度大于跌停板限制的10%，因此后期可能会从两个层面对于分级A造成相反的影响。
- 如果股市继续下跌，那么分级B的价格仍会继续追赶净值波动速度，同时溢价套利资金担心套利过程中分级B大幅下跌，并不会大量涌入，分级A的配对价值将占据主导，分级A价格有可能上涨；
- 如果股市出现反弹，那么分级B的净值也将反弹，分级B价格补跌压力有所缓和，这将会吸引溢价套利资金涌入，打压分级A价格。因此，对于整体溢价率比较高的品种，对于分级A究竟是福是祸，还是要取决于股市变化以及市场对于后市观点的判断。
- 同样的逻辑，当股市趋稳时，对于整体折价率比较高，前期B价格跌幅明显高于净值跌幅的分级B可以适当关注。

3.7 股市震荡期分级A交易性机会最需关注的方向

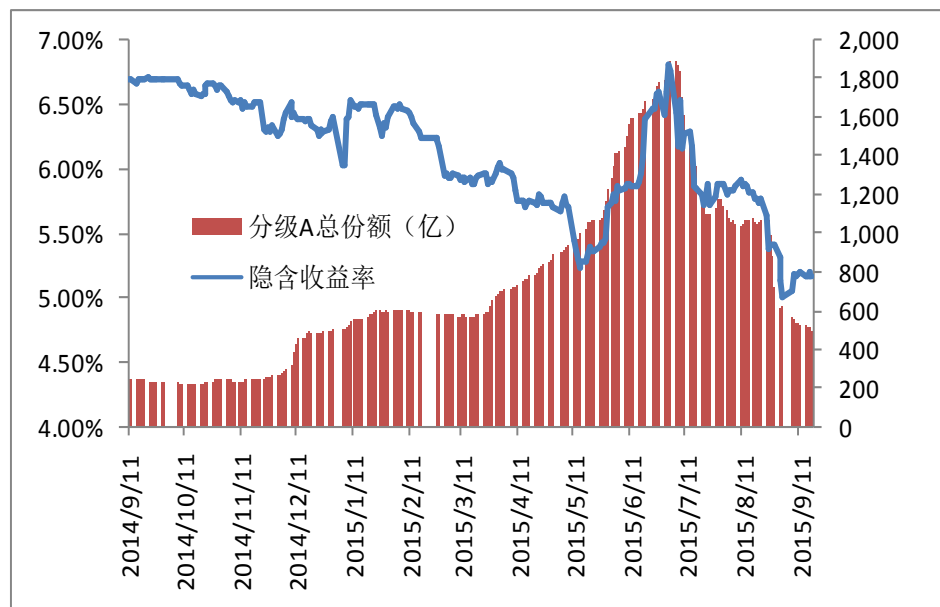
■ 我们总结了分级A在股市不同时表现需要重点关注的投资策略：如果发现或者预期分级B涨停，建议投资者回避分级A；如果发现或者预期分级B小幅上涨，建议关注存在折价套利空间的分级A；如果发现或者预期分级B震荡，建议关注存在折价套利空间的分级A，同时可以适当提前布局下折理论收益相对较高，距离下折相对较近的分级A；如果发现或者预期分级B小幅下跌，建议关注距离下折较近的分级A，同时也可以适当关注折价套利空间较大的分级A；如果发现或者预期分级B跌停，建议投资者关注分级A的配对转换价值。

	分级B涨停	分级B小涨	分级B震荡	分级B小跌	分级B跌停
折价套利	无法操作	利多A	利多A	利多A	比较复杂
溢价套利	利空A	利空A	利空A	利空A	无法操作
下折	利空A	利空A	无影响	利多A	比较复杂
配对转换	利空A				利多A
策略	回避A	关注折价	关注折价	关注下折	关注配对转换

3.8 流动性枯竭是分级A面临的较大问题

- 分级A份额大幅下降，从2000亿左右下降到不足500亿
- 成交量大幅减少，目前日成交量在万亿规模的分级A仅剩三只
- 影响大资金进入分级A市场，出现价格上涨但无法获取收益的类似于转债的表现

6月后分级A隐含收益率持续下降，规模也逐步萎缩



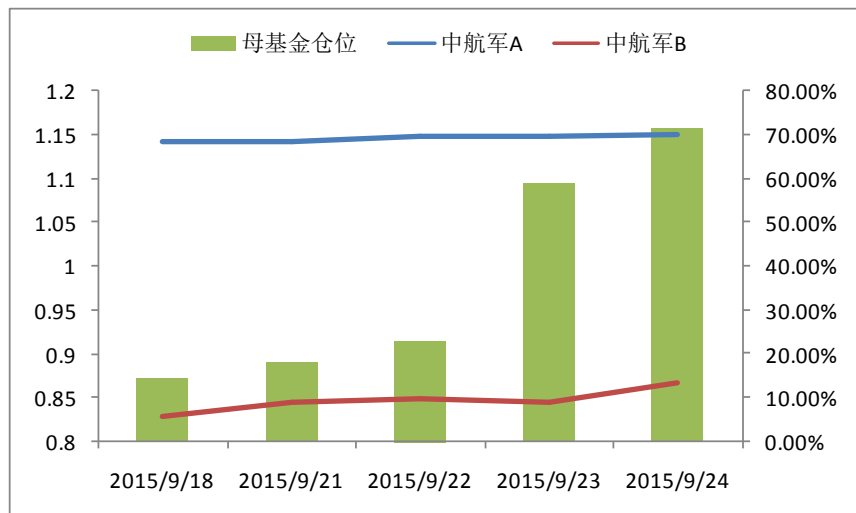
3.9 空仓品种建仓给市场带来什么影响？

■ 第一，目前中航军工A有没有被高估？B有没有被低估？我们与约定收益率相同的150321煤炭A基做比较，该母基金为满仓基金，但其分级A的溢价率更高，达到了12.14%，也导致分级B处在折价状态，中航军工的情况与之一致，并未出现明显差异。从隐含收益率来看，中航军A的隐含收益率为6.08%，仅次于深成指A，尽管有下折期权价值的差异，但也说明了该分级A价格并未明显高估，即使母基金建仓，恐怕A也没有太大风险，B也没有太大机会。

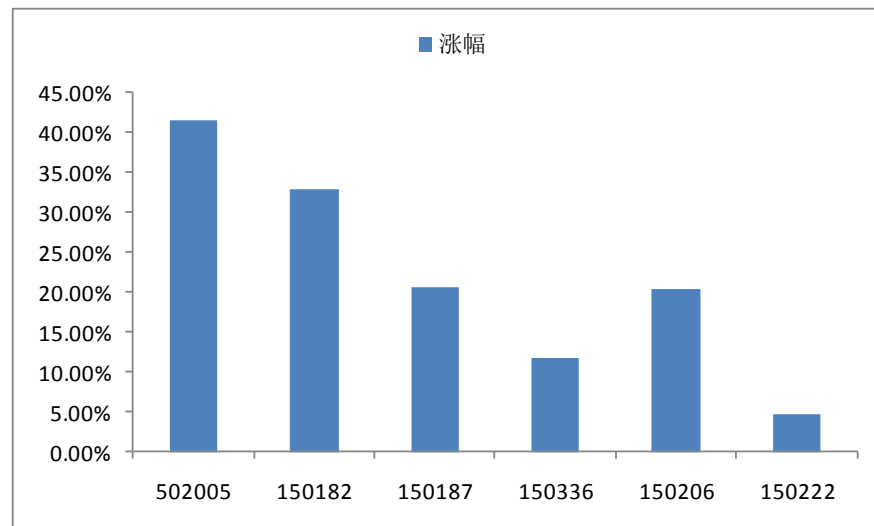
■ 第二，中航军工建仓对于市场会有什么影响？我们测算，该分级基金的建仓会带来40-50亿的军工类股票买入，尽管对其本身价格影响比较复杂，但对于军工指数来说可能会造成一定利好效应，因此在该过程中我们继续提示投资者可适当关注国防、军工类板块分级B的投资机会。

■ 健康分级近期也有建仓压力

中航军工建仓期A价格基本保持不变，B小幅上涨



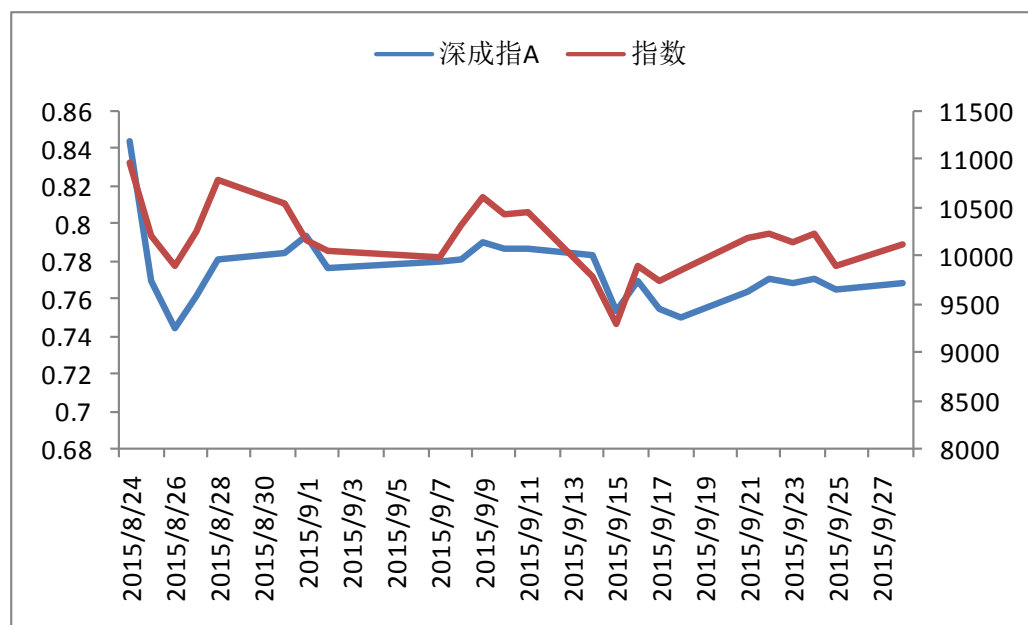
其他军工国防B价格受到提振



3.10 无下折条款分级A特点

- 由于没有下折条款保护，当分级B净值跌破0.25后，投资者开始担心深成指A会承受股市亏损，因此深成指A与跟踪指数将表现为同涨同跌的走势。
- 恒生A也有同样的问题，只是其目前分级B净值较高。

深成指A与股市同涨同跌



3.11 分级A的组合

■ 分级A+母基金：

■ 如果股市上涨，母基金可以获得指数上涨的收益；如果股市下跌，分级A由于下折预期增强会上涨，对冲掉母基金净值下跌的风险，特别如果股市跌幅巨大的话，分级A可能会获取下折的超额收益。因此总体上，该策略类似于股票+看跌期权的套保组合，以期望获得更加稳健的投资收益。

■ 该组合的风险在于，如果母基金净值出现下跌，但下折未能如期到来，分级A的涨幅恐怕并不能覆盖母基金净值下跌的风险，尤其是基金管理者可能会在下折前减仓，这一进步削减了下折的可能性，建议投资者对于距离下折较近、母基金仓位较重的品种采用该策略相对更稳妥。

■ 加入股指期货：

■ 由于目前分级基金的整体折溢价套利空间比较小，且还需要承担2天价格波动风险，因此投资者可以加入股指期货来对冲价格波动风险。以折价套利为例，比如我们可以关注以沪深300、上证50、中证500为标的的分级基金，关注其折价套利空间，当出现较大套利机会时，我们买入相应分级A、分级B并合并，同时买入与母基金净值相等的相应股指期货空单，当折价套利完成，将母基金赎回后，将股指期货平仓，这样就规避了在折价套利过程中母基金净值波动的风险。

■ 但在实际操作中我们可以任意选取一个指数，观察该指数板块构成，按照权重选取若干行业或主题分级基金进行拟合，这样可以获取更多折溢价套利机会。但由于该策略操作较为复杂，且预期收益并不高，目前只存在理论上的可能性，需要进一步优化

3.11 底仓套利

■ 分级A+分级B+母基金：

■ 选择1份分级A+1份分级B+2份母基金的比例构建投资组合，相当于投资者长期单纯持有母基金。

■ 如果溢价套利机会出现，立刻卖出手中的分级A与分级B，同时申购2份母基金，再将手中的母基金申请拆分成1份分级A与1份分级B，拆分完成后依然为1份分级A+1份分级B+2份母基金，资产总价值不变，并按照T+0日的溢价套利空间赚取套利收益。

■ 如果折价套利机会出现，立刻赎回2份母基金，同时买入1份分级A与分级B，再将手中的分级A与分级B申请合并成2份母基金，合并完成后依然为1份分级A+1份分级B+2份母基金，资产总价值不变，并按照T+0日的折价套利空间赚取套利收益。

■ 此组合规避了T+2日子份额价格波动风险（溢价套利）或者母基金净值波动风险（折价套利），但并非规避了所有风险，其风险在于：

■ 第一，长期持有母基金，需要承担股市走熊母基金下跌的风险，但这并非套利组合需要重点考虑的因素；

■ 第二，盘中机会母基金净值需要估算，可能与收盘后基金公司公布的基金净值有较大差别，影响套利收益，尤其是近期母基金仓位变化幅度较大的品种；

■ 第三，需要考虑申购赎回与交易费用，建议套利空间较大时再进行参与。

3.12 10月20日最新观点：关注抢筹行为、配对转换、价格回归三个方面

■ 抢筹行为：

■ 十一之后，利率债收益率出现一定幅度下行，国债期货等利率衍生品价格也在震荡中上行，周二在降准或QE的预期下国债期货大幅上行，这种情绪也传染到分级A市场，使得市场出现一种抢筹心理，约定收益率较高品种需求有所提升，如150321煤炭A基、150221中航军A等+5%品种价格持续上涨。从目前情况来看，由于市场存在货币政策继续宽松的预期，短期内抢筹行为可能仍能继续支撑约定收益率较高的分级A价格继续上涨，我们认为约定收益率+4%的品种由于其隐含收益率更高，大部分仍处在折价状态，下折期权价值也高于溢价状态的+5%品种，因此其相对配置价值要高于+5%的品种，可考虑适当参与。而上述提到的两个+5品种则由于隐含收益率过低，已经接近+3.5%的品种的隐含收益率，考虑其下折期权价值已经为负，因此价格继续上涨的机会将小于价格补跌的风险，其中150221中航军A的风险要大于150321煤炭A基，性价比偏低。

■ 配对转换价值：

■ 尽管近期股市有所上涨，但市场乐观情绪从本周开始略有回落，造成分级B需求不足，价格涨幅不及净值涨幅，整体折价空间有所提升，最终推动了分级A价格上涨，这在约定收益率较高、分级B杠杆较低的品种中表现的尤为明显，由于市场对于该分级B需求较低，股市上涨反而使得折价套利资金持续支撑分级A价格上涨。我们仍以上述提到的150221中航军A为例进行说明，我们看到从十一长假之后开始，该分级的整体折价率一直保持在1%左右，同时分级A的份额持续减少，从9月30日的301992万份，已经下降到了10月20日的251797万份。尽管目前该品种整体折价率尚可，折价套利资金仍有动力继续涌入，但考虑到期价格前期上涨过快，一旦母基金整体折价收窄甚至出现溢价，该分级A将面临较大补跌风险，建议投资者谨慎对待。

3.12 10月20日最新观点：关注抢筹行为、配对转换、价格回归三个方面

■ 价格回归机会：

■ 我们在10月14日报告《深成指B净值回升，A仍存上涨动力》和15日报告《适当关注分级A的价格回归效应》连续提示**深成指A**的交易性机会，该品种也在价格回归效应的引导下连续4日出现超过1%的上涨。目前深成指A隐含收益率已下降至5.86%，折价率已下降至17.9%，上涨动能有所减弱，但相对于其他+3品种来说两指标依然偏高，在股市不发生大跌的前提下，仍有继续上涨空间，但速度可能相对前期将有所削弱。

■ 除了深成指A之外，也有一些品种也可能因前期溢价套利资金涌入造成其隐含收益率提升，未来也有价格回归所带来的交易性机会，但幅度和持续时间可能不大，适合做短线快速交易，如流动性较好的150325高铁A端、150317E金融A、502307网金A等，建议投资者可适当关注。

谢谢！

固定收益分析师 齐晟

qisheng@hcyjs.com