

《再谈分级基金》

——海通证券2015年金融工程与产品研究

高道德 倪韵婷

2014年12月02日

1. 认识分级基金——分级基金的定义
2. 了解分级基金——分级基金的定价
3. 玩转分级基金——分级基金的投资

1. 认识分级基金——定义

产品设计

通过对母基金收益分配的安排，将基金分解成风险收益特征完全不同的两类份额，其中**B**通过支付给**A**一定的融资成本获得杠杆属性。

母基金是债券或是股票型基金，其中股票基金多为指数权益类基金



1. 认识分级基金——关键字

初始杠杆：产品设立时的杠杆

$$\text{激进份额初始杠杆} = \frac{\text{激进份额份数} + \text{稳健份额份数}}{\text{激进份额份数}}$$

实际杠杆：时时变动，具有指导性

$$\text{激进份额实际杠杆} = \frac{\text{激进份额与稳健份额资产净值之和}}{\text{激进份额资产净值}}$$

债券分级：主流封闭式、半封闭式

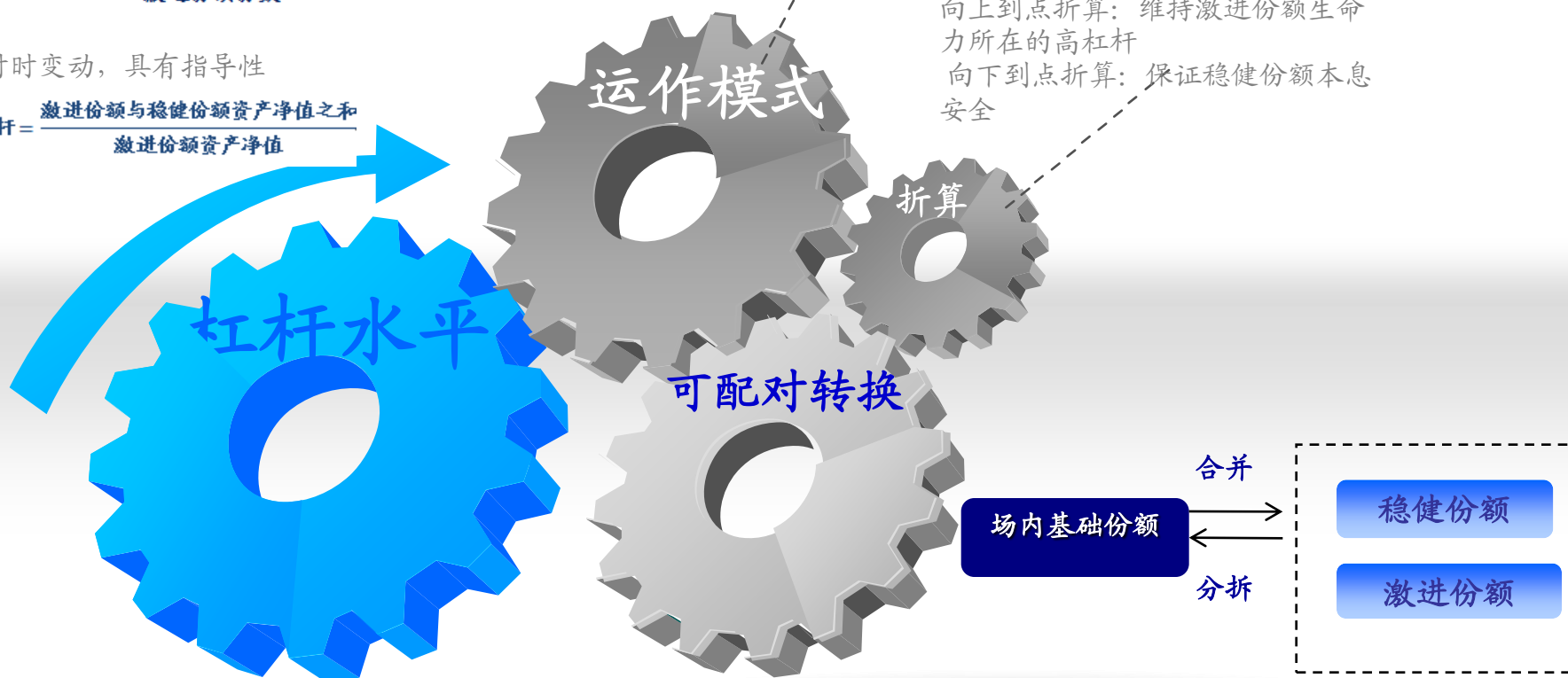
股票分级：主流永续开放式，有限运作开放式。

到期折算：兑现稳健份额收益

到点折算：

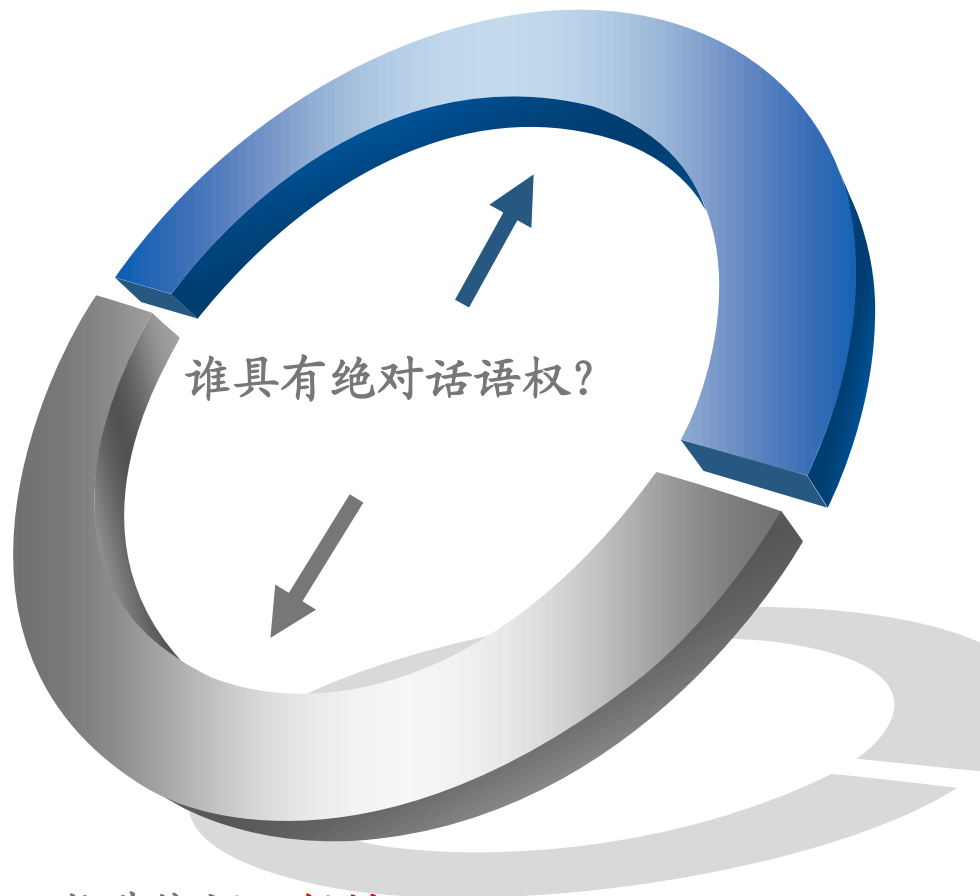
向上到点折算：维持激进份额生命力所在的高杠杆

向下到点折算：保证稳健份额本息安全



2. 了解分级基金一定价

稳健份额：**有钱**



激进份额：**任性**

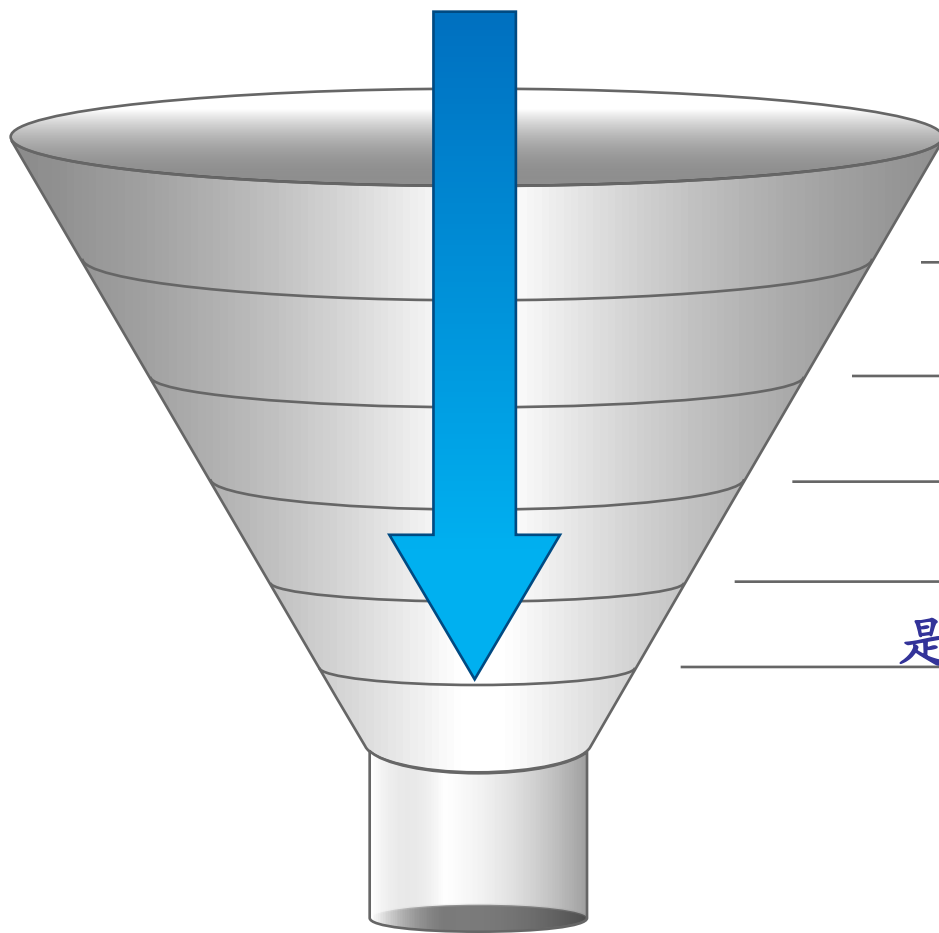
长期定价：稳健份额主导

- 有限运作分级——参考同期限AA.-和AA票据进行定价
- 永续型分级——参考长久期（8-10年）期进行定价

短期定价：情绪主导

- 短期激进份额的价格波动往往会使得相对交投不活跃的稳健份额的折溢价“被决定”。
- 而激进份额的定价主要受到市场情绪推动，此外资金成本、实际杠杆、向下到点折算预期也有影响。

3. 玩转分级基金—激进份额如何投资



判断市场向好

寻找热点占比最高的品种

杠杆高否、折溢价合理否

整体有无折溢价

是否临近向上、向下到点折算

3. 玩转分级基金—激进份额如何投资

市场热点：细分品种博取反弹

表 主题、细分行业分级基金激进份额名单

主题	基金简称	基金代码	主题	基金简称	基金代码
环保	新华中证环保B	150191	地产	国泰国证房地产B	150118
	申万菱信中证环保B	150185		鹏华中证800地产B	150193
国防军工	富国中证军工B	150182	券商	申万菱信申万证券B	150172
	申万菱信中证军工B	150187		鹏华非银行B	150178
	鹏华中证国防B	150206		招商中证证券公司B	150201
医药	国泰国证医药卫生B	150131	港股	汇添富恒生指数B	150170
	信诚中证800医药B	150149		银华恒生H股B	150176
资源	招商中证大宗商品B	150097	食品饮料	国泰国证食品饮料B	150199
	鹏华资源B	150101	互联网	富国中证互联网B	150195
	信诚中证800有色B	150151	TMT	鹏华信息B	150180
	银华鑫瑞	150060			

资料来源：海通证券研究所

3. 玩转分级基金—激进份额上折算怎么办

■ 折算后B份额变成什么？

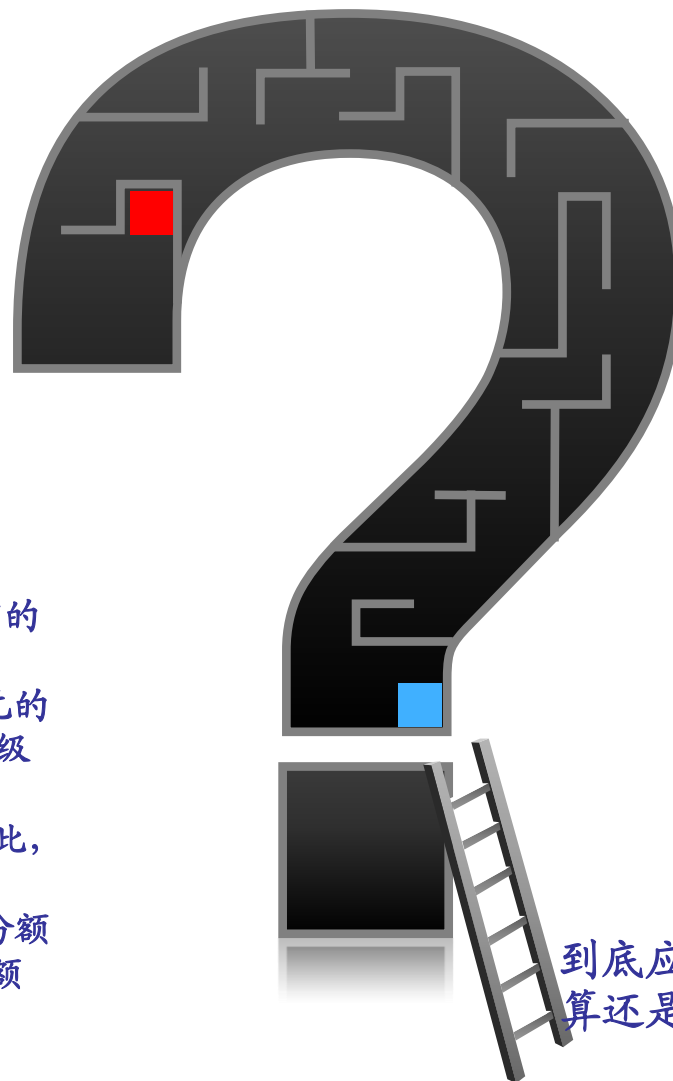
向上到点折算触发后，B份额变成1份新的B份额（净值等于1元或者等于A份额），多余部分以母基金的形式给付到投资者，投资者拿到母基金后可以选择拆分或者赎回。

■ 应该持有还是卖出？

判断逻辑：折算后新的B份额交易价格+.母基金赎回的价格> B折算前二级市场价格，则持有。

举例而言：净值2元的B份额折算后拥有一份净值1元的新B份额与净值1元的母基金份额，新的B份额二级市场溢价幅度为15%，则折算后拥有的总资产为1*（1+15%）+1*0.995=2.145元，如果交易价格大于此，则卖出

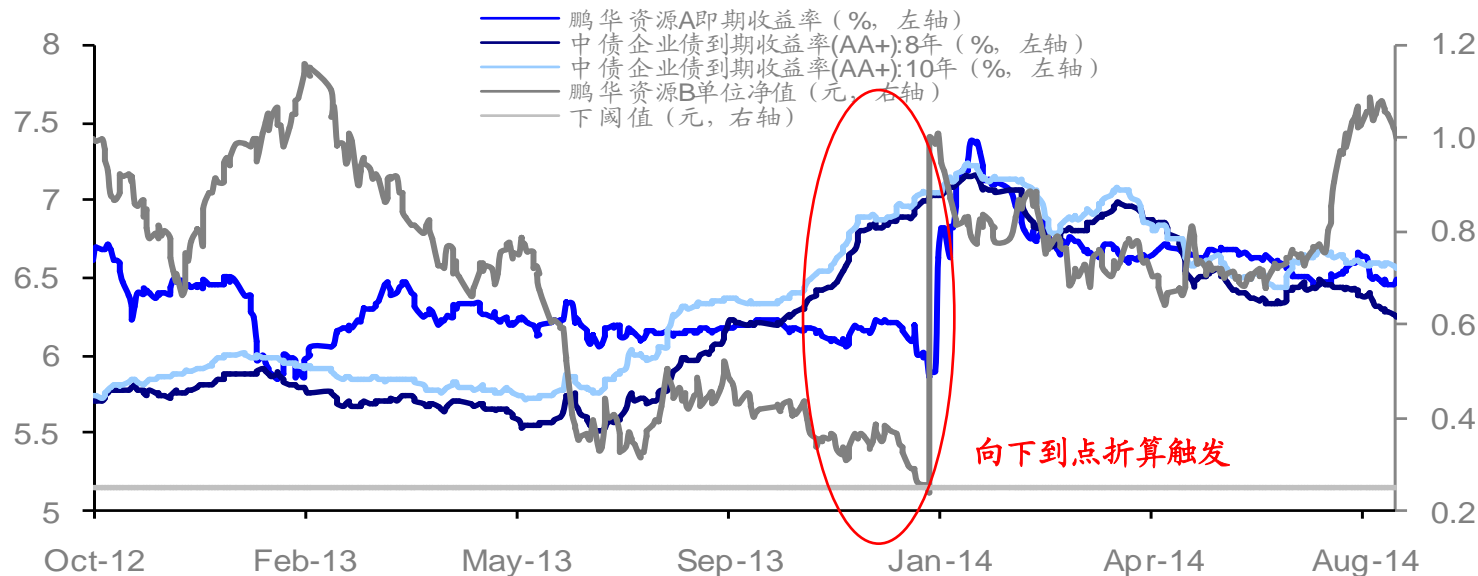
（（激进份额净值*（1+激进份额涨幅）-折算成母份额净值））*（1+二级市场可交易折溢价）+折算母份额净值*（1+涨幅）*0.995是否大于B二级市场价格



到底应该持有B份额等折算还是及时获利了结？

3. 玩转分级基金—稳健份额下折算怎么办

图 鹏华资源触发下折算前后资源A即期收益率走势



资料来源：海通证券研究所

向下到点折算稳健份额收益测算

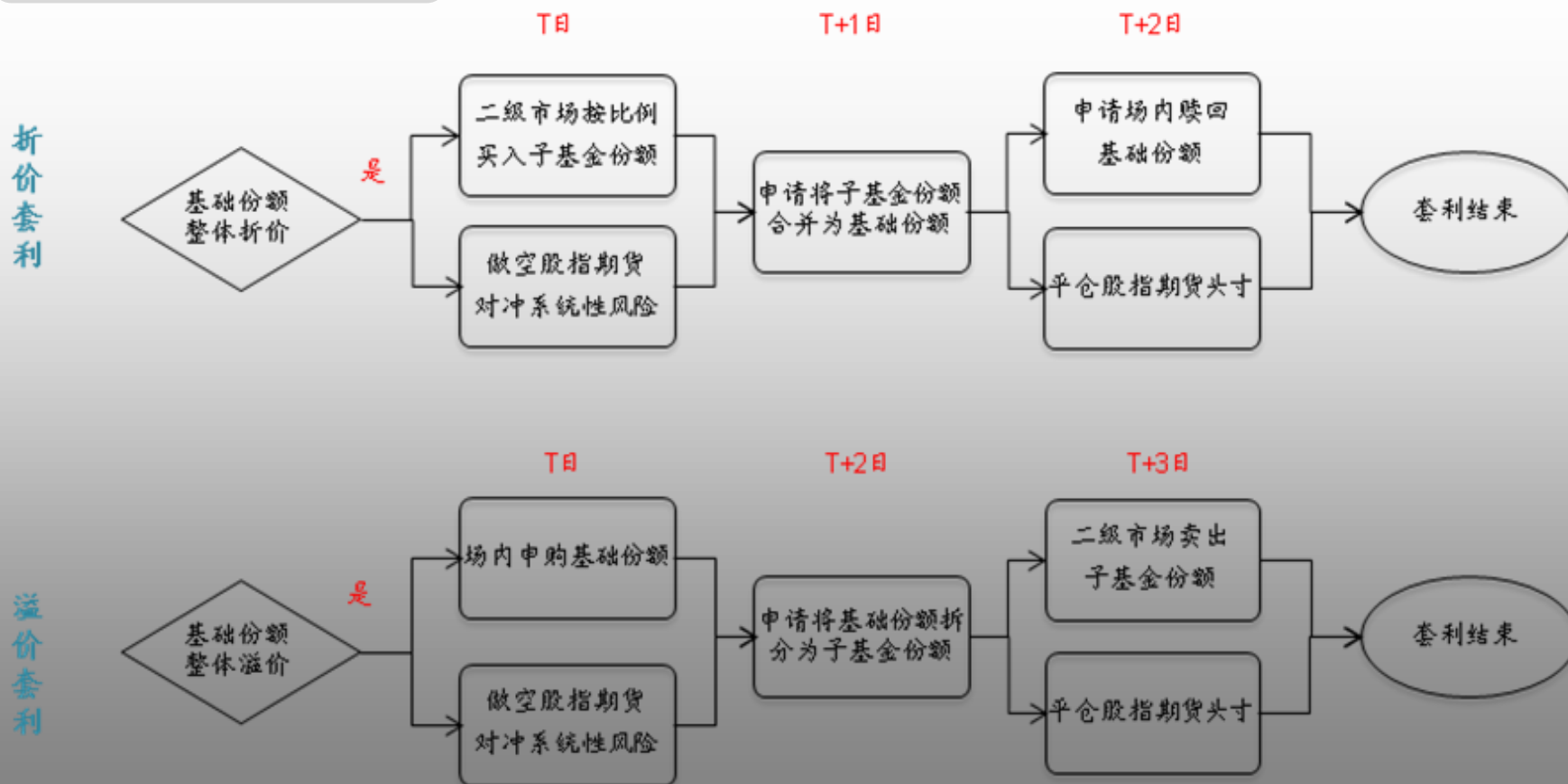
假设激进份额净值 0.25元触发向下到点折算，此时稳健份额净值 1.00元（大部分稳健份额净值总是大于等于1元），假设折算触发前稳健份额二级市场折价15%，则二级市场买入4份的成本

本为： $1 * (1 - 15\%) * 4 = 3.4$ 元，

折算触发后，每4份B份额数量将缩减为1份，A份额数量也将按4:1的比例缩减。缩股后A份额净值为4*1=4，由于需要净值归1，其中3元将以母基金形式兑现，假设剩余1元在二级市场折溢价不变，则折算后总价值为 $3 * 0.995 + (1 - 15\%) = 3.835$ ，获利幅度为12.79%。

3. 玩转分级基金—整体折溢价怎么玩

整体折溢价套利流程

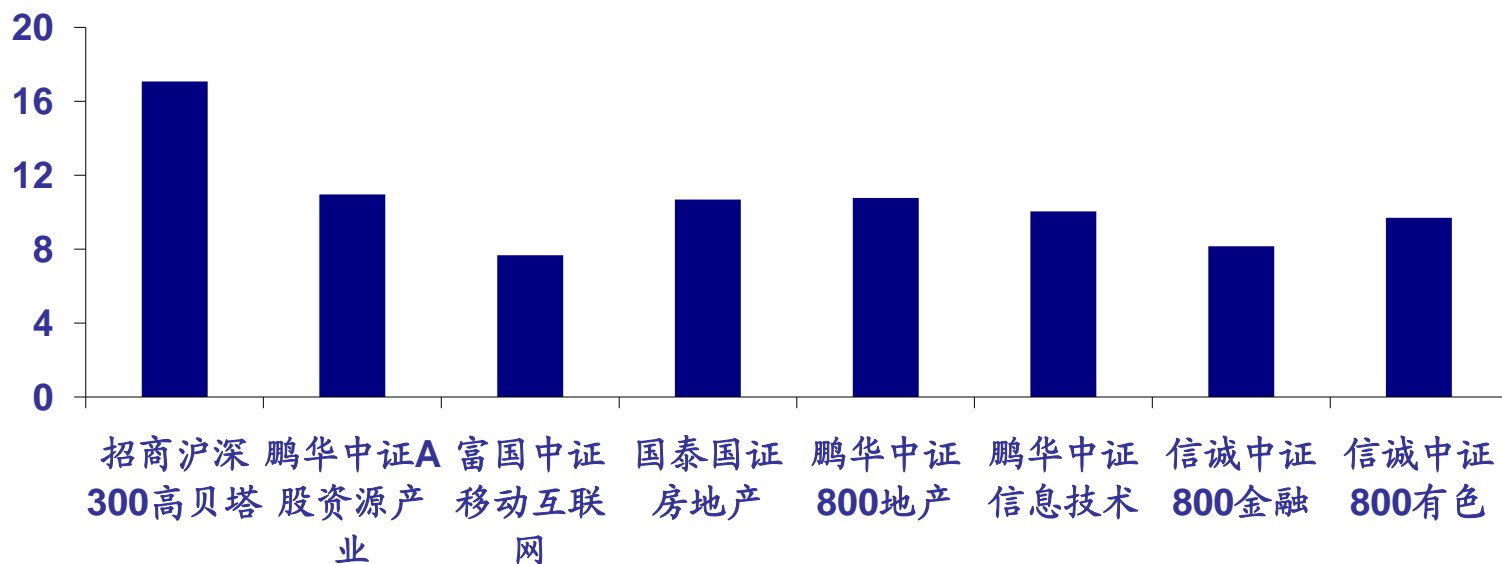


资料来源：海通证券研究所

3. 玩转分级基金—整体折溢价怎么玩

市场情绪高涨时，整体溢价现象大幅存在

图 2014年11月28日分级基金整体溢价情况



资料来源：海通证券研究所

3. 玩转分级基金—特殊品种怎么玩

申万进取&申万收益

- 申万收益先补利息：债性逐步凸显
- 申万进取极端11倍高杠杆

特殊品种

- 瑞福进取封闭运作周期为3年，15年7月16日即将到期转型
- 瑞福进取当前折价10.2%，多头
- 银华稳进看跌期权

瑞福进取+银华稳进

分析师声明

高道德、倪韵婷

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

金融工程与产品研究：

金融工程首席分析师

高道德

SAC执业证书编号：S0850511010035

电 话：021-23219569

Email: gaodd@htsec.com

金融工程高级分析师

倪韵婷

SAC职业资格证书编号：S0850511010017

电 话：021-23219419

Email: niyt@htsec.com

金融产品研究中心声明

海通证券金融产品研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），特此声明

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。