

## 不只是债券：A 类份额投资攻略

### ——分级基金的多彩世界之五

分析师

马刚

S0740208060088

(0531)68889527

MAGAng@r.qizq.com.c

2014 年 6 月 9 日

联系人

#### 投资要点

- 目前永续 A 隐含收益率水平平均低于 AA 级长期信用债的到期收益率，但仍然高于 AAA 甚至高于 AA+ 的到期收益率，我们认为该类基金很多品种仍然被低估，跟相关债券比，仍具有极高的配置价值。但决定其隐含收益率的因素比较复杂，除收益率曲线外，流动性、套利行为等等均会对其产生影响，但总起来说，该类基金的流动性差是一个亟待解决的问题。
- 半封闭式基金目前几成鸡肋，不但基金管理人受份额不断缩减的困扰，对 B 端投资者来说，A 端份额不断减少，直接的影响就是杠杆水平降低，这是一个巨大的利空。未来其收益率如何更贴近市场利率是关键。在产品设计上，可挂钩更市场化的利率，或者干脆每期利率随行就市。但如逢市场利率攀升时，一味提供 A 端约定收益率必然会挤压 B 端投资者的盈利空间，给管理人带来极大的压力，这都是此类基金面临的问题。
- 目前绝大部分有期限的 A 类份额实际收益率在 7% 以上，均高于甚至远高于同期限的 AAA 级信用债的到期收益率。我们之所以将其与 AAA 债券比，是因为它们几乎没有违约的可能。之所以会出现这种状况，我们认为主要原因是到期转型后，在打开申赎之前，会有一定期限的锁定期，对于指数型产品来说，这有一定的净值波动风险，另外，锁定期实际上也延长了剩余期限，使得根据剩余期限计算的收益率有一定折扣。此外，有的品种成交量不足以吸引或者不适合机构参与，使其收益率水平高估的。但对其中的债券型品种，因净值波动风险小得多，应是低风险资金极好的介入机会，如增利 A、聚利 A、汇利 A 等，尤其是增利 A，剩余期限不足 3 个月，到期收益率 7.67%，是极佳的低风险投资标的。
- 就永续 A 的久期来说，业内普遍的估值基准为 15 年的长期信用债。但因股市每逢 5 至 7 年便会发生大波动的牛熊转换，使得下折出现，届时其四分之三的份额可兑现，因此，该类型基金的实际久期要小得多，因而跟 7 年以内的信用债比，其被低估的程度更大。总体来看，截至目前，该类基金总体低估，具有极高的投资价值。
- 永续 A 因没有本金偿还条款，其隐含收益率或投资价值，一定要长期持有才能体现，因此，其收益率跟短期理财收益率没有可比性。即使下折条款使其久期缩短，也要 5 到 7 年的时间周期，该类基金是长期投资品种，这是一个基本的定位。它的投资对象主要是低风险偏好的长期投资资金，如保险资金、养老基金、给孩子存的教育基金等。
- 分级基金 A 类分非债价值主要体现在配对转换价值、二级市场价差机会、可质押价值、折价 A 的做空期权价值等。而正因为这种价值的存在，使得该类型基金呈现出多彩斑斓的一面，充满了投资魅力。

## 内容目录

分类与条款.....	- 3 -
分级基金的逻辑起点：A 决定 B.....	- 4 -
定价基准及计算公式.....	- 5 -
定期折算有期限品种的定价公式.....	- 5 -
无定期折算有期限品种的定价公式.....	- 5 -
永续 A 的隐含收益率.....	- 5 -
不同 A 类的不同投资机会，冰火两重天.....	- 7 -
半封闭 A：紧跟银行理财，约定收益是关键.....	- 7 -
有期限 A 类：收益诱人，重点关注债券型.....	- 8 -
永续 A：仍被低估.....	- 8 -
分级 A 的非债价值.....	- 9 -
配对转换价值.....	- 10 -
价差波动不容小视.....	- 10 -
可质押提升价值.....	- 10 -
下折与看跌期权价值.....	- 11 -

## 图表目录

图 1：永续型分级基金 A 类份额平均隐含收益率与长期信用债收益率走势图（2011~2014）.....	- 7 -
图表 2：流动性较好有期限 A 类基金隐含到期收益率.....	- 8 -
图表 3：流动性较好的永续型 A 类份额隐含收益率及长期信用债到期收益率对比.....	- 9 -

近期随着大盘的起伏波动，银华锐进不断在向下不定期折算（简称下折）的边缘徘徊，除引发其大幅下跌外，其 A 端银华稳进也大幅波动，而且是逆势上涨。下折所导致的 A 类份额的所谓“做空期权价值”再次活生生体现。在分级基金史上，已发生了数次下折：第一次是在 2012 年 9 月，也是银华旗下的银华等权 90，其 A 份额银华金利的表现引人注目，对投资者深刻认识分级基金起到了启蒙作用，从此开创了分级基金的新纪元，也是业内对分级基金研究新纪元的开始；2013 年，在以创业板为代表的小盘股高歌猛进的同时，资源类股票则在漫漫熊市中挣扎，以致于引发了追踪资源指数的银华资源与鹏华资源的相继下折。

近期，银华 100 所面临的下折更是引人注目：该基金总份额约为 220 亿份，不但是分级基金中的巨无霸，甚至还可以进入全部股票型基金的前 10 名。理论上，若发生下折，其份额将会缩减四分之三。分级巨星即将陨落，对市场造成很大震撼。

下折的反复上演，使得投资者对其导致的投资机会比较熟知，相关的投资策略也较为成熟，但同样引发了对 A 类份额多样化投资策略的思考。同样是分级 A，今年也存在冰火两重天的问题，如不上市交易的半封闭式 A 类，因约定收益率跟不上市场利率的节奏，在打开申赎时，频频引发赎回潮，其投资价值与可上市交易的品种迥然不同。

本文旨在分析上述案例的基础上，对分级 A 份额这种独特而又充满魅力的投资产品的多样化投资机会与投资策略做一全面梳理，使不同类型和风险偏好的投资者进行适合自己的选择，也消除一些对此类品种的误解与误区。

## 分类与条款

我们首先面对是分级 A 这类基金的分类问题，这也是此类基金之所以“丰富多彩”的重要基础。

以历史沿革以及证监会《分级基金产品审核指引》（以下简称指引）划界，所有分级基金可分为复杂结构与简单结构两类。所谓复杂结构的分级基金是指早期的、尤其是在指引出台前问世的产品，它们有个共同特征是稳健份额约定收益获取方式比较复杂，有的是除获取约定比例的固定收益外，随着行情的变化，还获取额外收益；有的则无固定的约定收益率，如合润 A 等。指引出台之后，A 类份额的约定收益率计算方式标准化、规范化、简单化，持有人可获取一定比例的固定收益，除此之外，再无其他收益，债券的性质愈加明显。由于可上市品种一般都有下折机制，基本上也不存在“违约”风险。

目前存续的分级 A 绝大部分属于简单结构品种，当然，由于制度规章的限制，未来股债型分级基金也只可能新增此类基金。复杂结构产品的投资策略遵循完全不同的逻辑，该产品不是本文讨论范围，笔者将另外撰文讨论。

该类基金的约定收益率表达方式一般是用公式给出，计算方法为某一档定期存款或国债利率加上或乘以某一数值，如 房地产 A 的约定收益率是一年前定期存款利率+4%，而易方达中小板则是 7%的固定收益。

简单结构分级基金 A 类份额又可分为三类：有固定期限不上市交易、无固定期限可上市交易、永续型基金。上述基金的“期限”一般是指分级运作期限，到期后并非清盘，而是在基金合同中直接约定转为普通开放式基金（LOF），不再分级运作，不像传统封闭式基金，到期后需召开持有人大会表决是否清盘。不上市交易的品种也称为半封闭式产品，一般半年或三个月有一次开放申赎的机会，但其 B 类份额除个别新基金不上市交易外，大部分品种均上市交易，但也因此面临杠杆骤降的风险。

可上市交易的品种中，无论有没有期限，都具有一些共同的条款，其中最主要的是两类子基金即 A 份额与 B 份额，均不能单独按照净值赎回，只能在二级市场买卖，这是其很多市场表现和投资机会的根源；但为使子基金的持有者多一条退出渠道以及抑制过高的折溢价率，这类基金一般具有所谓“配对转换”条款：按照约定比例同时买入 AB 两类份额转换为母基金，或者母基金按照约定比例拆分成 AB 份额在二级市场交易。配对转换机制是套利机会产生的基础；此外，永续型产品大都具有上折或下折条款。下折条款使得 A 类份额的本金和收益得以保证，使其相当于高信用等级债券。

## 分级基金的逻辑起点：A 决定 B

半封闭基金的盈利模式比较简单，相当于定期存款或同风险等级的银行理财产品，以获取固定收益为主。但可上市交易的品种相对复杂，因有二级市场的存在，又不能单独按照净值赎回，不可避免会出现折价或溢价。

我们先来讨论永续型基金折溢价的决定问题，这个问题解决了，有期限基金的折溢价问题就迎刃而解。对这个问题的探讨，首先要厘清分级基金的基本逻辑，本系列的开篇之作《分级基金的日心说与地心说之争》就专门讨论这个问题。为方便叙述，再简单重温一下：由于不能按照净值单独赎回，分级基金的两类子基金总是折价或溢价交易，但两者的折溢价率如何确定，一直是个充满魅力的“谜题”。目前市场基本上已达成这样的共识：由于 A 端本质上的债券属性，它的隐含收益率受同信用等级的长期信用债的到期收益率制约，隐含收益率决定了它的折溢价率；由于配对转换条款所导致的套利机制，A 端的折溢价又决定了 B 端的折溢价。

有期限品种若有配对转换条款，则遵循同样的逻辑，但跟永续型品种有所不同的是：除配对转换机制的约束之外，剩余期限是制约其折溢价率的另外一个因素。作为一个反正，已经到期转型的国泰估值因没有配对转换条款，使得其整体溢价率长期高企，甚至一直持续到到期。

## 定价基准及计算公式

所有 A 份额的定价方式均参考债券收益率计算公式，根据期限与付息方式的不同，可分为定期折算（分红）、无定期折算到期一次性折算（还本付息）、永续型三类，这三类基金的收益率隐含收益率计算方式有所不同。

### 定期折算有期限品种的定价公式

绝大部分有期限品种的 A 份额都是有定期折算的，相当于年度分红。折算时点一般有周年折算、年初折算两种。折算时将 A 份额净值大于 1 的部分即收益折算成母基金份额，投资者可以选择赎回、持有母基金或拆分后交易。此类计算隐含收益率的计算方法是每期现金流均进行折算，计算公式为：

$$P = \sum_{n=0}^T \frac{R}{(1+r)^{t+N}} + \frac{1}{(1+r)^{t+N}}$$

式中，P 为基金现价，R 为每期约定收益，r 为隐含到期收益率，t 为买入距下次折算的时间（折合成年），T 为 t 之后的存续年数（或折算次数）。

### 无定期折算有期限品种的定价公式

不进行定期折算，到期一次性还本付息的基金大都为债券型，股票型中只有盛世 A 和华商 500A。这类基金隐含收益率计算方法是将在到期时的现金流一次折现。其计算公式为：

$$r = \sqrt[n]{\frac{1+R}{P}} - 1$$

其中，r 为隐含收益率，R 为基金到期时约定收益（利息）总和，约定收益率调整的基金需要分段计算，P 为基金的现价，n 为剩余存续时间。

### 永续 A 的隐含收益率

而永续型 A 份额的计算原理是将未来无限期的年度分红额折现，而本金不偿还，其隐含永续型稳健份额隐含收益率的计算公式为：

$$P = \frac{R_0 - R_1}{(1+r)^t} + \sum_{n=0}^{+\infty} \frac{R_1}{(1+r)^{n+t}}$$

其中  $P$  为基金的交易价格， $R_0$  为当前收益， $R_1$  为下期收益， $t$  为剩余折算天数/365， $r$  为该基金的隐含收益率。

根据无穷等比数列的求和公式，上述方程可变换为：

$$P = \frac{R_0 - R_1}{(1+r)^t} + \frac{R_1}{(1+r)^t} \frac{1+r}{r} = \frac{R_0 r + R_1}{r(1+r)^t}$$

上述公式考虑到了因法定利率的调整而导致的约定收益率的调整。

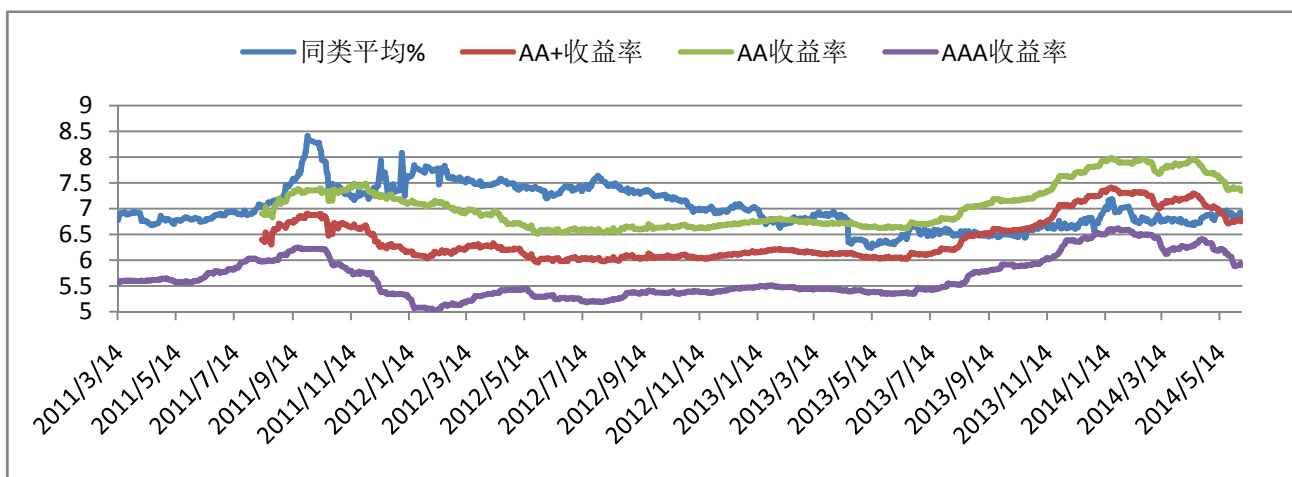
图 1 为规模较大、有代表性、流动性好的永续型分级基金 A 类份额的隐含收益率走势图，为便于比较，我们还叠加了同类型基金的平均隐含收益率以及 15 年期信用债的到期收益率走势。从中我们可以得出以下结论：

- 1、上述基金的隐含收益率走势高度一致，与平均值的波动方向与数值也高度一致，这是该类型基金债性的充分体现，隐含收益率是该类型基金的基础指标，它不会大幅脱离平均水平波动；
- 2、从一个较长的时间跨度来看，该类型基金的平均隐含收益率水平也经历了大幅波动，与定价基准的波动与投资者对该类基金的认识均有关系；
- 3、从长期看，分级 A 的隐含收益率大幅高于 AA 级长期信用债的到期收益率，但在 2012 年 9 月之后，开始低于 AA 级债券，目前在 AA 级于 AA+ 级的信用债收益率之间波动。

大体上，永续 A 的估值经历了三次价值重估过程。该类基金曾长期被低估，2011 年债券“黑天鹅”事件导致信用债大跌，几乎没有违约风险的永续 A 也加入跟风下跌的行列，距离下折较近和期权价值极大的银华金利等的价值长期低估等，该类基金的平均隐含收益率一度高达 8% 以上。2011 年下半年，分级 A 开始漫长的价值重估进程。第一轮价值重估发生在 2011 年四季度，触发因素是货币政策放松；2012 年 8 月之后，银华等权 90 的向下不定期折算，使其看跌期权价值充分显现，由此开始了第二轮价值重估；进入 2013 年，该类基金的强劲走势可视为第三次价值重估。

目前此类基金的隐含收益率水平平均低于 AA 级长期信用债的到期收益率，但仍然高于 AAA 甚至高于 AA+ 的到期收益率，我们认为该类基金很多品种仍然被低估，跟相关债券比，仍具有极高的配置价值。但决定其隐含收益率的因素比较复杂，除收益率曲线外，流动性、套利行为等等均会对其产生影响，但总起来说，该类基金的流动性差是一个亟待解决的问题。

图 1: 永续型分级基金 A 类份额平均隐含收益率与长期信用债收益率走势图 (2011~2014)



来源: wind, 金牛理财网, 齐鲁证券研究所

### 不同 A 类的不同投资机会，冰火两重天

同是 A 类份额，投资策略和投资逻辑迥然不同，在某些时候，其投资价值和市场表现甚至是冰火两重天。

#### 半封闭 A：紧跟银行理财，约定收益是关键

目前分级债基绝大部分都是半封闭式产品，不上市交易的分级 A 也都是债基。因其约定收益率计算方式挂钩定存利率等官方利率，因而长期保持不变，远跟不上货币市场的波谲云诡与利率变化，因此收益率水平很可能远低于市场利率。与其直接竞争的是条款大体相同、风险水平相当、可互相替代的银行理财产品。

该类基金面临的最大困扰是打开申赎时，若约定收益率大幅低于市场同类产品利率，便会发生大规模赎回，从目前该类基金的约定收益率水平来看，大部分位于 4.5~5% 这个区间，很显然对同类型产品没有竞争力，发生大规模赎回是难以避免的。

半封闭式基金目前几成鸡肋，不但基金管理人受份额不断缩减的困扰，对 B 端投资者来说，A 端份额不断减少，直接的影响就是杠杆水平降低，这是一个巨大的利空。未来其收益率如何更贴近市场利率是关键。在产品设计上，可挂钩更市场化的利率，或者干脆每期利率随行就市。但如逢市场利率攀升时，一味提供 A 端约定收益率必然会挤压 B 端投资者的盈利空间，给管理人带来极大的压力，这都是此类基金面临的问题。

### 有期限 A 类：收益诱人，重点关注债券型

可上市的 A 份通过折溢价，使其隐含收益率很具诱惑力，图表 2 与图表 3 充分揭示出这一点。

图表 2 显示，截至 6 月 6 日，绝大部分有期限的 A 类份额实际收益率（隐含到期收益率）在 7% 以上，均高于甚至远高于同期限的 AAA 级信用债的到期收益率。我们之所以将其与 AAA 债券比，是因为它们几乎没有违约的可能。之所以会出现这种状况，我们认为主要原因是到期转型后，在打开申赎之前，会有一定期限的锁定期，对于指数型产品来说，这有一定的净值波动风险，另外，锁定期实际上也延长了剩余期限，使得根据剩余期限计算的收益率有一定折扣。此外，有的品种成交量不足以吸引或者不适合机构参与，使其收益率水平高估的。但对其中的债券型品种，因净值波动风险小得多，应是低风险资金极好的介入机会，如增利 A、聚利 A、汇利 A 等，尤其是增利 A，剩余期限不足 3 个月，到期收益率 7.67%，是极佳的低风险投资标的。

图表 2：流动性较好有期限 A 类基金隐含到期收益率

基金名称代码	最新成交额(万元)	实际收益率 (%)	约定收益率 (%)	剩余年限(年)	同期限 AAA 信用债到期收益率 (%)	退出渠道
增利 A (150044)	359.61	7.67	4.75	0.23	4.21	到期转 LOF
商品 A (150096)	141.48	7.54	6.50	3.06	4.97	配对转换，到期转 LOF，定期折算
聚利 A (150034)	28.42	7.52	5.78	1.93	4.84	到期转 LOF
中小板 A (150085)	407.91	7.43	6.50	2.92	4.96	配对转换，到期转 LOF，定期折算
同庆 A (150098)	56.11	7.09	7.00	0.92	4.58	配对转换，到期转 LOF，定期折算
盛世 A (150071)	163.45	7.08	6.50	0.80	4.53	配对转换，到期转 LOF
汇利 A (150020)	564.18	6.89	4.75	1.35	4.74	每 2 年循环
浦银增 A (150062)	430.45	5.90	5.25	0.51	4.36	到期转 LOF

来源：集思录网站，齐鲁证券研究所，数据截至 2014 年 6 月 6 日

### 永续 A：仍被低估

图表 3 为成交量较大的永续型 A 类份额的隐含收益率与长期信用债到期收益率对比。目前该类型基金绝大部分品种的收益率水平低于 AA 级信用债，这是估值有效的重要体现。但同时，其中的大部分主流品种的收益率仍高于 AA+ 债券的收益水平，我们认为这是被低估的体现。

该类基金的主要问题是流动性较差，原因是机构对筹码的长期持有和锁定，这也是该类基金经常被低估的重要原因。另外，有的品种经常出现套利机会，套利者拆分卖出的压力也使得某些品种长期被低估，有短线差价机会。



就久期来说，该类基金的定价公式基于无限期现金流折现，业内普遍的估值基准为 15 年的长期信用债。但因股市每逢 5 至 7 年便会发生大波动的牛熊转换，使得下折出现。尤其是熊市周期中，下折出现的概率极大，届时其四分之三的股份可兑现，因此，该类型基金的实际久期要小得多，因而跟 7 年以内的信用债比，其被低估的程度更大。总体来看，截至目前，该类基金总体低估，具有极高的投资价值。

该类基金需要注意的是，根据其隐含收益率的计算公式，因其没有本金偿还条款，其隐含收益率或投资价值，一定要长期持有才能体现，因此，其收益率跟短期理财收益率没有可比性。即使下折条款使其久期缩短，也要 5 到 7 年的时间周期，该类基金是长期投资品种，这是一个基本的定位。它的投资对象主要是低风险偏好的长期投资资金，如保险资金、养老基金、给孩子存的教育基金等。对同样没有本金偿还机制的养老型、返还型保险理财产品来说，只要有足够耐心的精算，就会发现该类基金比上述保险产品合算得多。

图表 3：流动性较好的永续型 A 类份额隐含收益率及长期信用债到期收益率对比

基金代码	基金简称	单位净值(元)	折溢价率(%)	1月22日以来涨跌幅(%)	约定收益率(%)	隐含收益率(%)	日均成交量(万元)
AA 级长期信用债到期收益率						7.26	
150130	国泰国证医药卫生 A	1.03	0.90	4.53	7.00	6.94	61.52
150083	广发深证 100A	1.03	-6.13	11.05	6.50	6.92	16.55
150171	申万证券 A	1.01	-13.22	-6.38	6.00	6.91	191.30
150152	富国创业板 A	1.03	-5.26	14.74	6.50	6.86	331.55
150051	信诚沪深 300A	1.03	-12.54	9.76	6.00	6.86	749.43
150100	鹏华资源 A	1.03	-12.38	10.99	6.00	6.85	178.47
150117	国泰国证房地产 A	1.03	2.23	8.56	7.00	6.85	56.33
150181	富国军工	1.01	-12.08	-1.66	6.00	6.82	187.75
150028	信诚中证 500A	1.02	-7.84	-3.25	6.20	6.73	103.04
AA+级长期信用债到期收益率						6.65	
150018	银华稳进	1.03	-7.80	10.01	6.00	6.51	34146.56
150143	银华中证转债 A	1.03	-7.28	4.95	6.00	6.47	12.46
150169	汇添富恒生指数 A	1.02	-6.70	4.53	6.00	6.43	112.82
AAA 级长期信用债到期收益率						5.77	
150032	嘉实多利优先	1.01	-9.31	-8.87	5.00	5.51	46.02

来源：wind，齐鲁证券研究所

### 分级 A 的非债价值

上文介绍主要着眼于分级基金 A 类份额的固定收益属性，所谓“非债价值”主要是由特殊条款衍生的特殊投资价值，或者是债券属性的附属价值。而正因为这种价值的存在，使得该类型基金呈现出多彩斑斓的一面，充满了投资魅力。

### 配对转换价值

A类份额的投资价值主要体现在获取固定收益，尤其是约定收益率或隐含收益率高时，对低风险偏好的投资者吸引力极大。很多投资者尤其是机构投资者对该类份额采取了长期锁仓持有的策略，导致该类份额可供交易的筹码很少，流动性很差。对某些流动性较差的B类份额来说，若在二级市场卖出困难或可能造成较大的冲击成本的话，则买入A份额然后合并赎回是一种退出策略，但对流动性更差、可交易筹码更少的A类份额来说，则明显具有一定稀缺性，体现出一种附加价值，即所谓配对转换价值。

我们认为，配对转换价值是存在的。但这一价值不但存在于A类份额中，对B份额同样存在。如银华金利，瑞士信贷持有比例为56%，若该机构短期内出清筹码，必然会造成较大的冲击成本，买入B份额赎回是比较现实可行的策略，这样，B份额就体现出配对转换价值。

另外，正如我们上文所述，因A类份额的债性，使得配对转换价值对其价格提升的作用有限。此外，其价值若体现的话，则前提是持有人合谋或默契不卖，无论上合规性还是从博弈论角度，这种合谋或默契都是不成立的。

### 价差波动不容小视

A类份额不只是只能长期持有的债券，其二级市场的交易价格有时波动也非常巨大，具有较高的价差机会。如图表3显示，由于去年的钱荒导致永续A普遍低估，其隐含收益率全面进入“7时代”，但随着钱荒的缓解，收益率水平的下降，使得交易价格上升，图表3中大部分基金的价格出现上涨，有的还涨幅客观，有的涨幅10%以上。而且此类基金的价格波动与股市基本上没有关系，只与市场利率有关，受收益率曲线制约。因此，在准确把握利率节奏的前提下，提供了一种非股票的短线投资机会，或是低迷市道中的资金避风港。

该类型基金价差机会主要体现在以下方面：1、当“钱荒”等流动性状况导致的利率的短期波动；2、某些品种的收益率水平大幅度偏离平均水平；3、折价品种面临下折时。

### 可质押提升价值

由于具有下折条款保护的A类份额相当于高信用等级的债券，市场人士将其纳入回购质押库的呼声和预期很高。2013年7月中登公司发布的《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值实施细则》，首次将基金产品被纳入可质押范畴；中登公司2013年11月12日公布《基金类产品质押式回购登记结算暂行办法》，允许基金类产品质押式回购；近期，此项工作取得突破性进展，深交所《关于2014年6月7日开展基金质押式回购全网测试的通知》中，将A类纳入测试范围，而且规定其折算率为0.008，因1份A类对应0.008份标准券，实际相当于债券0.8的折算率。

这是将 A 类纳入回购质押库的实质性进展，对该类基金是重大利好，基金持有人由此多了一条融资渠道，提高了其实际收益率，进一步缩短了与 AAA 信用债的距离，该类型基金未来的价值进一步回归是大概率事件。

### 下折与看跌期权价值

下折条款是为了保护 A 端的约定收益率，使其不致于因 B 的净值“跌到 0”而违约。目前各基金比较通行的条款是将 B 端净值调整为 1，然后份额缩减，由于基金合同约定了份额配比，A 的份额也要同比例缩减，即将其转为母基金。无论上折还是下折，被折算的部分失去了二级市场，只能按照净值交易，有点“强买强卖”味道。因此，折价和溢价，对 A 带来的投资价值的变化迥然不同。

折价时，净值高于交易价格的部分，可以兑现，因此对于折价的 A 份额来说，下折属于利好，可以兑现净值的绝大部分，而提前买入则有套利空间，因而这类基金具有一定的所谓“做空期权”价值。至于这类基金的投资价值、投资策略，业内已有充分的讨论。不过需要注意的是，下折完成复牌后，A 的折价率会回归常态，不会按照 1 元净值交易，会有一个较大幅度的下跌，类似于新基上市或定期折算的表现。

而对于溢价的 A 份额来说，下折时市价高于净值的部分则成为损失，因此，对这类基金下折是利空。

在下折时，无论是折价还是溢价，由于巨大的短期获利或止损的需要，其隐含收益率都会短期大幅偏离平均水平，从而对 B 端的折溢价产生影响。有关折价 A 类在下折时的量化分析及投资策略详见本系列之四《风险与机会：不定期折算的折溢价逻辑》。

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:徐路鹏  
电话: 021-20315092  
手机: 18616306768  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址:上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

广州  
联系人:金鹏  
电话: 020-38992202  
手机: 13500015399  
传真: 020-38992216  
邮编: 510000  
地址:广州市天河路万菱汇广  
场 A 塔 20 楼

北京  
联系人:张群  
电话: 010-59013733  
手机: 15901114628  
传真: 010-59013707  
邮编: 100032  
地址:北京市西城区太平桥  
大街丰盛胡同 28 号太平洋

济南  
联系人:李超  
电话: 0531-68889533  
手机: 15966328775  
传真: 0531-68889518  
邮编: 250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2309