

《分级基金专题一 基础介绍》





分级基金专题一 —— 基础介绍

日期：2015年4月3日

作者姓名 黄浩
作者职称 分析师
作者联系方式 0571-86774356

一、分级基金的概念

分级基金(Structured Fund)又叫“结构型基金”，是指在一个投资组合下，通过对基金收益或净资产的分解，形成两级（或多级）风险收益表现有一定差异化基金份额的基金品种。它的主要特点是将基金产品分为两类或多类份额，并分别给予不同的收益分配。分级基金各个子基金的净值与份额占比的乘积之和等于母基金的净值。

例如拆分成两类份额的母基金净值=A类子基金净值 × A类份额占比 + B类子基金净值 × B类份额占比。如果母基金不进行拆分，其本身是一个普通的基金。

二、分级基金分类

（一）分级方式

根据母基金投资标的，我国交易所分级基金主要分为股票型和债券型两种。股票分级基金的分级模式主要有融资分级模式、多空分级模式。债券型分级基金为融资分级。货币型分级基金为多空分级，暂时还未进入交易所场内交易。

根据分级母基金的投资性质，母基金可分为分级股票型基金（其中多数为分级指数基金）、分级债券基金。分级债券基金又可分为纯债分级基金、混合债分级基金、可转债分级基金，区别在于纯债基金不能投资于股票，混合债券基金可用不高于20%的资产投资股票，可转债分级基金投资于可转债。

根据分级子基金的性质，子基金中的A类份额可分为有期限A类约定收益份额基金、永续型A类约定收益份额基金；子基金中的B类份额又称为杠杆基金。杠杆基金可分为股票型B类杠杆份额基金（其中多数为杠杆指数基金）、债券型B类杠杆份额基金（杠杆债基）、反向杠杆基金等。

表1 分级基金分类

分级模式	子基金类型	子基金特点	分拆比例、初始份额杠杆
融资分级 (股债分级)	约定收益A类	有约定收益、定期折算分红	股票型一般A:B比例为50:50(B类2倍初始杠杆)或40:60(B类1.67倍初始杠杆)，债券型70:30(B类3.33倍初始杠杆)
	杠杆份额B类	当净值小于或大于某数值有不定期折算，大部分没有定期折算	
多空分级 (蝶式分级)	杠杆份额B类	有定期折算(每3个月到1年)，当净值小于或大于某数值有不定期折算	主要为指数型。B:C比例为2:1(B类初始杠杆2倍，B≤0.3或B≥2元不定期折算；C类初始杠杆负1倍)或3:1(B

	反向杠杆 C 类	有定期折算（每 3 个月到 1 年）和 不定期折算，与母基金涨跌成反比	类初始杠杆 2 倍， $B \leq 0.3$ 或 $B \geq 1.5$ 元不 定期折算；C 类初始杠杆负 2 倍）
--	----------	--	---

融资型分级基金通俗的解释就是，A 类份额和 B 类份额的资产作为一个整体投资，其中持有 B 类份额的人每年向 A 类份额的持有人支付约定利息，至于支付利息后的总体投资盈亏都由 B 类份额承担。以某融资分级模式分级基金产品 X（X 为母基金）为例，分为 A 类份额（约定收益份额）和 B 类份额（杠杆份额），A 类份额约定一定的收益率，基金 X 扣除 A 类份额的本金及应计收益后的全部剩余资产归入 B 类份额，亏损以 B 类份额的资产净值为限由 B 类份额持有人承担。当母基金的整体净值下跌时，B 类份额的净值优先下跌；相对应的，当母基金的整体净值上升时，B 类份额的净值在提供 A 类份额收益后将获得更快的增值。B 类份额通常以较大程度参与剩余收益分配或者承担损失而获得一定的杠杆，拥有更为复杂的内部资本结构，非线性收益特征使其隐含期权。

（二）存续期现

1、有期限分级基金

此类基金有分级期限，到期 A 类份额与 B 类份额终止上市，或者终止分级合并成为 LOF 基金，或者按净值转换为母基金再次拆分。需要注意的是，有些分级基金是永续循环存在的，但是他们定期折算是可以按照净值赎回或者按照净值转为母基金赎回，所以也属于有分级期限的约定收益 A 类基金。

2、永续型分级基金

此类基金分级期限是永久的，除了发生向下不定期折算能按净值得到大部分本金之外，定期折算是每约定周期的约定收益（A 类份额净值超过 1 元的部分）定期折算为母基金份额赎回的形式获得。除了可以在场内交易之外，还可以和对应的 B 类基金份额按比例合并为母基金赎回。在母基金距离向下折算所需跌幅大于规定情况以上时，永续 A 类分级基金交易价对债券收益率、货币基金收益率、逆回购利率波动高度敏感。如果 A 类份额对应的 B 类份额有向下不定期折算条款，相当于对约定收益以及大部分（多数为 75%）的本金进行担保，因此风险较低，类似于有担保高信用评级债券。此类永续 A 类相当于永续债，可以看成是“存本取息”。

三、稳健 A 类基金

A 类基金一般以稳健收益为主，但在特定时期也会面临着一定的风险。A 类基金的风险主要来源于两个方面，第一是所获得的收益是以母基金来支付，而在定期折算日后会有 1 天的停牌，这导致 A 类基金持有者所获得母基金面临风险；第二是大部分分级基金拥有向下折算设置，即母基金或 B 类基金净值跌破设定条件后将会通过折算把基金净值调整为 1，从而保证 A 类基金持有者的收益，但少数分级基金缺少这一风险控制

制设置，从而使得在行情极为不利情况下，A类基金持有者可能会承担B类基金净值下跌的损失。

（一）低风险永续A类

因为有B类份额下折保障，目前其参考交易价=约定收益率÷当前10年左右久期AA+级信用债即期收益率+净值-1元。约定收益率高于债券收益率则溢价交易，约定收益率低于债券收益率则折价交易。例如，有甲A、乙A、丙A、丁A四个净值分别为1.01元、1.02元、1.03元、1.04元的永续A类基金，约定收益率分别是6%、6.5%、7%、7.5%，假设当前市场10年AA+债券收益率6.95%，则永续A类的隐含收益率就向6.95%看齐，甲A交易价=6%÷6.95%+1.01-1=0.873元，乙A交易价=6.5%÷6.95%+1.02-1=0.955元、丙A交易价=7%÷6.95%+1.03-1=1.037元、丁A交易价=7.5%÷6.95%+1.04-1=1.119元。

（二）高风险永续A类

此类基金份额相当于信用评级时好时坏，甚至本金受损的信用债。由于此类A类份额在对应B类份额净值≤阈值时与母基金同涨同跌成为指数基金，要承担母基金下跌亏损，在每年定期折算日净值低于1元都不能按时按量得到约定收益，甚至“本金”1元净值都要受损，不能计算隐含收益率，相当于约定收益无担保，存在像“11超日债”那样的信用违约风险，在B类份额逐渐接近阈值点时，相当于信用等级越来越低，因此隐含收益率需要逐渐提高（价格逐渐下跌）。而母基金在阈值点下方的时候相当于债券信用违约，由于丧失折算分红，只能与B类份额配对赎回退出，如果母基金跌幅越深，其名义净值越显得无意义。但只要母基金净值在1元之上，此类份额的信用等级和有B类下折担保的低风险A类信用等级相同。其交易价形成机制=相同约定收益率有下折A类交易价值X得到约定收益概率%+配对博弈价值X(1-得到约定收益概率%)，配对博弈价值即母基金净值，而在母基金阈值点上下方不同涨跌幅距离得到约定收益的概率百分比呈正态累积概率分布函数（高斯误差函数）分布，母基金阈值点=(1+A类份额累计应计利息+B类份额阈值)/2，在母基金阈值点概率为50%。阈值点上方概率大于50%，下方概率小于50%。

四、杠杆B类基金

（一）杠杆指基

B类基金一般通过增加杠杆来扩大风险，除了少数股票型B类杠杆份额子基金不挂钩指数，绝大部分此类基金都是杠杆指数基金。

有配对赎回机制的B类基金，其交易价由母基金净值和A类交易价来决定，B类基金交易价=(母基金净值-A类交易价×A占比%)×B的份额杠杆。A类折价交易则B类

溢价交易，在即将到期时，变为平价交易。

永续型杠杆指基金随时可与 A 类份额合并赎回。根据配对转换机制，B 类份额折溢价程度由 A 类约定收益率和市场认可隐含收益率决定，A 类份额折价导致 B 类份额溢价交易。

（二）杠杆债基

由于债券的波动不如股票巨大，此类基金在降息周期会因为债券价格上涨幅度放大涨幅倍数。大部分杠杆债基都是有期限的，永续型杠杆债基可以和对应的 A 类份额配对成母基金赎回。

1、有封闭期限杠杆债基

除了汇利 B、聚利 B、增利 B、浦银增 B 的份额杠杆是固定的以外，此类基金的母基金多数是半封闭式基金，A 类定期开放申赎。由于多数债基 A 类申赎费为 0，债基 B 类实际承担了母基金的申赎费、管理费、托管费和 A 类的销售服务费。如果银行、证券市场固定收益理财产品收益率高于杠杆债基对应的 A 类子基金的约定收益率，导致对应 A 类份额开放申赎后大量赎回，使得其份额杠杆变小，当 A 类份额都赎回，B 类份额杠杆降为 1 倍成为普通封闭债基。

2、可交易永续型杠杆债基

此类基金中场内交易的可以随时和 A 类份额合并为母基金赎回，其份额杠杆是固定的。可以根据 A 类份额和 B 类份额的合并成本与母基金净值的折溢价进行申购拆分套利或合并赎回套利。其中鼎利 B 和德信 B 的折算都是按照净值折算为母基金，相当于有期限，临近折算时交易价接近净值。而多利进取、互利 B 和转债 B 折算还是大部分或全部折算为自身，继续保持原有的折溢价状态。

五、分级基金现状

（一）股票型分级基金

1、股票被动型

股票被动型分级基金是目前我国最主要的一类分级基金，从数量和成交量角度来看，其是分级基金市场的绝对主力。截至 2015 年 3 月 31 日，已上市的股票被动型分级基金数量达到 62 只。

表 2 2015 年 3 月 30 日分级基金成交情况

	分级 A		分级 B	
	成交量 (万手)	成交额 (亿元)	成交量 (万手)	成交额 (亿元)
总和	2655.7028	23.7982	6791.0611	93.5272
算术平均	46.5913	0.4175	117.0873	1.6125

资料来源：wind 数据库

截至 2015 年 3 月底，我国交易所分级基金均在深圳证券交易所上市，母基金均为开放式基金，只能通过申购赎回来进行基金份额的转移，通常为 2 天至 3 天才可完成；此外，母基金与子基金的转换使用分拆或合并来进行，实行 T+1 的交易模式。

2015 年 3 月 30 日，首只上海证券交易所分级基金——易方达 50 分级开始首发，其通过上交所 LOF 平台进行交易，除了与传统分级基金一样，同时上市固定收益端 A 类份额和杠杆端 B 类份额以外，其最大的亮点在于通过引入母基金上市交易的方式，间接实现了 T+0 操作。上证 50 分级基金子份额 T+0 合并、母份额 T+0 拆分，同时合并或拆分出的份额可以 T+0 日在场内买卖。由于其母份额可以上市交易，场内母基金份额和子份额可实现 T+0 轻松转换，套利操作更为灵活、效率更高，一旦折溢价率大于交易成本，能快速完成套利。

2、股票主动型

股票主动型分级基金数量很少，其成交也不活跃，主要由于其母基金受基金经理配置影响较大，缺乏像被动型基金那样的可跟踪标的，缺少与其他产品的套利机会。目前，市场上已有的股票主动型分级基金仅 4 只，平均日成交额仅 100 万元左右。

（二）债券型分级基金

目前，我国已上市交易的债券型分级基金有 53 只，其成交活跃度远低于股票型分级基金，主要是因为 B 级基金投资者大多追求高额收益，而债券型基金（可转债除外）的波动率远低于股票型基金，使得债券型分级基金受到冷落；而 A 类基金的投资者虽然注重稳健性，但同时也偏好流动性，债券型 B 级基金活跃度较差，影响到 A 类的流动性，这也就降低了 A 类基金投资者的热情。

1、债券混合型

债券混合型分级基金的母基金属于混合型基金，其主要投资于债券市场，股票市场投资额度一般低于 20%。目前活跃的债券混合型分级基金是可转债基金的分级 B——招商可转债，由于其标的物对应的股票在 2014 年第四季度开始出现较大涨幅，相应的可转债价格也出现翻倍上涨。从 2014 年 10 月开始，这只分级 B 基金成交额急速扩大，从每日不足 100 万元迅速提升至 3 亿元规模。

2、债券纯债型

债券纯债型分级基金的母基金属于纯债型经济，其主要投资于债券市场，同时也可以投资于一些具有良好流动性的金融工具，包括回购、银行存款、大额存单等，与混合型基金的区别是其不投资和极少投资于股票、权证。

债券纯债型分级基金以中长期纯债型经济为主，少数为被动指数型债券基金和增强指数型债券基金。但是，活跃的债券纯债型分级基金却恰恰是少数的两只指数型债券基金，特别是银华中证转债这只投资于可转债的基金。究其原因，还是因为其分级 B 有着较大的波动幅度。

六、分级基金杠杆

（一）杠杆的概念

分级基金与传统的股票、债券和基金的主要区别是其分为固定收益和杠杆波动收益两类产品，吸引投资者的就是其中的杠杆收益。每只分级基金 B 级的杠杆是不一样的，杠杆比例也会随着母基金净值和 A 类约定收益率的改变而改变。

市场上对分级基金 B 级杠杆的认识存在一些误区，一些投资者把分级基金 B 级的价格与母基金净值变动的比例认为是杠杆率，这是不准确的。从分级基金的母子基金价格的变动源于母基金净值变动导致了子基金净值的变动。简单举例来看，如一个分级基金母基金净值为 1，时，若有两份母基金，将其拆分为净值均为 1 的 A 类和 B 级；一年后母基金上涨了 10%，净值变为 1.1；此，分级基金 A 类获得 6% 的固定收益，那么 1 份 A 类就获得了价值为 0.06 的母基金份额，这部分收益需要 B 级来承担，而两份母基金的净值共提高了 0.2，减去 A 类的固定收益，B 级就获得了 0.14 的收益，收益率为 $0.14/1=14\%$ ；总的来看，母基金净值上涨了 10%，而 B 级的净值上涨了 14%，杠杆为 1.4 倍。如果母基金的净值上涨了更多，例如 20%，那么 B 级收益率将变为 24%，杠杆为 1.2 倍。

（二）杠杆的变化

分级基金杠杆并不是固定的，A 类固定收益率、母基金净值和 AB 级比例都会影响分级基金的杠杆倍数。通常情况下，A 类固定收益率、母基金净值和 AB 级比例与 B 级杠杆呈反向运行。对于某只分级基金来说，其 A 类固定收益率和 AB 级比例已经确定，大多数时间影响杠杆的因素是母基金净值的涨跌，母基金净值越低，B 级基金的的净值也相应降低，此时杠杆会提高。

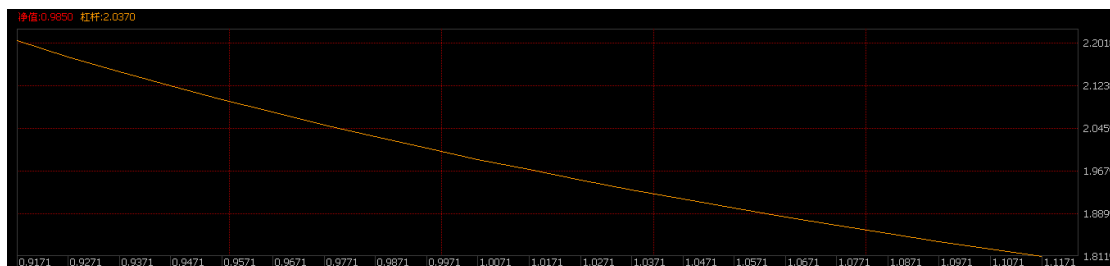


图 1 某分级基金 B 级杠杆与净值变动关系

（三）折算

为了帮助分级基金 A 类（优先份额）投资者实现约定的收益，分级基金通常设定了定期折算机制，每年定期将优先份额的约定收益折算为基础份额，投资者可通过赎回基础份额来实现收益。此外，分级基金杠杆会随着母基金净值的变化而改变，在市场波动较大的时候，母基金净值可能会出现较大幅度变化，从而使得分级基金杠杆

变得过大或过小。由于分级基金 B 类投资者追求高风险，而过小的杠杆不利于吸引投资者交易，那么基金建立时会设定折算条款，以便在特定情况下使得杠杆恢复上市时的水平。

1、定期折算

目前开放式分级基金通常每年进行一次定期折算，根据基金合同的规定，折算基准日通常为每个会计年度的第一个工作日或每个运作周年的最后一个工作日（部分分级基金定期折算日可能会不同）。投资者在折算基准日持有的优先份额和基础份额将参与折算，进取份额不参与折算。在折算基准日，将优先份额前一年的约定收益折算成基础份额分配给优先份额持有人。

为保证折算的顺利进行，折算基准日及次一工作日，基础份额暂停申购、赎回和转托管；折算基准日次一工作日，优先份额停牌一天，进取份额正常交易。

不同分级基金关于定期折算的具体规定和处理方式可能有所不同，投资者要了解某只分级基金的具体情况，可查阅该基金合同、招募说明书及相关折算公告。需要说明的是，定期折算后优先份额交易价格的下跌是原有折价交易状态的回归，折算并不会损害优先份额原持有人的利益，但其他准备买入优先份额的投资者应当关注定期折算机制及交易价格的波动情况。

定期折算虽然可以帮助 A 类基金持有者获得事先约定的收益，但其也可能引发的风险。投资者持有的优先份额在定期折算后，其种类、数量和风险收益特征将发生一定变化，优先份额复牌后二级市场交易价格也可能发生一定波动。具体而言，对投资者可能产生如下一些影响：

第一、投资者持有基金份额的种类、数量和风险收益特征发生变化。折算完成后，优先份额持有人将额外获得一部分基础份额（由原持有的优先份额年约定收益折算而来），基础份额与优先份额的风险收益特征不同。另外，优先份额与进取份额的资产比例会发生变化，进取份额的杠杆会小幅下降。

第二、优先份额交易价格可能发生一定波动。折算完成后，优先份额复牌首日即时行情显示的前收盘价将调整为其前一交易日的优先基金份额参考净值。由于优先份额折算前可能存在折价交易情形，此折价水平在折算后复牌首日的前收盘价中未能反映，因此折算后复牌首日优先份额的交易价格仍可能出现折价，与前收盘价产生一定差异。

2、不定期折算

分级基金设定不定期折算的原因是当基金净值大幅上涨或大幅下跌后，分级基金 B 类份额（以下简称“B 类份额”）的杠杆也随之减小或增加。分级基金不定期折算的原理是对分级基金基础份额、子份额的净值和份额进行再平衡。分级基金不定期折算分不定期向上折算（上折）和不定期向下折算（下折），目前所有上市的分级基金都有不

定期向上折算（上折）条款，但少数分级基金未设置不定期向下折算（下折）条款（如申万菱信深证成指分级）。

（1）不定期向上折算（上折）

不定期向上折算不影响子份额的数量，但会增加场内基础份额数量。折算前持有场内和场外基础份额的投资者在不定期向上折算后由于净值调整会增加份额数量。在折算时点前后，所有份额投资者所持有的基金净值都是相等的。

不定期向上折算对 A 类份额的投资者并无实质影响。由于不定期向上折算会将 A 类份额净值大于 1.000 元的部分折算为基础份额，因此对 A 类份额的影响可以理解为提前对其做了一次定期折算。需要注意的是，类似于定期折算，A 类份额的投资者在不定期向上折算后会继续持有相同份额数量的 A 类份额和小部分基础份额。

不定期向上折算也不改变 B 类份额投资者的风险收益特征。折算后 B 类份额投资者由单纯持有 B 类份额变为同时持有相同份额数量的 B 类份额和折算的基础份额。投资者在未处理该部分基础份额前，其杠杆水平无显著变化。由于 A 类份额的净值调整为 1.000 元，相当于折算后原 B 类份额投资者融资金额也减小，所以折算后原 B 类份额投资者的杠杆会有小幅下降。在不定期向上折算后，B 类份额投资者既可以在场内提交赎回基础份额的申请，也可以在提交分拆基础份额的申请确认后卖出 A 类份额，从而继续只持有 B 类份额。此时持有的 B 类份额的杠杆将恢复到初始 2 倍左右杠杆水平。

（2）不定期向下折算（下折）

不定期向下折算中，当进取份额低于阈值后，A 类份额通过折算所获得的母基金份额可以赎回，相当于部分“封转开”，即以相对净值折价买入的 A 类份额可以大部分按净值变现，获取一定套利收益；而进取份额净值杠杆将回落至初始杠杆水平，溢价率相对降低，复权价格下降，持有者将遭受一定损失。

向下到点折算有其存在的意义。如果没有到点折算机制，则母基金净值下跌到一定程度，进取份额净值可能跌至 0，则 A 类份额的约定收益无法实现，且继续下跌会导致 A 类份额净值受损，A 类份额便不那么“稳健”了。而到点折算机制下，由于进取份额净值归 1，又能继续承担支付约定收益的义务，则折算后的 A 类份额约定收益仍能保证。只要投资者在到点折算发生后赎回母基金份额，则其原先持有的 A 类份额净值没有受损，这样一来到点折算机制使得 A 类份额基本“免疫”了净值受损的风险。

目前上市交易的分级基金里有极个别几个未设置不定期向下折算条款，为保证 B 级净值不会跌破 0，基金条款里会设置一个阈值，规定 B 级基金净值跌至规定位置后，A 类基金开始与 B 级基金共同承担母基金净值下跌的风险。可以说这类分级基金并未充分保障 A 类基金持有者的收益。

免 责 条 款

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归大地期货有限公司所有。未获得大地期货有限公司事先书面授权，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“大地期货有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

公司总部地址：浙江省杭州市延安路 511 号(浙江元通大厦十二楼)

联系电话：4008840077

邮政编码：310006

杭州业务部地址	杭州市延安路511号元通大厦1508室	电话 :0571-85105765	邮编 :310006
衢州营业部地址	衢州市下街165号	电话 :0570-8505858	邮编 :324000
宁波营业部地址	宁波市海曙区冷静街8号银亿时代广场9-6	电话 :0574-87193738	邮编 :315000
台州营业部地址	台州市路桥区腾达路台州塑料化工市场1501-1504号	电话 :0576-82567007	邮编 :318050
温州营业部地址	温州市黎明中路143号海关大楼四楼东首	电话 :0577-88102788	邮编 :325000
诸暨营业部地址	浙江省诸暨市暨阳街道浣东北路108号时代广场东701室	电话 :0575-81785991	邮编 :311800
厦门营业部地址	厦门市思明区鹭江道96号之一钻石海岸A幢2705	电话 :0592-2058665	邮编 :361001
济南营业部地址	济南市历下区文化西路13号海辰办公写字楼1-302室	电话 :0531-55638700	邮编 :250063
上海营业部地址	上海市浦东新区松林路357号20层C、D座	电话 :021-60756218	邮编 :200122
北京营业部地址	北京市海淀区西三环北路89号中国外文大厦B座1102室	电话 :010-68731988	邮编 :100089
金华营业部地址	金华市婺江西路28号时代商务中心1幢1502-1503室	电话 :0579-82983181	邮编 :321001