



走进分级基金，关注分级基金投资要点

——分级基金专题研究

■ 主要观点：

- 分级基金中获得杠杆的 B 份额体现出高波动性和多样化特征，这正是近年来分级基金市场地位和市场关注度不断抬升的重要因素。
- 分级基金产品设计灵感主要源于英国分割资本信托，与其他类型基金唯一的区别在于分级基金具备基于多级份额基础上的特殊的收益分配规则，设计目的是为提供风险收益特征更为鲜明的投资工具，如参与门槛更低、交易更方便快捷、成本相对较低的杠杆化投资工具，以及安全性更高，收益富有竞争力的低风险投资工具。
- 按分级模式和投资范围分类是分级基金最主要的分类方式。
- 分级方法是分级基金的产品设计的核心，杠杆则是分级基金产品设计核心要点和最大的卖点。分级基金的杠杆有三种：份额杠杆（初始杠杆）、财务杠杆系数（净值杠杆）、市值-净值杠杆系数（价格杠杆）。
- 持有到期是不上市 A 份额唯一的投资策略，约定收益大小、封闭期长短、A 份额本金和约定收益能得到多大程度的保障是决定 A 份额投资价值的关键因素。更高的折价和更高的市场活跃度对投资者有利。
- 上市交易的分级基金 A 份额到期收益率通常围绕一个相对稳定的收益率波动，该收益率取决于市场无风险收益率水平和信用利差。其面临的风险主要是二级市场风险。
- 投资范围、融资成本、杠杆大小、折算和封闭期满对杠杆的冲击、二级市场交易成本是影响 B 份额投资收益的主要因素。投资者投资 B 份额的首要任务应当是对市场行情有所预期，并选择投资范围契合自身市场预判的分级基金 B 份额。因为只有分级基金实现良好正收益，其 B 份额才可以获取杠杆放大的正收益。
- 开放式分级基金等净值配对转换机制给投资者带来溢价套利机会和折价套利机会，基础份额出现较大幅度溢价或折价是套利的前提，折溢价幅度的大小决定了套利空间的大小，通常配对套利仅适合小额资金参与。
- 配对套利机制为分级基金提供了平抑整体折溢价的机制，因此，过高的溢价买入可能面临溢价套利资金的冲击，从而额外增加投资风险。但跟踪版块市值较小的分级基金受益于溢价套利资金流入对跟踪版块价格的推动，其 B 份额反而有望获得更高的价格上涨。

刘亦千 一级分析师

执业证书编号：S0870110100003

021-53519888-1988

liuyiqian@sigchina.com

日期：2014 年 11 月 7 日

报告编号：

相关报告：

2007年7月17日，国投瑞银瑞福基金的设立，标志一个全新的基金品种——分级基金出现在我国。自此分级基金迅速发展，截至2014年10月31日，分级基金数量增至118只，其中公布2014年三季报的111只分级基金规模合计988亿元，已上市的118个基金份额在2014年三季度内产生交易量1150亿元，分级基金已经成为基金市场中的一只重要力量，备受市场投资者关注。

从业绩表现来看，受益基础市场的良好走势，近期分级基金获得杠杆的B份额净值增长快速，二级市场同样表现极为强劲，分级基金体现出完全不逊色与个股的高波动性特征；不同产品的业绩差异极大，呈现多样化特征；其中A份额则体现出稳定的获益能力，但A份额二级市场价格走势迥异，从二级市场参与的投资者将面临非常高的交易风险。B份额体现出了独有的高风险性和极高的趋势性投资价值。这也是近年来分级基金在基金市场中的地位和关注度不断抬升的重要因素。

但另一方面，分级基金份额净值与价格走势并不协调，甚至出现大幅度的背离现象，进一步加大分级基金的投资风险。显然，在复杂的产品设计背景下，分级基金既具备丰富而多样化的投资机遇，也存在较大投资难度。

一、分级基金产品设计分析和分类

分级基金产品设计灵感主要源于英国分割资本信托，设计目的是为提供风险收益特征更为鲜明的投资工具，如参与门槛更低、交易更方便快捷、成本相对较低的杠杆化投资工具，以及安全性更高，收益富有竞争力的低风险投资工具。分级基金与其他类型基金唯一的区别在于分级基金具备基于多级份额基础上的特殊的收益分配规则（即分级方法）。

具体而言，分级基金指在同一投资组合下，通过对基金收益的分解和收益分配的安排，形成预期收益和风险有一定差异的两级（或多级）基金份额的一类基金品种。由于在同一投资组合下，分级基金同时存在收益分配不同的两级（或多级）基金份额，因此分级基金也通常被称为“结构化基金”。

图1 分级基金的运作示意图



绘图：上海证券投资基金评价研究中心

分级基金通常提供A份额（或优先、稳健份额等不同说法）、B份额

(或激进、进取份额等不同说法)两级基金份额,大多数分级基金同时提供基础份额,基础份额等同母基金份额,实质属于普通基金,三个类型份额的合计份额即分级基金总份额。基金 A 份额、B 份额由母基金份额拆分,A、B 份额按一定比例关系与基础份额(等同母基金份额)对应;并在基础份额开放申购赎回的状态下,可以与基础份额相互转换。

在投资端,分级基金与其他基金一致,将募集资金作为一个整体,按照合同约定的投资目标、投资范围、投资策略进行投资,分级基金基础份额的投资收益率即反映了分级基金的投资收益率。但在收益分配端,与其他基金将收益平均分配给每份基金份额不同,分级基金将按照合同约定的方式,将收益分解并分别分配给 A、B 份额。

通常分级基金 A 类份额预期风险和收益较低,通过让渡资金使用权而优先享受收益分配,A 份额约定收益越高、B 份额融资成本越高。B 类份额获得 A 份额所提供的财务杠杆,可以以较低的资金撬动成倍数的资金,收益和风险均明显放大。不同子份额间的比例设置决定产品初始杠杆大小:A 份额占比越高、获得的收益分配比例越低,B 份额的份额杠杆越高。分级基金的份额折算将及时兑现子份额的收益或风险,并有利于 B 份额杠杆的稳定。

分级基金的制度性优势在于:通过分级模式,分级基金创造了具备“更高风险、更高收益特征”的 B 份额,有利于投资者利用智力优势把握市场趋势性投资机会,满足了投资者方便快捷且低成本的杠杆化投资需求。分级基金还创造了“风险较低、回报相对稳定”的 A 份额;A 份额较其他低风险投资品种其收益更稳定,收益水平富竞争力,满足了投资者追求相对安全且稳定的现金流的投资需求。

分级基金主要有 4 种分类方式,按分级模式和投资范围分类是分级基金最主要的分类方式。

按分级模式,分级基金可以分为风险互换型、融资型和多空型分级基金。

收益互换型分级基金将母基金拆分为优先份额(A)和激进份额(B)。风险互换型分级基金通常设置 2 个或多个“**阈值**”,阈值指分级基金母基金(或其子份额)单位净值的某一特定水平,阈值将分级基金母基金单位净值划分为不同净值区域,在不同净值区域内,A、B 份额将享受不同的收益分配比例,一旦单位净值触及阈值,将触发收益分配条款,改变基金不同子份额间收益分配比例,从而实现两个子份额在不同净值区域内的收益互换。获得更高比例收益分配比例的子份额获得杠杆,而获得更低收益分配比例的子份额提供杠杆。

融资型分级基金将母基金拆分为优先份额(A)和普通份额(B)。在一定条件下,融资型分级基金 A 份额在任何时段均不参与基金收益分配,B 份额以自身全部资产未担保来优先满足 A 份额本金安全并支付约定利息,享有支付 A 份额本金和利息后的基金全部剩余资产,从而持续获得 A 份额资产所提供的杠杆。

收益互换型分级基金和融资型基金的本质区别在于基金子份额角色的稳定性。以 A 份额为例:收益互换型分级基金 A 份额在不同投资区域扮演的角色陡然变迁:或为杠杆获得者、或为杠杆提供者,其收益存在不确定性;融资型分级基金 A 份额则维持杠杆提供者的角色。融资型分

级基金 A 份额固定的角色使得其可以获取更稳定的现金流：本金相对得以保障、约定收益基本稳定。

图 2 国投瑞银瑞和基金收益分配规则

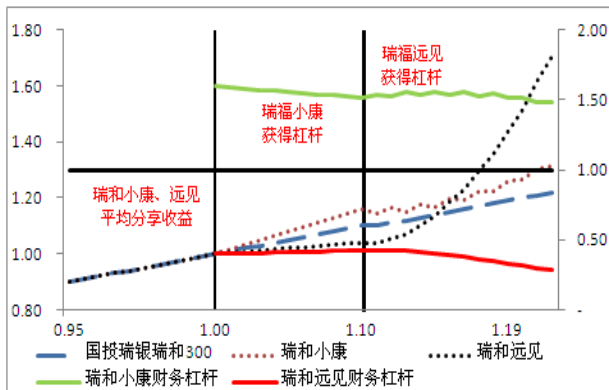
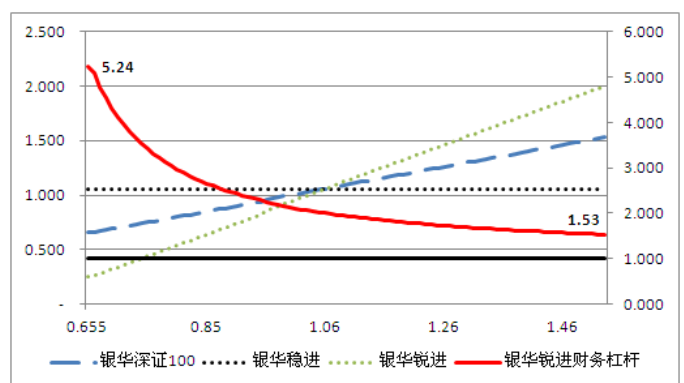


图 3 银华深证 100 基金收益分配规则



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

国投瑞银瑞和与银华深证 100 分属于收益互换型分级基金和融资型分级基金。国投瑞银瑞和设置两个阈值：母基金净值 1.00 元、1.10 元。国投瑞银瑞和母基金单位净值小于等于 1 元，瑞和小康、远见两个子份额平均地共享收益，共担风险，均不提供杠杆、也不获得杠杆，财务杠杆系数均为 1 倍。当国投瑞银瑞和母基金单位净值增至 1.00 元及以上时，基金将在母基金单位净值 1.00 元这一点位触发收益分配比例调整条款，瑞和小康获得基金在此基础上增加的收益的 80%，因此获得瑞和远见提供的杠杆，成为杠杆获得者，其财务杠杆系数由 1 倍跃迁至 1.60 倍；当母基金净值达到并超过 1.10 元时，基金将在母基金单位净值 1.10 元这一点位再次触发收益分配比例调整条款，瑞和小康获得基金在此基础上的投资收益的比例为 20%，其角色由杠杆获得者转变为杠杆提供者，相应财务杠杆系数由 1.52 倍跃迁至 0.38 倍。

与之比较，银华深证 100 的 A 份额在任何时段均不参与基金投资收益的比例分配，其财务杠杆系数维持 0 不变，即 A 份额持续为 B 份额提供杠杆，B 份额则持续获得杠杆，随着母基金净值的上升而减速下滑。但为了保护 A 份额本金安全和约定收益的实现，以及为了帮助 B 份额杠杆收益及时兑现落袋为安。银华深证 100 同样设置了两个阈值：银华锐进 0.25 元，母基金净值 2 元。当基金净值触发上述两个阈值时，基金按约定收益折算份额并重新展开新的分级运作期。

早期设立的分级基金多为收益互换型分级基金，但收益互换型分级基金产品设计相对复杂，子份额角色转换的设计给投资者带来理解上的难度，因此逐渐被市场边缘化，融资型分级基金取而代之，成为分级基金市场中的主流。

多空型分级基金将母基金拆分为看多份额（A）和看空份额（B），两个份额分别以目标涨跌幅进行对赌。目前国内没有多空型分级基金。

按照投资范围，分级基金可以分为股票型分级基金、债券型分级基金。股票型分级基金主要投资股票市场，按投资区域和投资策略可进一步区分为国际股票型分级基金、指数股票型分级基金、主动股票型分级基金。债券型分级基金主要投资债券市场，按投资区域和投资策略可进

一步区分为国际债券型分级基金、指数债券型分级基金、纯债型分级基金、混合债券型分级基金。目前市场中的股票型分级基金以指数股票型基金为主流，债券型分级基金以主动投资的混合债券型和纯债型分级基金为主流。

表 1 分级基金按投资范围分类的结构

分级基金	987.52	118
股票型分级基金	566.22	59
国际股票型	0.84	2
指数股票型	527.29	52
普通股票型	38.10	5
债券型分级基金	421.30	59
国际债券型	10.42	1
指数债券型	1.36	3
混合债券型	217.52	31
纯债型	192.00	24

数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

注: 7 只分级基金因未公布 2014 年三季度报告, 规模统计中不包括相应产品

按照运作模式, 分级基金可以分为封闭式分级基金、定期半开放分级基金、开放式分级基金。封闭式分级基金整个分级运作期 A、B 份额和基础份额均不在接受申购赎回, 维持封闭运作, 封闭期满后基金打开并展开新一轮分级运作期, 或转型为 LOF。定期半开放分级基金的 A 份额在分级运作期内定期开放申购赎回, B 份额封闭并上市交易。开放式分级基金在分级运作期其基础份额开放可申购赎回, A、B 份额可按约定比例与基础份额互换。

按照募集形式, 分级基金可以分为私募分级基金和公募分级基金。本文所指的分级基金均为公募分级基金。

二、分级基金的杠杆

分级方法是分级基金的产品设计的核心, 杠杆则是分级基金产品设计核心要点和最大的卖点。物理杠杆指绕着支点绕动的动力臂, 物理杠杆可通过增加动力臂长度, 提高动力的作用, 以节约付出的力量。而在投资领域, 杠杆则指利用负债或其他方式, 获得更高投资头寸 (投资总量) 的行为。通过杠杆, 投资者可以获得放大的投资回报或承担放大的损失, 从而达到节约自有资金支出、提高自有资金使用效率和风险收益水平的目的。例如, 投资者自有资金 1000 元, 以此担保再借 1000 元合计 2000 元全部投资于市场, 这时我们认为该投资者获得了 2 倍的杠杆。目前市场中使用的分级基金杠杆有三种: 份额杠杆、财务杠杆系数、市值-净值杠杆系数。

份额杠杆: 即基金总份额减去基础份额之后的差值与 B 份额的比率。该指标反映了基金在设立日 B 份额的融资倍数, 也反映了此时 B 份额相对母基金净值涨幅的倍数, 因此也称之为初始份额。根据定义, 可得:

$$L_{\text{份额}} = \frac{(N - N_{\text{基础}})}{N_B}$$

L 为杠杆, N 为基金份额合计。

为了简单衡量，市场一般假定分级基金的基础份额均已拆分为 A、B 份额，此时：

$$L_{\text{份额}} = \frac{N}{N_B}$$

该公式适用于计算融资型分级基金的份额杠杆，而对于收益互换型分级基金，其份额杠杆应为：

$$L_{\text{份额}} = \frac{N}{N_B} * S_B$$

S 为连续区间内的收益分配比例，融资型分级基金 B 份额享有 100% 的母基金投资收益，相应 S 值为 1。

考虑到收益互换型分级基金子份额角色会出现转换，为了简单描述，以下仅公式仅表述 B 份额获得杠杆的情况。

分级基金子份额的份额杠杆在分级运作期和分配方式稳定的净值区保持固定不变。对于半开放分级基金，半开放期间的申购赎回行为将影响子份额的份额杠杆稳定，但结束申赎之后，份额杠杆重返稳定。

分级基金对 A、B 份额的拆分比例通常设置为 1:1、7:3 两种，采用上述比例的分级基金数量分别为 52 只、46 只，份额杠杆比例分别为 2 倍、3.33 倍，另外还有 11 只采用 4:6 的比例，份额杠杆为 1.67 倍，采取其他比例的合计仅 8 只，其中份额杠杆最大的是多利进取和海富稳进增利 B 两只产品，由于其对 A、B 份额的拆分比例为 4:1，导致其份额杠杆高达 5 倍。

财务杠杆系数：分级基金在经过一段时间运作之后，份额杠杆无法反映投资者的实际风险敞口（投资者持有 B 份额对应的母基金的资产净值）。因此，市场从财务会计中引入财务杠杆系数这一概念，该概念将分级基金 A 份额视为负债或一定程度的负债，反映了某一截至时点分级基金资产净值总额相对 B 份额资产净值总额的倍数。根据定义，可得：

$$L_{\text{财务}} = \frac{ANAV}{ANAV_B}$$

$$\text{其中 } ANAV = ANAV_A + ANAV_B = N * NAV$$

$$ANAV_A = N_A * NAV_A \quad ANAV_B = N_B * NAV_B$$

$$\text{因此 } L_{\text{财务}} = \frac{N}{N_B} * \frac{NAV}{NAV_B} = L_{\text{份额}} * \frac{NAV}{NAV_B}$$

ANAV 表示基金资产净值，NAV 表示一单位 B 份额所对应基础份额的单位份额净值，NAV_B 表示 B 份额单位份额净值

由公式可知，财务杠杆系数是份额杠杆、母基金单位份额净值（等同基础份额单位份额净值）和 B 份额单位份额净值的函数，财务杠杆系数与份额杠杆成正向关系，与 B 份额单位份额净值成反相关系。B 份额财务杠杆系数大于 1，说明 B 份额获得财务杠杆；财务杠杆系数小于 1，说明 B 份额为 A 份额提供了杠杆；如果财务杠杆系数为 0 时，说明 B 份额不参与投资收益分配，母基金的投资收益均全部由 A 份额获得（A 份额同样如此，事实上，当前市场只有 A 份额才存在财务杠杆利率为 0 的情况）。

由于 B 份额的单位份额累计净值增长幅度恰好为母基金单位份额净

值增长幅度的财务杠杆系数倍，因此市场中往往把财务杠杆系数称之为净值杠杆倍数，简称净值杠杆。

此外，因为 $NAV = NAV_A(1 - 1/L_B) + NAV_B/L_B$,

由此得到 $L_{财务} = L_{份额} * \{ \frac{NAV}{[L_{份额} * NAV - NAV_A * (L_{份额} - 1)]} \}$

$L_{份额}$ 在基金设立时确定，为常数；A 份额通常约定收益基本保持不变，其净值在短期内变化较小，可视为常数，因此 $NAV_A * (L_{份额} - 1)$ 也可视为常数，因此 NAV 为唯一变数。根据简单的数学极限推导可知道，随着母基金单位份额净值 NAV 的增大， $L_{财务}$ 将加速缩小，

换句话说，财务杠杆系数实质上相对母基金单位份额净值呈现反向变动，而且是非线性、上下不对称变动：加速下跌、减速上涨。如果没有向上折算条款，最终该比率将随着母基金净值上涨而收敛于 1，B 份额既不能获得杠杆，也不提供杠杆。变动上下不对称，且非线性。

此外，在分级基金设立初，A、B 份额的单位净值均为 1 元，此时 B 份额的份额杠杆与财务杠杆系数相等。

市值-净值杠杆系数：但分级基金 B 份额市场价格普遍偏离净值，财务杠杆系数不能反映投资者在二级市场中获得 B 份额的实际成本（购买价格）。市值-净值杠杆系数可更加真实的反映了投资者支付的成本及获得的相应风险敞口，参照意义更大。根据定义，可得：

$$L_{净值-市值} = \frac{NAV}{APV_B}$$

其中 $APV_B = N_B * P_B$

APV 为总市值， P 为价格。

财务杠杆系数计算中的 B 份额的单位份额净值替换为单位份额价格即可得市值-净值杠杆系数的计算公式。因此，市值-净值杠杆比率较财务杠杆系数而言，还受到 B 份额的市场价格的影响。

一般而言，市场价格超过净值部分占净值的比例称为溢价率，根据定义，可得：

$$POV_B = \frac{P_B}{NAV_B} - 1$$

其中溢价率指标 POV_B 值为负时，说明份额在二级市场中折价交易。

由此可得， $L_{净值-市值} = L_{财务} * [\frac{1}{(POV_B + 1)}] = L_{份额} * \frac{NAV}{NAV_B} * [\frac{1}{(POV_B + 1)}]$

因此，市值-净值杠杆比率与份额溢价率成反向关系，当 B 份额溢价交易时，其市值-净值杠杆比率小于财务杠杆系数；当 B 份额折价交易时，其市值-净值杠杆比率大于财务杠杆系数。此外，市值-净值杠杆比率随着母基金净值变动而变动，其变动同样非线性、上下不对称。

三、分级基金的投资

分级基金通过分级方法将份额区分为两类风险收益特征完全不同的子份额，导致分级基金 A、B 份额投资要点各不相同，具体如下：

分级基金 A 份额

A 份额的优势在于本金相对安全并可获得优先收益分配为相对稳定的约定收益，具备债券特征。对于长期持有 A 份额或持有封闭式分级基金 A 份额到期的投资者而言，约定收益的大小是决定其获得收益大小的核心因素。其中，实施浮动利率的 A 份额，其约定收益随着利率调整而定期调整，实施固定利率的 A 份额将面临利率风险。

在具体操作中，分级基金的运作模式则决定分级基金 A 份额的投资策略不同。

封闭式分级基金 A 份额

大量债券型分级基金以及极少数股票分级基金采取封闭运作的模式。基金在约定几年内封闭运作、到期开放免费申赎以展开下一分级运作封闭期（少数产品转型为 LOF）的模式。该模式下 A 份额类似债券，可参照债券投资策略进行参考。

部分封闭式分级基金 A 份额不上市，持有到期是唯一的投资策略，约定收益大小、封闭期长短、A 份额本金和约定收益可否得到最大保障是决定 A 份额投资价值的关键因素。约定收益越高、封闭期越短的 A 份额是投资者的首选。本金和约定收益的保障程度表明 A 份额的信用评级，以浦银安盛增利为例，若该基金三年运作期满母基金净值下跌幅度不超过 18.98%，其 A 份额的约定收益和本金安全将得到保障，否则将受到威胁。显然，本金和约定收益能够得到更大保障的 A 份额信用评级更高，在同等条件下更加值得投资者持有。

上市交易的 A 份额除了可以持有到期，还可以通过二级市场交易获得价差收益。投资者应当综合上市交易 A 份额的市场溢价水平和市场流动性。在同等条件下，上市交易 A 份额折价幅度越高、市场成交越活跃，对于投资者越有利。

封闭式分级基金 A 份额收益均大幅高于同期限结构的银行存款，安全性优于市场中的大多数同期限的理财产品，是良好的长期储蓄替代工具。但一些 A 份额的本金安全并未在产品设计上加以确保，投资者需警惕当其母基金净值下跌到一定幅度时，母基金净值回调对 A 份额本金安全和约定收益的威胁。对于封闭到期后转型为 LOF 的分级基金，其 A 份额在转型为母基金份额之后将有不超过一个月的锁定期，这类份额还将受到转型后基金净值波动影响。此外，封闭式分级基金 A 份额投资者将面临封闭到期之后的再投资风险。

封闭半开放式分级基金 A 份额

目前大多数债券型分级基金主要采取封闭半开放的运作模式，该模式下通常 A、B 份额分开募集，募集结束基金设立后进入分级封闭运作期，在封闭期 B 份额上市交易，不可申购赎回；A 份额不上市，定期（半年或三个月）通过一级市场渠道打开申购赎回，以提供 A 份额流动性，并及时兑现 A 份额收益。该模式下，A 份额等同于不上市的短期债券，持有到期是 A 份额唯一的投资策略，投资要点参照封闭式分级基金 A 份额。但该模式 A 份额期限更短，收益水平明显高于银行定期存款，是低风险偏好投资者良好的短期储蓄替代工具。

开放式分级基金 A 份额

目前市场主流的分级基金运作模式为开放式运作模式，该模式下 A 份额永续存在，类似优先股或永续债券。

开放式分级基金 A 份额的收益会定期以基础份额的形势兑现，投资者要兑现收益必须继续赎回母基金份额，或拆分为子份额并在二级市场中卖出，本金也可以通过二级市场买卖或与 B 份额按约定比例合并为基础份额再赎回的方式兑现。

从风险的角度来看，除了申万收益等少数 A 份额以外，股票型分级基金 A 份额大都通过设置向下到点折算（简称“下折”）的方式确保其本金的安全和约定收益的实现，安全性较高，信用评级甚至可视为接近利率债。一些债券型分级基金尽管不设置下折条款保护 A 份额本金安全，但从债券市场历史波动可知，A 份额本金安全和约定收益得不到保障的可能性极低。投资者面临的风险主要是二级市场风险。

开放式分级基金 A 份额一般永续存在，由于其约定收益兑现为现金的过程中将受到二级市场波动的影响，因此往往会获得更高水平的约定收益：通常为 1 年定期存款上浮 3% 至 4%。另一方面，A 份额通常因流动性受限和 B 份额溢价跷跷板效应的影响而折价交易，长期配置型投资者可根据市场行情，以一定程度的折价买入 A 份额，从而获得比约定收益更为可观的回报。交易性投资者应当考虑 A 份额的交易风险，包括流动性风险和 B 份额价格波动对 A 份额产生的交互性影响。

一般而言，市场通常给开放式分级基金 A 份额一个相对稳定的收益率水平，A 份额到期收益率通常围绕该收益率波动，而该收益率大小取决于市场无风险收益率水平和信用利差。当 A 份额约定收益高于这个水平，A 将出现一定程度的溢价，A 份额约定收益低于这个水平，A 将出现一定程度的折价，导致 A 份额到期收益率同市场给予收益率趋近。债券到期收益率计算公式如下：

$$P_A = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^n}$$

P 为价格， C 为 A 份额约定收益率， r 即所求的 A 份额到期收益率。

市场给予收益率通常取决于市场无风险收益率水平和信用利差相关，历史经验表明，该收益率与银行间长期 AA 级企业债收益率水平接近。因此，交易性投资者在投资开放式分级基金 A 份额过程中还应当综合考虑市场无风险收益率水平、市场信用利差、市场资金流动性等因素。当市场无风险收益率水平下行以及信用利差收窄的趋势下，A 份额通常将迎来较好的涨势，从而给投资者带来投资机会。

但在特殊事件的冲击下，如市场流动性冲击、B 份额折溢价水平调整对其的推动等，短期内一些 A 份额内部实际收益率或将大幅度偏离市场给予的相对稳定收益率水平。因此，投资者可以在 A 份额内部实际收益率大幅度抬升时买入 A 份额，在内部实际收益率大幅度下降时卖出 A 份额，赚取价差收益。考虑到 A 份额流动性欠佳，该投资模式仅适合小额资金参与。

收益互换型分级基金 A 份额

收益互换型分级基金 A 份额在母基金某一净值区间获得杠杆收益，在一定阶段则可以有限参与母基金收益分配，因此，该类型 A 份额将较

大幅度受到母基金净值表现的影响，其投资策略应当根据其所处母基金不同净值区间，参考分级基金 B 份额投资要点进行投资。

分级基金 B 份额

B 份额风险较高，仅适合高风险偏好的投资者参与。总的来看，市场行情与基金投资范围、融资成本、杠杆大小、杠杆稳定性、交易风险和成本是影响 B 份额投资收益的主要因素。

分级基金的分级仅是针对收益的特殊分配规则，分级并不会因此改变母基金的收益水平。所以，同其他基金产品一样，投资 B 份额之前的首要任务应是对市场行情有一定预期，并选择投资范围契合自身市场预判的分级基金 B 份额。如果投资者看好政策推动对军工行业的影响，可选择军工主题分级基金 B 份额；如果看好经济复苏支撑和沪港通开闸对绩优蓝筹股的影响，可选择投资蓝筹风格分级基金 B 份额。当然，对于主动投资分级基金而言，基金经理的投资能力也非常重要。

B 份额获取杠杆的代价是支付一定融资成本，如果母基金的投资收益不足以覆盖 B 份额的融资成本，B 份额将无法获取杠杆放大的收益。A 份额约定收益越高、母基金的管理费和托管费越高，意味着 B 份额的融资成本越高，对 B 份额的持有者越不利。

杠杆的大小决定了 B 份额放大收益的程度。如果投资者主要通过二级市场参与 B 份额投资，在基于基金投资范围契合市场预判的前提下，市值-净值杠杆比率越高对投资者越有利，如果市值-净值杠杆比例相同，则应当选择财务杠杆系数更高的品种，即溢价率更低的品种，而用来衡量初始杠杆的份额杠杆相对而言参照意义不大。

受到触发阈值、到点折算、定期折算和封闭期满、定期半开放等因素的影响，分级基金 B 份额的杠杆大小将产生跃迁，影响杠杆稳定性。一般而言，基金净值距离阈值、到点折算所代表的净值越远，距离定期折算和封闭期满的时间越长，杠杆的稳定性越好，对投资者越有利。

此外，收益互换型产品在接近阈值时，若触发阈值将提升子份额的财务杠杆系数，在市场预期看好背景下该份额或将因触发阈值而得益，从而导致估值（溢价率）上升。存在下折的 B 份额在接近下折时，通常因财务杠杆系数较高而存在较高溢价，但分级基金折算以净值为基础，折算结束财务杠杆系数将重新调整为份额杠杆，这将导致 B 份额财务杠杆系数向下跃迁，从而对投资者不利；存在上折的 B 份额满足了投资者及时落袋为安的心理，且上折有助于 B 份额杠杆的稳定，该类 B 份额一般会获得更高的估值；定期折算和封闭期满的分级基金，B 份额市场价格通常将逐渐靠近其净值；定期半开放分级基金的 A 份额一般不上市交易，此时 B 份额的市场估值往往取决于同期债券市场收益率水平，当债券市场收益率水平提升时，B 份额实际融资成本抬升，估值下降，反之估值上升。

市场情绪波动和交易成本将干扰 B 份额投资者的实际投资收益率。例如，当市场情绪悲观时，B 份额吸引力下滑，价格可能较净值加速下跌；当市场情绪转向乐观，B 份额吸引力上升，价格可能较净值加速上涨；而当市场情绪与市场走势背离时，B 份额价格和净值走势也可能会出现背离。另外，部分分级基金 B 份额的交易活跃度不高，投资该类份额不得面临较大的流动性冲击，因此，在同等条件下投资者应当优先

选择上市规模较大、二级市场交易活跃的 B 份额，回避上市规模较低、二级市场交易冷淡的品种。

分级基金的套利

开放式分级基金基础份额可以与约定比例的 A、B 份额等净值相互转换，这便为分级基金带来类似 LOF 的配对套利机会。

具体而言，开放式分级基金 A、B 份额溢价水平存在互补，两者二级市场价格按比例折算成的基础份额单位份额价格通常绕着的基础份额单位份额净值小幅波动，但供求关系往往会导致基础份额价格较净值出现较大偏离，从而给投资者带来溢价套利机会和折价套利机会。

当基础份额出现较大幅度溢价时，投资者可以在一级市场申购基础份额，转入场内拆分并卖出。套利程序可简化为申购→拆分→卖出三个步骤。由于 T 日申购份额，T+3 日才可拆分卖出，期间投资者可能面临基金投资回报和市场波动风险。

当基础份额出现较大幅度折价时，投资者可以同时按配对比例买入 A、B 份额，合并为基础份额转出场外并赎回。套利程序可简化为买入→合并→赎回三个步骤。T 日买入的份额，T+2 日可申请赎回，期间投资者可能面临母基金在此期间的投资风险。

在上述套利中，基础份额出现较大幅度溢价或折价是套利的前提，折溢价幅度的大小决定了套利空间的大小。但套利过程需要承担一定成本，如申购费、赎回费、二级市场交易佣金和过户费。一般而言，开放式分级基金的溢价套利成本大致在 0.7% 左右、折价套利的成本超过 1.3%。由于 A 类份额一般成交不活跃，套利过程中可能遇到较大的流动性冲击，因此，通常配对套利仅适合小额资金参与。

配对套利程序需要一定时滞，期间基金投资收益的变化、二级市场价格的波动均套利的成功与否造成威胁。因此，投资者可以选择 T+0 的套利模式，具体操作上，就是投资者将资金分为三等分，长期持有 1 等分开放式分级基金场内基础份额、1 等分对应 A、B 份额和 1 等分现金，当溢价套利空间出现，投资者同时实施以下操作：申请申购 1 等分基础份额，拆分 1 等分基础份额，卖出一等分对应 A、B 份额，实现 T+0 套利。当折价套利空间出现，投资者同时实施以下操作：买入一等分 A、B 份额，合并 A、B 份额，赎回 1 等分基础份额。但 T+0 套利使得投资者不得不将三分之二的资金用于长期持有分级基金，因此将长期面临分级基金本身的运作风险。

配对套利机制为分级基金提供了平抑整体折溢价的机制，因此，对于 B 份额的投资者而言，过高的溢价买入可能面临溢价套利资金的冲击，从而额外增加投资风险，跟踪标的市值较大的分级基金（如跟踪宽基指数的分级基金）相应投资风险将尤为明显。但另一方面，溢价套利将推动资金迅速流入分级基金所投资的版块，如果分级基金所跟踪的版块总市值较小，这些资金将有望显著推动该板块价格抬升，从而有利于母基金净值表现，导致 B 份额获得更高的价格上涨。换言之，在上涨环境中，跟踪小版块的分级基金 B 份额价格通常将在溢价套利资金的推动下获得更高的涨幅。

分析师承诺

分析师 刘亦千

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

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，不保证该信息未经任何更新，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证券买卖的出价或询价。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。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。