

基金研究报告

2013年12月26日

审慎透明风险控，多空对决门槛高**——《多空分级基金产品注册指引》解读**

中国银河证券基金研究中心 方童根 ☎: (8610) 8357 4540 ✉: fangtonggen@chinastock.com.cn

证监会发布《多空分级基金产品注册指引》，我们做以下解读：

1、明确了多空分级基金的运作模式，多空分级基金应采用合并募集并分拆方式，子份额上市交易。这与传统的股票型分级基金的运作方式相同。

2、明确了多空分级基金的多份额和空份额的定义。

“多空分级基金的基础份额称为母基金份额，预期收益变动方向与母基金份额净值（或标的指数）变动方向相同的子份额称为多份额，预期收益变动方向与母基金份额净值（或标的指数）变动方向相反的子份额称为空份额。”

这种定义适用于约定收益端收益挂钩母基金业绩的产品设计方案。对于约定收益端收益不挂钩母基金业绩的方案，这种定义有一定的局限性，比如母基金为货币型基金，约定收益端业绩挂钩-1倍沪深300指数业绩设计方案，很难保证子基金份额的某一端预期收益始终与母基金保持一致。

3、明确多空分级基金的设计应高度透明。这符合一贯的投资人对高风险产品的要求。相对而言，母基金采用被动型的投资策略是比较理想的选择。

4、限制多空分级基金两类子份额的初始杠杆率应不超过2倍。对于空份额业绩挂钩-1倍母基金收益的产品，为了达到多份额初始杠杆不超过2倍，份额配比应满足10份母基金份额中，空份额的份数不超过3.3份。

我们可以给出更一般的杠杆和份额配比要求的计算公式。如果空份额的收益挂钩d倍（负数倍，|d|不超过2）母基金份额的业绩，10份母基金份额中空份额的份数为X，为了满足初始杠杆（多份额）不超过2倍，应满足下面的条件

$$X \cdot (2-d) \leq 10$$

指引中明确了杠杆的计算公式，“子份额的实际杠杆率是指，子份额参考净值变化率的绝对值除以母基金份额净值（或标的指数）变化率的绝对值”，显然以往的利用净值对股债模式分级基金的杠杆初略估计方式不再能够应用到多空分级基金上。此时的多份额的杠杆可由下式计算

$$L = (10/Y) \cdot (1 - 0.1 \cdot d \cdot X)$$

其中，Y表示10份母基金中多份额的份额数， $X+Y=10$ 。

5、明确了多空分级基金的折算方式，“折算时，应采用两类子份额之间的差额部分折算为母基金份额并自动赎回等方式，避免参与折算部分子份额的风险收益特征在折算后发生剧烈变化”。当然，在这种折算方式下，子基金份额的折溢价可能永远存在，但这并不妨碍我们对多空分级基金的估值，我们一直认为对于永续的分级产品，折溢价并不是一个有效的判断分级基金投资价值的指标。

另外，在定期折算的设计上，限制了时间间隔应在三个月以上，这在一定程度上降低了频繁折算可能带来的运营风险。

6、提高了多空分级基金的投资门槛。指引中要求投资者首次买入多空分级基金子份额时，其证券账户内资产应不低于 50 万元人民币。对于从事多空分级基金套利交易，对投资人的要求更高，“母基金分拆为两类子份额或两类子份额合并为母基金时，分拆或合并的母基金不得低于 50 万份”。

7、指引第十三条提到“其他具有金融衍生品特征的创新型基金”，这为分级基金或者杠杆 ETF 的创新预留了空间。

关于多空分级基金的定价、估值方面的更多内容，可参考我们的报告《股票型分级基金定价》、《多空分级基金价格敏感性分析》等报告。

执业说明：

- 1、请区分基金研究与基金评价两大业务。
- 2、我司基金研究业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金研究业务遵守中国证监会的证券公司研究业务、研究报告发布管理办法和投资顾问业务管理办法等有关规定。
- 3、我司基金评价业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金评价业务遵守中国证监会的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和中国证券业协会的《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》的有关规定。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 基金研究中心
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn
中国银河证券基金研究评价网址：<http://fund.chinastock.com.cn>