

近期分级债基投资机会简析

基金研究中心分析师：宋楠 （：（8610）6656 8327 *：songnan @chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511060001

近期银华等权重 90 分级触发不定期折算，引发了市场对于分级基金的新一轮热议和追捧。股票分级由其各具特色的条款而带来了诱人的投资空间，而其实债券分级基金也具备一定投资机会。由于债券分级基金产品设计更加简单明了，且固定收益品种本身收益相对更稳定的特征，使得债券分级的投资确定性更高。本文将从两个投资逻辑简析目前部分债券分级基金所蕴含的投资机会。

一、持有到期策略

从分级基金类型和条款设计上看，债券型分级基金远比股票型分级设计更加简单。目前市场中共有 22 只分级债基（按主代码统计），其中 21 只已上市交易。按照产品运作方式来分类，分级债基大致可分成三类。早期成立的几只分级债属于第一类，其母基金、A/B 份额在分级期内均封闭，A/B 同时上市交易；第二类为半开放式分级债基，即 B 封闭、A 定期开放，仅 B 上市，这类占据了现在分级债基的主导；第三类为类似现在大多股票分级的模式，即永续存在，没有固定的运作期限，运作期内 A/B 同时上市，母基金可以申赎，有配对转换机制，这类债基目前只有三只。除此之外，按照 A 的约定收益是否调整、是否有折算条款等，即使是同一类基金中，各只分级份额二级市场价格表现也可能大相径庭。

由于当前绝大部分分级债基均均有固定到期期限，理论上临近到期日时，套利交易会使得上市基金份额的价格向净值靠拢。因此对于具有固定期限的分级债基上市份额，我们就有了持有到期策略。持有到期策略主要是假设以一定二级市场价格（通常假设是当前价格）购入基金份额，持有到期时按净值卖出/赎回，其间的收益率若能为投资者所接受，则该策略成立。因此，该策略方法的关键在于对到期时基金净值的预测。而债券型基金由于价格波动较小，其收益率往往较大概率会落在一个相对固定的区间内。若按照该区间值计算出的持有期收益率可接受，则该基金可以采用持有到期策略进行投资，且确定性较高。

我们选择富国汇利和大成景丰测算其持有到期收益率。选择这两只基金因为其 A/B 份额均封闭式运作、封闭期内 A 约定收益不变且无定期折算。这样的产品设计使得 A 份额到期净值明确，而 B 的到期净值也仅受母基金的净值这一个变量的影响，预测准确性较高。

根据 2004 至 2011 年开放式债券型基金净值增长率，我们假设富国汇利和大成景丰至到期日前母基金的年净值增长率区间为【-3%，11%】。我们以 9 月 5 日为定价日，以定价当日两只基金母基金净值为基础、按照到期日前-3%-11%的净值增长率可计算出子基金到期时的净值区间（见表 2、3）。

对于富国汇利 B，若以定价日 1.19 买入，到期时母基金净值增长率若低于 2%，则持有 B 到期会亏损；若母基金净值增长率在 4%以上，则 B 持有到期可获得 6.55%以上的年化收益率。

而对大成景丰 B，若以定价日 0.773 的价格买入，到期时母基金净值增长率若能达到 4%以上，则持有 B 到期可获得 11.21%的年化收益率。然而需警惕的是，大成景丰为二级债基，其价格波动可能较富国汇利更大，不确定性也更大。

表 1 历年债券型基金平均净值增长率

长期标准债券型基金				普通债券型基金(一级)			普通债券型基金(二级)		
	应统计基金数量(只)	参与平均净值计算基金数量(只)	净值增长率平均值(%)	应统计基金数量(只)	参与平均净值计算基金数量(只)	净值增长率平均值(%)	应统计基金数量(只)	参与平均净值计算基金数量(只)	净值增长率平均值(%)
2011	7	5	1.22%	85	65	-2.83%	96	64	-3.79%
2010	5	5	3.38%	67	63	8.14%	71	53	6.36%
2009	5	3	1.71%	64	35	4.73%	53	24	5.83%
2008	3	3	8.42%	45	18	8.00%	33	4	-0.13%
2007	4	3	16.62%	18	11	17.78%	7	3	35.83%
2006	4	3	6.90%	11	7	15.67%	3	2	32.89%
2005	3	2	8.36%	8	7	8.92%	2	2	12.19%
2004	2	2	0.31%	8	5	-2.53%	2	1	-5.31%

数据来源：中国银河证券基金研究中心

表 2 富国汇利债券 B 到期日净值敏感性份额

买入价格	B 到期收益率										
	母基金预期年化收益率										
	-3.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%
0.85	18.53%	27.28%	31.65%	36.02%	40.39%	44.76%	49.13%	53.49%	62.22%	70.93%	79.65%
0.88	14.54%	22.99%	27.21%	31.44%	35.66%	39.88%	44.10%	48.31%	56.74%	65.17%	73.59%
0.91	10.80%	18.98%	23.06%	27.15%	31.23%	35.32%	39.40%	43.48%	51.63%	59.78%	67.93%
0.94	7.30%	15.22%	19.18%	23.13%	27.09%	31.04%	35.00%	38.95%	46.84%	54.74%	62.63%
0.97	4.02%	11.70%	15.53%	19.37%	23.20%	27.03%	30.86%	34.69%	42.35%	50.00%	57.65%
1.00	0.93%	8.38%	12.10%	15.82%	19.54%	23.26%	26.98%	30.70%	38.13%	45.55%	52.97%
1.03	-1.98%	5.26%	8.87%	12.49%	16.10%	19.71%	23.32%	26.93%	34.15%	41.36%	48.56%
1.06	-4.72%	2.31%	5.82%	9.34%	12.85%	16.36%	19.87%	23.38%	30.39%	37.40%	44.40%
1.09	-7.32%	-0.48%	2.94%	6.36%	9.78%	13.19%	16.60%	20.02%	26.84%	33.66%	40.47%
1.12	-9.77%	-3.11%	0.21%	3.54%	6.87%	10.19%	13.51%	16.84%	23.48%	30.12%	36.75%
1.16	-12.85%	-6.42%	-3.20%	0.01%	3.22%	6.43%	9.64%	12.85%	19.27%	25.68%	32.08%
1.19	-15.31%	-9.05%	-5.93%	-2.81%	0.31%	3.43%	6.55%	9.67%	15.91%	22.14%	28.36%
1.21	-16.41%	-10.24%	-7.16%	-4.08%	-1.00%	2.08%	5.16%	8.24%	14.39%	20.54%	26.68%
1.24	-18.41%	-12.39%	-9.38%	-6.38%	-3.37%	-0.36%	2.64%	5.65%	11.65%	17.65%	23.65%

数据来源：中国银河证券基金研究中心

表 3 大成景丰债券 B 到期日净值敏感性份额

买入价格	B 到期收益率										
	母基金预期年化收益率										
	-3.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%
0.56	-0.18%	11.48%	17.26%	23.01%	28.73%	34.42%	40.09%	45.73%	56.95%	68.08%	79.14%

0.61	-7.60%	3.19%	8.54%	13.86%	19.15%	24.43%	29.67%	34.90%	45.28%	55.59%	65.82%
0.66	-13.95%	-3.90%	1.08%	6.04%	10.97%	15.88%	20.76%	25.63%	35.30%	44.90%	54.43%
0.723	-20.76%	-11.50%	-6.91%	-2.35%	2.19%	6.71%	11.21%	15.70%	24.60%	33.44%	42.22%
0.75	-23.34%	-14.38%	-9.94%	-5.53%	-1.14%	3.24%	7.59%	11.93%	20.54%	29.09%	37.58%
0.81	-28.49%	-20.13%	-15.99%	-11.87%	-7.78%	-3.70%	0.36%	4.41%	12.44%	20.42%	28.34%
0.86	-32.25%	-24.34%	-20.42%	-16.52%	-12.63%	-8.77%	-4.92%	-1.09%	6.52%	14.08%	21.58%
0.91	-35.63%	-28.11%	-24.38%	-20.67%	-16.98%	-13.31%	-9.66%	-6.02%	1.22%	8.40%	15.53%
0.96	-38.66%	-31.50%	-27.95%	-24.41%	-20.90%	-17.40%	-13.92%	-10.45%	-3.56%	3.29%	10.08%
1.01	-41.41%	-34.57%	-31.18%	-27.80%	-24.45%	-21.10%	-17.78%	-14.46%	-7.88%	-1.35%	5.14%
1.06	-43.92%	-37.36%	-34.12%	-30.89%	-27.67%	-24.47%	-21.29%	-18.12%	-11.81%	-5.56%	0.65%
1.11	-46.20%	-39.92%	-36.80%	-33.71%	-30.62%	-27.55%	-24.50%	-21.46%	-15.41%	-9.41%	-3.45%
1.16	-48.30%	-42.26%	-39.27%	-36.29%	-33.33%	-30.38%	-27.45%	-24.52%	-18.71%	-12.95%	-7.22%

数据来源：中国银河证券基金研究中心

二、降息中的短期机会

封闭式分级债 B 中有三只基金近期二级市场表现突出，折价率迅速收敛，目前甚至大幅溢价交易。这三只基金为诺德双翼 B、金鹰持久回报 B 和信诚双盈 B。截止至 8 月末其分别溢价 18.82%、37.13% 和 1.02%。为目前封闭式分级 B 中仅有的三只溢价交易的基金。究其原因，这三只基金分别成立于今年 2-4 月，每半年打开并调整 A 约定收益。在 6、7 月的两次降息时，这三只基金均处于封闭期，而其分别在 8-10 月第一次打开并调整约定收益。在开放期时，这三只基金 A 约定收益将按照降息后的标准执行，即在下个运作周期，A 约定收益均将下降。不利于 A，然而利于 B。因此临近开放日，这三只基金折价率迅速收敛直至目前的溢价状态。其中诺德双翼 B 已于 8 月开放，该基金溢价亦从 7 月底的 40% 逐步回落至 8 月底的 18%。鉴于同样逻辑，我们推荐关注富国天盈 B 和信达澳银稳定增利 B。这两只分别将于 11 月打开申赎，开放期内其同样将下调 A 的约定收益。我们预计随着这两只基金开放期的临近，其 B 级份额的折价率也将出现一个快速收敛的过程。

图 1 分级债 B 8 月平均溢价交易

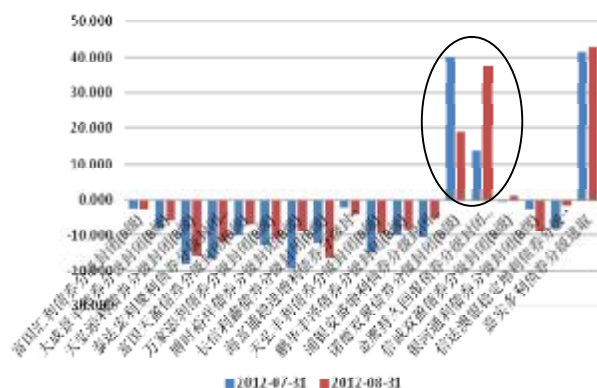
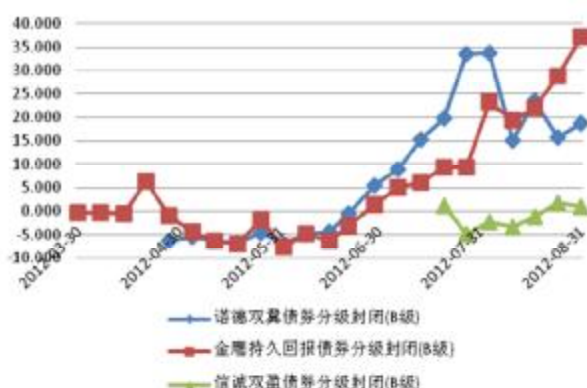


图 2 近期诺德双翼等三只分级债 B 折价率迅速收敛



数据来源：中国银河证券基金研究中心

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

宋楠，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

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>