

# 郑旭：壮大投资者群体 打破分基发展瓶颈

□本报记者 杨光 曹乘瑜

自2007年7月17日首只分级基金诞生,这一产品类型即受到市场欢迎,并以其多样化的创新特色和快速成长备受投资者瞩目。然而,“花季”过后,分级基金的发展进入瓶颈期,尽管面临基础市场上涨,许多分级基金的杠杆却逐渐消失,并陷入规模越来越小的困局。

在银华基金总经理助理郑旭看来,分级基金发展陷入瓶颈,根本原因是投资者群体规模不够大。郑旭认为,扩大投资者群体的方式不在于通过做市商提高流动性管理,而是应该培育新的投资者。当然,这需要基金公司从投资者的需求着手进行投资者教育,并不断开发新的产品,满足投资者更加多元化和细分化的需求。

## 杠基因局： 杠杆失灵与越涨越缩

分级基金以多种标的和多种差异化条款为投资者提供了丰富的加杠杆做多的工具选择。然而,分级基金市场的发展并非一帆风顺,从2012年底至今,市场经历了两轮上涨,分级基金却遭遇“杠杆失灵”与“越涨越缩”的困境。在分级基金中,马太效应显现,“贫富差距”越来越大,截至2013年6月30日,规模最大的银华深证100达到249亿份,资产规模为176亿元;而最小的分级基金份额规模接近0.25亿份,资产规模仅有0.23亿元。

**中国证券报：你如何看待分级基金目前的困境？**

**郑旭：**近年来基础市场的表现乏善可陈是主要原因之一,而直接原因是B级份额退出渠道不畅造成的卖压过重。B级份额总市值增加到一定程度之后,杠杆投资者仓位基本饱和,买盘减少,B级份额价格上涨放缓,相对标的指数杠杆效应逐渐弱化,导致B级份额失去吸引力。B级份额投资者开始离场。B级份额投资者离场有两种选择:一种是先在二级市场买入A级份额,与原已持有的B级份额配对转换为母基金份额后再赎回;另一种是直接二级市场卖出B级份额。其中,当分级基金处于整体折价状态下选择配对赎回对B级份额投资者而言是非常有利的退出方式,凸显了配对转换退出的渠道价值;但同时A级份额持有人“惜售”(A份额换手率远低于B份额),A、B级份额换手率不匹配,B级份额持有人难以通过配对转换的方式退出,大部分只能依靠二级市场卖出的方式退出,B级投资者退出担忧增加,于是,“杠杆失灵”和整体折价的状态持续存在。由于卖压持续存在,造成折价持续存在。最终,A级份额被不断收集用于配对退出和反向套利,导致场内子份额持续缩水,市场规模越做越小。

可见,份额缩水的根本原因依然是杠杆投资者规模不够大,A级份额的定价纠错过程成为催化剂,而整体持续折价成为赎回“保护伞”,造成部分分级基金规模不断缩小。

**中国证券报：流动性对分级基金来说尤其重要,而目前做市商制度的引入似乎也未未能破解分级基金的流动性困局。**

**郑旭：**做市商对于分级基金流动性的提供(特别是在分级基金上市初期)的确具有非常积极的作用,但这并不是解决分级基金流动性问题的灵丹妙药,更不是唯一途径。从根本上讲,分级基金的流动性好坏取决于以下三方面:首先,在产品标的指数的选择上需要精挑细选。其中很重要的一点是标的指数的样本空间过宽或过窄均不宜。目前来看,基于宽基指数的分级基金数量不少,市场容量基本饱和,不宜过多推出此类产品,但是也不能将标的指数定位于过于细分的板块,否则投资者需求有限,对基金规模扩大和基金流动性提高都不利。此外,分级基金是否具有长远的生命力,很



重要的一点是标的指数本身是否具有长期投资价值。如果标的指数所表征的市场持续低迷,母基金份额和B级份额都会失去吸引力,进而导致产品流动性不足。

其次,在分级机制的设计上需要注意兼顾各类份额。分级基金的A、B级份额之间存在类似于自然界的“共生关系”,二者在一个矛盾的共同体内并存,互相以对方的生存发展为自己生存发展的前提条件,过于偏向某一类份额的产品设计容易导致整个产品的不可持续发展。

最后,加强投资者教育、不断寻找和培育适当的投资者群体,扩大分级基金的投资者规模是提高分级基金流动性的必要而可持续的途径。供给并不必然产生需求,基金公司需要充分向投资者讲解分级基金的产品特性,才有可能逐渐赢得投资者的认可。实际上,仅控制好跟踪误差和被动提供流动性是远远不够的,直接做规模管理也有可能是徒劳的,投资者教育或许将成为成功的关键。

## 突围： 从需求端入手再造生命力

作为国内分级基金领域的开拓者,银华基金在分级基金领域有自己的想法。郑旭认为,流动性、投资者教育、产品的细分,是再造分级基金生命力的三个抓手。

**中国证券报：如何扩大分级基金这种工具性品种的投资群体？**

**郑旭：**首先是明确分级基金的主要销售渠道。因为交易型工具存在于场内,其客户群体必然是以券商渠道为主,所以,培育分级基金的客户群体应以券商为主要渠道,同时也要辅以银行、直销等多种渠道。

其次,重视分级基金的持续营销。对于分级基金这种工具型产品而言,不宜盲目追求首发规模,尤其是具有“水分”的首发规模,而应坚持不懈地进行持续营销,通过多种方式、多种媒介加强投资者教育工作,不断培养更多的投资者了解和使用工具。投资者只有清晰地了解了投

资工具的特点和规律,才会产生投资的兴趣。在市场机会来临或分级基金面临下拆时,适时加强持续营销效果明显。随着投资者对分级基金产品特性的日益熟悉,在工具的运用上日渐得心应手,并且获得了理想的投资回报,其客户黏性会越来越强,这会进一步扩大分级基金规模、增强产品流动性,进一步拓展分级基金的生命力。

最后,要进一步扩大分级基金的潜在投资群体。要实现这一点,除了加强投资者教育工作,基金公司还应该进一步深挖客户的需求,提供更加多样化的产品,以满足投资者更加细分化、差异化的需求。目前市场上分级基金产品数量不少,但实际上同质性较高,投资者在面对众多类似的产品时,必然选择自己了解程度最高、流动性最好的产品,因此基金公司继续开发类似的产品意义不大。基于这一认识,我司开发了银华中证转债指数增强分级基金,将分级机制和可转债这一投资品种结合起来。可转债具有不同于股票和债券的独特属性,因此基于可转债开发的分级基金也具有完全不同于分级股基和分级债基的新属性,我们认为这些新属性会满足投资者的细分化需求。

**中国证券报：分级基金的创新突破点在哪里？**

**郑旭：**分级基金下一步的创新突破点是从投资者的需求入手开发细分产品。目前,从产品的标的指数来看,分级基金已经从开始的宽基指数发展到行业细分领域,未来的分级基金还将沿着不断细分和多元化的趋势继续发展。

## 银华转债： 股债通吃 分基新龙头

2013年8月15日,银华中证转债指数增强分级基金成立,这是国内第一只以可转债为主要投资标的的分级基金,凭借转债的特性成功地横跨股市和债市,是银华基金在分级基金领域的又一次创新和尝试。

数据显示,从9月9日到9月11日,银华中证转债B累计涨幅达到13%,涨幅远超杠杆债基和杠杆股基,甚至超过了杠杆股基龙头银华锐进的同期累计涨幅,成交量也从上市之初的1亿元增加到3亿元。

**中国证券报：银华中证转债指数增强分级基金的主要特点有哪些？**

**郑旭：**中证可转债指数使得该基金具备进可攻、退可守的特点。可转换债券兼具债权和股票期权两种特性,在股票市场上扬时,呈现出转股溢价率收缩、纯债溢价率扩张的态势,转债和正股波动越来越同步,比普通债券有更高的收益;在股票市场上下跌时,能获得持有债券至到期的收益,比之正股有效控制了下行风险。

根据海通证券数据,从2004年1月1日到2013年6月14日,指数的累计收益高达156.09%。比沪深300指数高出53.80个百分点,比中债总财富指数高出130.91个百分点。但波动幅度显著低于股票指数,年化夏普比率为0.42,比同期沪深300指数和中债总财富指数都高出1倍以上。

另外,中证转债指数成分券中,银行转债的比重较大,中行、工行、民生转债的比重接近50%,因此,当银行股上涨时,中证可转债指数也能有突出的表现。

**中国证券报：银华中证转债指数增强分级基金适合什么样的投资者？**

**郑旭：**该基金将场内母基金份额按照7:3的比例拆分成两类子份额,即“转债A份额”和“转债B份额”,相当于通过份额结构上的设计将转债中的纯债属性和期权属性剥离开来,为客户提供了三种具有不同风险收益特征的工具:母基金份额具有可转债的风险收益特征,适合需要进行资产配置或认可转债投资价值并希望获取转债市场平均收益的机构或个人投资者;银华转债B份额具有高风险、高预期收益的特征,且具有期权属性(不同于可分离交易可转债,银华转债B份额除了包含转股权这一期权外,还内含可回售条款、转股价向下修正条款等多项期权,其隐含价值更高),在特定条件下(如股市上涨,成分券转为相应的正股条件下),具有更强的弹性特征,堪比杠杆股基;由于转债A份额与转债B份额的份额配比为7:3,因此,该基金的初始杠杆倍数达到3.33倍,存续期内平均净值杠杆倍数远高于股票分级B份额杠杆倍数。因此,相比普通股票分级基金的B份额,银华转债B份额的初始杠杆更高,弹性更大,进攻性更强,适合具有较高的风险收益偏好、对证券市场有较深刻的理解、对转债市场走势有着良好的判断能力的机构或个人投资者。基金管理人还会根据指数增强策略适当进行指数增强投资,以进一步提升母基金收益及银华转债B份额收益。另外,在不定期折算规则中,该基金A份额的上阈值设计得较低,仅为1.5元,当基础市场上涨导致触发上阈值后,银华转债B份额的杠杆倍数立刻由随着净值上涨而下降至接近1.875倍的杠杆倍数迅速恢复至3.33倍的较高的初始杠杆倍数,使得银华转债B份额可以在产品存续期始终保持较高的杠杆倍数;转债A份额具有低风险、收益相对稳定的特征,适合保险公司、QFII等低风险偏好的机构投资者,以及追求资产稳定回报的个人投资者。

责编:鲁孝年  
美编:王春燕