

# 分级B之殇：杠杆的红与黑

□本报记者 叶斯琦

立秋已过，而盛夏的股市起落犹在眼前，财富版图的重新划分也时刻都在上演。即便如此，对于一位分级B投资者来说，下折时账面瞬间的大幅缩水，依然算得上是一笔高昂的学费。

不论是分级基金、融资，还是期货、期权等衍生工具，带杠杆都是一大特点。在杠杆的“魔力”下，今年以来，分级B的投资者既经历过上涨300%的喜悦，也承受过下跌90%的痛苦。

分析人士指出，杠杆的运用是金融市场发展的必然结果，能够提高金融效率、改善资金利用率、加快市场资源配置，从而更好地服务国民经济。不过，杠杆又是一把“双刃剑”，既可以为投资者带来成倍的收益，也可能令其损失不断扩大。投资者需要建立起一系列与之配套的措施，以确保杠杆使用过程中的安全性。



IC图片

## 分级B的下折阴影

相关信息还原了7月份基金市场的“惊险”一幕：

7月9日，已在此前17个交易日累计下挫32.11%的上证综指突然启动强势反弹，个股掀起涨停潮。此时，部分“杀红了眼”却抢不到筹码的资金，突然发现一片“洼地”——几组尚在日内低位的六位代码，随着资金大量“抄底”，这些本在低位徘徊的标的也大幅上涨，有些甚至被打至涨停板。结果，悲剧发生了。

“我的资产缩水了60%。”投资者王女士查阅自己的基金净值时不敢相信自己的眼睛。

其实，这些投资者购买的并不是普通股票，而是当自己确定下折的分级基金份额B。据统计，7月9日当天，有高达12只分级B集体确定下折，而在当日，这些本应不计成本卖出的标的，却被大量“抄底”买入。收盘数据显示，这些基金当日成交金额高达44.47亿元。而根据合约规定，已经触发下折的B份额就算飙升至涨停，也和当天买人的投资者全无关系。按照在次日缩水40%的保守估算，在下折之后至少已有18亿元资金“蒸发”。

据媒体报道，一位投资者在7月6日用800多万元买入某只可转债分级B，而7月9日登陆账户时发

现仅剩下60多万元，资产缩水幅度高达92.5%。这名投资者后来透露，7月6日，该分级B以涨停价开盘，又一路下跌至跌停，这让他觉得已砸出“黄金坑”，于是大胆买入，但他并不知道自己买入的分级B是“何方神圣”。

“至今我还没有弄清楚，为什么分级基金下折会给我带来这么大的损失。”王女士心有余悸，却仍如坠云里雾里。

南华期货研究所高级总监曹扬慧告诉记者，7月份分级B出现“下折潮”主要是由股市连续下跌所致。此前，由于股市牛气冲天，市场出现很多融资盘，分级基金也类似，实质就是“借钱炒股”。其中，A份额拿较稳定的固定收益，不承担风险；B份额承担所有风险，但当盈利时，除去A份额的固定收益，其他收益都归B份额。本轮股市下跌本身就是一个去杠杆的过程，在暴跌过程中基金份额不断缩水，不少B份额因此遭到下折。

用一种形象的说法，假设分级基金中，A份额是保守的小白，B份额是激进的小黑。他们分别拥有100万元本金。这时小黑借走了小白的100万元，总共有200万元入市炒股，并对小白承诺本金安全，每年还付5万

元利息。

所谓下折，是指当分级基金B份额的净值下跌到某个价格（比如0.25元）时，为了保护A份额持有人利益，基金公司按照合同约定对分级基金进行向下折算，折算完成后，A份额和B份额的净值重新回归初始净值1元，A份额持有人将获得母基金份额，B份额持有人的份额将按照一定比例缩减。

换句话说，如果小黑将账户中的200万元亏得只剩下125万元时，小白为了安全起见，可以按照约定将自己100万元中的75万元抽走。此时，账户总资产就从125万元变为50万元，其中小白和小黑各25万，二者的资金投入比例重回1:1。

其实，在2014年股市开启新一轮上涨时，分级基金曾大放异彩，甚至出现了不少涨幅超过300%的牛基。但是，刚刚过去的7月份又是分级基金史上最惨烈的一个月。分级基金产品问世以来，共发生25次“下折”，而其中的23次发生在今年7月。数据显示，截至7月底，115只分级基金A、B份额合计为2200亿份，比6月底减少1178亿份，份额规模缩水超千亿份，分级基金内交易市值因此急剧缩水。

## 杠杆的异与同

百倍。

在衍生品市场，杠杆的魅力已是司空见惯。例如，在期权这一收益非线性的、高杠杆的市场上，一个台湾出租车司机的财富故事就被广为传播。某年的端午节前，这位出租车司机以10万元台币（约2万人民币）买入深度虚值期权2000张。谁知端午节过后，现货市场突然发动一波涨势，即将到期的期权更是随之大涨，最终这位司机的期权头寸给他带来了2000万台币（约400万人民币）的财富，收益达200倍。

又比如2014年上半年，不论股市、债市，还是商品市场，波动率都明显收敛，很多基金不得不借助杠杆来放大收益率。

就杠杆而言，股票与期货等衍生品之间存在哪些区别？有分析人士认为，从杠杆本身看，衍生品与股票、基金并没有本质区别，杠杆这种类似无息融资的方式对所有市场都能起到提高效率、降低资金成本的作用。

不过，在曹扬慧看来，期货的杠杆是与生俱来的特性，与股票、基金的杠杆有所不同。股票、基金交易中如果使用杠杆，必须有相应资金，例如要进行100万元的股票交易，除了自有20万元之外，另外80万元必须是从其他地方借来的实实在在的钱，需要支付利息，属于融资范畴。而期货的杠杆是保证金交易，如果要进行100万元的期货交易，只需要付10万元的保证金，并不需要去借来另外的90万元。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇同时表示，期货和股票、基金不一样，期货是金融衍生品，而股票和基金属于金融基础产品，衍生品天生就具备杠杆效应，而基础产品加杠杆可能带来的风险相应攀升。其次，期货带杠杆的同时，配合梯度保证金制度、强平制度等配套的风控系统，但是股票和基金在风控方面落后于期货。从设计和制度上来看，期货工具本身的杠杆是其功能发挥的重要组成部分，基础金融产品可以参考期货的风控体系完善和控制过度杠杆。

## 杠杆的红与黑

人们甚至不会加以注意。而一旦氧气或信贷紧缺，那就成了头等危机。即使短暂的信贷危机也可能使企业崩溃。”

也正是基于此，伯克希尔·哈撒韦公司承诺，将始终保持最少100亿美元的现金储备，甚至通常都持有最少200亿美元现金。

不过，也有业内人士表示，杠杆并不是“坏孩子”。曹扬慧指出，衍生品只是一个中性工具，虽然带有杠杆，但是否要使用杠杆完全在于投资者自身的选择，说到底是投资者自身的风险控制问题，而不是工具的问题。

景川也表示，有杠杆未必就一定要用杠杆，或

者一定要用满杠杆。针对不同的市场状况以及不同的风险承受等级，自我调整衍生品杠杆才是正确的选择。

“杠杆就是一把‘双刃剑’，用得好可以取得很好效果，用得不好可能会伤及自身甚至整个市场。”程小勇说，从美国市场来看，2007年次贷危机，过度杠杆就是导致市场暴跌的主要元凶之一，而从国内市场来看，融资融券作为创新业务，其在活跃市场流动性，丰富投资策略和完善做空机制方面都有积极作用，但是如果规范，可能使得风险承受能力低的投资者大量参与，引发市场的剧烈风险。

## 衍生品工具仍待丰富

□本报记者 叶斯琦

由于在大波动中助涨助跌的原因，近期市场对衍生品褒贬不一。其实，衍生品只是一个中性工具，其根本目的并不在于投机，而在于提高市场效率，帮助市场趋向成熟。

以期货这一衍生品为例，价格发现和风险对冲是期货的两大基本功能。例如，通过基差定价进行交易的风险管理方式在英美等成熟市场国家已经得到广泛运用。所谓基差交易，是指按“某月份期货价格+基差”的模式为销售合同进行定价，贸易双方把价格波动转为更容易判断和操作的基差波动，运用期货将风险转移。

据悉，较普遍的基差定价产生于上世纪60年代，最早在新奥尔良港口订价中使用，后来逐渐推广到内陆各地。在发达国家，现货市场已形成一个完全套期保值的市场，包括农民、产地收购商、国内贸易商、出口商和进口商在内的所有现货市场参与者，都在期货市场参与套期保值。由于基差有明显的季节性，易于判断，通过转卖基差，贸易商的主要风险转变为对手信用风险，而不再直接承担价格风险，利润因此得到锁定。与国内期货的小众市场不同，在国外成熟市场中，几乎每个农场主都将运用期货当成家常便饭。

在风险对冲方面，2008年金融危机袭来之时，在铜这个国际化程度相当高的期货品种上，有不少的生产商和贸易商进行了套期保值操作，避免了严重的后果。

因此，继续发展衍生品有很强的必要性。从基础驱动力来看，金融衍生品的诞生都是源于市场的需求和基础产品不能满

足规避风险的市场主体的需求。如果只有现货市场，当风险来临时，市场情绪将无处宣泄，市场也没有其他工具可以对冲风险，此时现货市场的波动只会变得更加惨烈。而有了衍生品，市场可以有更多的投资渠道，可以有对冲风险的工具，将有利于金融市场整体稳定和发展。在这波股市下跌中，不少投资者便体会到用股指期货来对冲风险的重要性。

从金融创新和服务实体经济的角度来看，中国的金融衍生品并不发达，尚未能满足实体经济不断增长的金融支出需求，甚至还处于起步阶段，并不存在过度投机的问题。

当然，对于投资者而言，使用衍生品时，也要意识到其“双刃剑”的特点。如果使用好，衍生品可以充分服务实体经济，但如果用不好，则可能带来很大风险。如何使用好衍生品呢？首先，需要根据自身条件需要。衍生品一般带有一定杠杆，而杠杆要因需使用，与现金流做好高度匹配，选择合适的衍生品工具，特别是控制好杠杆倍数。其次，要注重工具之间的平衡，当金融工具丰富均衡时，如果某一工具发挥单向作用，有其他工具能够与之对冲制衡，市场就不会极端波动，例如股指期货的大合约和MINI合约、个股期权和股指期权相互均衡，有助于保障流动性的有效释放。

展望未来，期权这类重要的衍生品工具，可能取得重大发展。目前，期权市场尚且只有股票期权，没有股指期权和商品期权，未来有望逐步推出。此外，场外的互换类的衍生品工具推出需求也较为迫切。而随着资产证券化发展，信用违约互换（Credit Default Swap,CDS）之类的衍生品同样值得期待。

## “互联网+”促进大宗商品市场发展

□本报记者 叶斯琦

“2014年4月，一家规模化生产杏鲍菇的企业，需要使用一套价格几千万的高温杀菌蒸煮设备，我们平台为其提供了融资租赁资产的对接服务。最终，该企业回款正常，我们平台取得了较好的利润，也支持了农业产业化的发展。”谈及互联网理财平台对大宗商品的影响时，拾财贷创始人兼CEO郭龙欣表示。

随着技术快速发展，在首付、小贷等领域掀起一阵旋风之后，互联网金融进一步渗入大宗商品市场，给商品运作带来很大影响。以拾财贷为例，据记者了解，拾财贷通过“互联网+融资租赁”模式，以较低的成本促进实体经济相关资金供需方的匹配。其中，与民生、消费等关系紧密的、特别是社会刚需的项目，是融资租赁公司以及第三方理财平台所青睐的业务。

其实，通过第三方理财平台实现资金供需方的对接，只是互联网金融影响大宗商品的一个方面。在互联网金融的推动之下，大宗商品的交易模式也随之产生深刻变革。

业内人士介绍，以农产品、初级产品、工业原材料产品为代表的大宗商品，采用电子化交易方式的中远期交易，将逐渐成为一种主流的市场组织形式和交易方式。定位于现货市场的大宗商品交易市场允许探索，鼓励创新，多种交易模式并存，在互联网时代可以实现弯道超车。

目前就有不少重量级企业纷纷发力互联网金融，以新技术高效整合大宗交易供应链。招商银行副行长唐志宏就曾表示，在线供应链金融是近年来兴起的互联网金融新浪潮，能有效管理大宗商品的采购、仓

储、物流、销售等上下游产业链条，打通资金流、信息流、物流和服务流，建立敏捷的供应链，在经济下行的情况下最大程度降低企业运行成本。

以“互联网+钢铁”为例，2013年，上海钢银的钢铁现货交易平台项目正式启动，短短两年时间，已实现环渤海、长江三角洲、珠江三角洲地区全覆盖，并继续发力挺进华中。

上海钢联副总裁、上海钢银总经理白睿此前表示，钢银电商旨在为钢铁产业链提供全流程解决方案，打造集现货交易、仓储物流、在线融资、支付结算及配套服务于一体的“无缝钢铁交易平台”，目前已经全程参与了钢材产品寄售模式中的货物交易、货款支付、提货、二次结算等交易中的各种环节，其“互联网+钢铁”的模式已经取得了市场的认可。

北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越指出，互联网时代“跨界融合”的思想体现得淋漓尽致，互联网逐步渗透到传统行业，改变行业固有格局，重新塑造商业模式成为一种独特现象。

郭龙欣进一步指出，互联网不仅改变大宗商品市场，还将极大促进实体经济转型。在“互联网+”的推动下，社会经济生活正在发生巨大的变化，生产力和生产效率大幅提升。互联网的运作方式，改变了商品的生产、加工和流通等，改变了信息不对称的问题，这些特性意味着新的经济模式可能随之产生。

“互联网+大宗商品”行动计划将会改变大宗商品市场的商业模式和游戏规则，导致行业重新洗牌，打造大宗商品市场的升级版，助力我国大宗商品定价能力的提高。”胡俞越表示。