

关注部分基金定期折算机制引发的套利

□华泰联合基金研究中心 王群航 查理

从目前市场情况来看,一方面,由于年终将至,部分基金的定期折算机制即将启动;另一方面,由于基础市场行情较大幅度震荡,部分基金的不定期折算机制很有可能随时被触发。无论是哪一种方向份额折算机制的发生,都将会给相关的份额及其配对份额带来不同种类的风险与获利机会。

根据华泰联合基金研究中心统计,截至2011年12月16日,现有近半数分级基金产品属于上述主流模式。该部分基金之所以被定义为目前的主流模式,主要基于两方面原因:其一,产品设计上基本统一的要求;其二,二级市场上真实交易的情况。在主流模式的分级基金中,现有80%是做股票为主的基金,又可以被细分为指数型分级基金和股票型分级基金两类。若要认真分析这些基金,基本关注点在于以下方面。

低风险份额和高风险份额因为风险和收益特性不同,具有不同的净值计算规则。假设F为某种分级基金,A为低风险份额,B为高风险份额,低风险份额与高风险份额初始配比为m:n。

配对转换是指分级基金的基础份额与高风险份额、低风险份额之间的配对转换,包括分拆与合并两种方式。假设初始的低风险份额与高风险份额的比为m:n。分拆指基金份额持有人将其持有的(m+n)份基础份额的场内份额申请转换成m份高风险份额与n份低风险份额的行为;合并指基金份额持有人将其持有的m份高风险份额与n份低风险份额申请转换成(m+n)份基础份额的行为。配对转换机制为投资者提供了双向套利的机会,从而有效地控制整体折溢价率。

分级基金的净值和二级市场表现与杠杆之间关系

杠杆机制是分级基金中的最重要机制,为高风险偏好者提供获取杠杆收益的机会,填补了国内杠杆型产品的空白。杠杆分为初始杠杆和实际杠杆。初始杠杆是指基金募集完后基础份额与高风险份额之比。例如,若低风险:高风险=m:n,则初始杠杆值为(m+n)/n。实际杠杆是指在某个特定时间高风险份额净值增长率与基础份额净值增长率之比。若忽略高风险份额的融资成本,实际杠杆近似等于(m+n)份母基金净值与n份高风险份额净值之比。

从上述的实际杠杆的计算方式可以看出,影响实际杠杆的两个因素是初始杠杆的比例和基础份额和高风险份额的净值。在相同净值的条件下,若初始杠杆比例越大,则实际杠杆也越大,反之则越小;在相同的初始杠杆条件下,高风险份额净值下降时,实际杠杆变大,而高风险份额净值上升时,实际杠杆变小。如下图说明了上述关系。

二级市场表现和杠杆关系密切。从目前市场上看,高风险份额处于高的杠杆状态时,有更高的溢价率,由于配对转换机制的存在使得低风险份额具有更高的折价率。反之,若高风险份额处于低的杠杆状态时,则具有

更低的溢价率,低风险份额则有更低的折价率。新基金刚刚成立时,高、低风险份额的折溢价率通常会比较低,这是因为刚开始时净值变化不明显,杠杆并没有完全拉开。

折算发生时分基的各类份额风险和收益特征

折算机制包含定期折算和不定期折算两种方式。

(一)定期折算

定期折算是指分级基金一个周期后(一个会计年度、一个运作年度或多个运作年度)的第一个工作日按照某种规则对基础份额净值、高风险份额净值、低风险份额净值进行折算。一般情况下,定期折算会把低风险份额净值重新调整为1,收益部分转换为基础份额,投资者可以赎回收益部分。因此,定期折算可理解成低风险份额利润分配的方式。目前,市场上定期折算主要有如下三种折算方式。假设低风险A:高风险B=m:n。

方式(1):低风险份额保持不变,净值调整为1。高风险份额和净值均保持不变。基础份额F的净值按相应比例调整。经过上述折算后,低风险份额和基础份额超过折算后净值部分将全部折算为新的基础份额分配给投资者。

方式(2):三种份额净值全部折算为1。若高风险份额B的净值大于或者等于1,则高风险份额保持与折算前的数量不变,超过1的净值部分折算成基础份额。若高风险份额B的净值小于1,则按比例缩小份额数量,同时按照初始杠杆比例调整低风险份额数量,多余净值部分折算为基础份额。

方式(3):高风险份额和低风险份额按各自份额净值与基础份额净值之比折算为基础份额,并且折算后将基础份额净值调整为1。折算完后,将场内的基础份额按照初始比例拆分成高风险份额和基础份额。

定期折算发生时,具有(1)类定期折算方式的分级基金低风险份额净值将面临归1折算,即把净值调整为1,超过1的部分将转换为基础份额后面临再投资风险。稳健投资者可将转换后的份额赎回。由于低风险份额收益较少,折算后对高风险份额收益的杠杆变化影响不大,因此折算对高风险份额折溢价率影响不大。

具有(2)类定期折算方式的国联安双禧则有所不同,若高风险份额净值很高,折算后将升高了杠杆。按照前面二级市场表现和杠杆之间关系的分析,高风险份额溢价有可能进一步升高,高风险份额的投资者具有交易机会。若高风险份额净值很低,折算后迅速降低了杠杆。尽管套利操作的风险较大,不能从本质上

消除折价率,但有可能随着时间的推移推移折溢价率会慢慢缩窄,从而低风险份额的投资者具有交易机会。

(二)不定期折算

不定期折算分为上拆和下拆两种方式。上拆是指当基础份额净值上涨到某个阈值时,将按照某种规则对基础份额净值、高风险份额净值、低风险份额净值进行折算。下拆是指当高风险份额净值下跌到某个阈值时,将按照某种规则对基础份额净值、高风险份额净值、低风险份额净值进行折算。目前,市场上不定期折算主要有如下三种折算方式。

方式(1):上拆:三类份额净值均调整为1,高风险份额数量保持不变,超过1的净值部分折算为基础份额。

下拆:三类份额净值均调整为1,高风险份额数量按折算比例缩小。按照初始的比例低风险份额数量作相应调整,多余净值部分转换为基础份额。

方式(2):上拆:低风险份额保持净值和份额不变,基础份额净值和高风险份额净值被调整为与低风险份额净值一样。超过调整后净值部分的高风险份额转换为场内基础份额。没有下拆。

方式(3):下拆:三类份额净值均调整为1,高风险份额数量按折算比例缩小。按照初始的比例低风险份额数量作相应调整,多余净值部分转换为基础份额。没有上拆。

当市场下跌时,通过下拆折算来降低杠杆倍率,防止高风险份额的净值快速下跌。

当市场上涨时,通过上拆折算来升高杠杆倍率,保证高风险份额净值的上涨速度。

当分级基金临近下拆折算边缘时,高风险份额杠杆处于极高状态,触碰阈值折算后杠杆迅速回到初始杠杆,则两类份额的折溢价率可能有所缩窄,此时低风险份额的投资者将具有交易机会。但需要注意的是,经过下拆折算后,低风险份额的多余份额将转换为基础份额,将面临再投资风险。高风险份额由于前期的过高溢价,短期买入投资者在折算后可能会面临较大的风险。

而上拆折算的风险和收益机会与下拆折算恰好相反。当分级基金临近上拆折算时,基础份额净值较大,高风险份额杠杆较小,两类份额的折溢价率都较小。执行上拆折算后,杠杆将会升高,高风险份额的溢价将有可能逐渐增大,而由于配对转换机制的存在,低风险份额的折价率或将会逐渐增大。因此,高风险投资者具有交易机会。值得注意的是,下拆机制执行后,杠杆的变化幅度将远比上拆机制执行后的变化幅度要大,所以下拆机制对投资者影响更大。

部分分级基金净值计算方式

基金名称	净值计算方式	低风险份额年基准收益率		运作模式
		定期存款利率	约定收益率	
申万深成	方式(1)	一年	3.00%	被动
银华深证100	方式(2)	一年	3.00%	被动
信诚中证500	方式(1)	一年	3.20%	被动
银华中证等权重90	方式(2)	一年	3.50%	被动
国联安双禧	方式(1)	一年	3.50%	被动
银华中证内地资源主题	方式(2)	一年	3.50%	被动
兴全合润	方式(3)			主动
建信双利	方式(1)	一年	3.50%	主动

数据来源:wind,华泰联合基金研究中心

部分分级基金折算方式

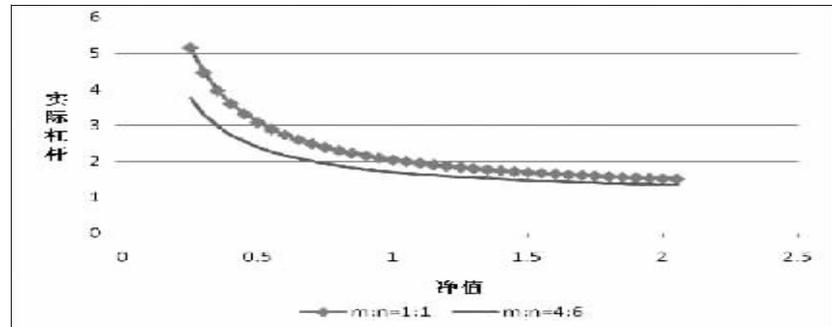
基金名称	成立时间	初始杠杆	不定期折算阈值		不定期折算方式	定期折算方式	定期折算周期
			上拆	下拆			
申万深成	2010/10/22	2	2.00		方式(2)	方式(1)	1个会计年
银华深证100	2010/05/07	2	2.00	0.25	方式(1)	方式(1)	1个会计年
信诚中证500	2010/02/11	1.67	2.00	0.25	方式(1)	方式(1)	1个运作年
银华中证等权重90	2011/03/17	2	2.00	0.25	方式(1)	方式(1)	1个会计年
国联安双禧	2010/04/16	1.67		0.15	方式(3)	方式(2)	3个运作年
银华中证内地资源主题	2011/12/8	1.67	2.50	0.25	方式(1)	方式(1)	1个会计年
兴全合润	2010/04/22	2		0.50	同定期折算	方式(3)	3个运作年
建信双利	2011/05/06	1.67	2.00	0.20	方式(1)	方式(1)	1个会计年

数据来源:wind,华泰联合基金研究中心

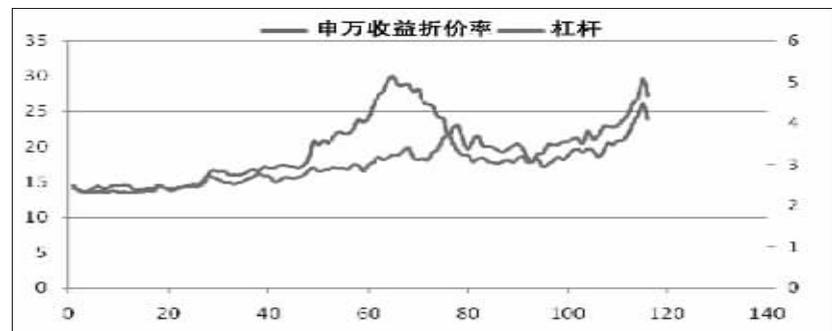
注1:兴全合润向下折算的阈值为母基金净值触发的条件,其他下拆折算阈值均为高风险份额净值的触发条件。

注2:上拆折算阈值为母基金净值触发的条件。

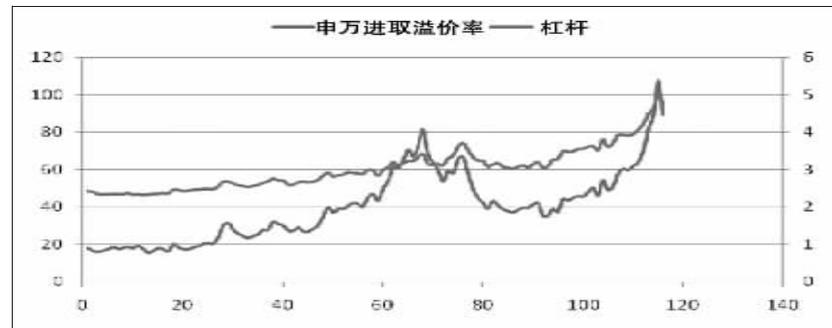
低风险份额净值为1.04,上拆为2下拆为0.25情形下的杠杆曲线



申万收益市场表现与杠杆关系



申万进取市场表现与杠杆关系



责编:张鹏 美编:王春燕