



金牛评委特约专栏

# 分级基金折算风险与收益并存

□银证证券 胡立峰

股票型分级基金是一类资产合并运作，收益按不同方式进行分配的基金。按收益分配方式的不同，分级基金一般分为低风险份额（或A级份额）和高风险份额（或B级份额）两级，低风险份额通常约定年收益率，一般为一年期定期银行存款利率加上一个固定值，该固定值通常在3%-4%之间，高风险份额承担分配低风险份额约定利率后的剩余损益。

作为一种杠杆型的投资工具，分级基金高风险份额的杠杆特性已经成为投资者交易杠杆份额的主要目的。当母基金份额净值上升时，高风险份额的杠杆会变小，而当母基金份额的净值下降时，高风险份额的杠杆会加大。为了保持分级基金的杠杆在一定合理的范围内，通常在母基金份额或者高风险份额净值达到一定的阈值时，设置折算条款，折算后A、B级份额的净值恢复到初始水平，B级份额的杠杆也恢复到初始水平。通常设计两种折算方式，一种为向上折算条款，一种为向下折算条款。

向上折算。一般在母基金份额净值达到2.000元时发生折算，如果A、B级份额的配对比例为1:1，此时B级份额的杠杆将降低到1.33倍左右，作为杠杆型投资工具的B级份额其杠杆特性逐渐消失，折算后则可以重新恢复初始杠

杆。同样如果A、B级份额的配对比例为1:1，则折算后B级份额的初始杠杆达到2倍，重新恢复其明显的杠杆特征。

向下折算。一般在B级份额的净值低至某一点时进行折算，较多的基金选择在0.250元。在B级份额净值处于较低位置时，B级份额的杠杆有很大的上升，比如A、B级份额配比按1:1，则在B级份额净值达到0.250元时，其杠杆将达到5倍左右，高杠杆可能会导致两种情况的发生：市场继续下跌，B级份额的高杠杆可能会导致其损失全部本金；另一种情况，B级份额的净值太低，可能会出现其不能向A级份额支付约定收益。因此为了避免以上情况的发生，设计了向下折算条款，在进行向下折算时，A、B级份额的净值恢复到1，B级份额的杠杆重新恢复到初始水平。以下我们简单介绍三只目前市场比较关注的股票型分级基金产品，并分析折算条款对各份额持有人的利弊。

银华中证等权重90指数分级基金向下折算点为银华鑫利净值达到0.250元。周四，银华基金公告银华鑫利已经触发向下折算条款。折算后，鑫利份额净值归1，份额相应降低，而金利保持和鑫利的配比1:1不变，超出的资产全部折算为母基金份额，母基金份额可以赎回。发生向下折算时，每一份金份的持有人，将有0.250元被折算成新的金份，而剩

下的0.796元部分将被折算成母基金份，投资者可以按净值赎回。目前分级基金的A级份额普遍折价，如果投资者提前按较大折价买入金份，发生折算时，每一份银华金利将有0.796元可以按净值获得收益，相当于投资者获取了购买时的折价收益，所以对提前较大折价持有A级份额的投资者而言，向下折算利好。相反，对B级份额持有人而言，折算后杠杆下降。通常分级基金的溢价率和杠杆有明显的正相关，杠杆越大，溢价率越高，折算后，鑫利杠杆下降，其溢价水平下降的可能性比较大，持有人将面临折价下降所带来的风险。

申万菱信深证成指指数分级基金不同于其它股票型分级基金，这是由于其没有向下折算条款，取而代之的是收益分配方式的重新调整。具体条款为，当申万进取份额跌破0.100元后，申万收益份额与申万进取份额暂时将各负盈亏，此时，申万收益份额持有人承担了比原来更多的投资风险。在申万进取份额净值接近0.100元时，申万进取份额杠杆大约为11倍，而当净值跌破0.100元时，其杠杆将突然消失，只有在申万进取份额净值重新恢复到0.100元时，杠杆特性才又恢复。目前申万进取份额净值为0.1270元，杠杆大约为9倍，高杠杆特性赋予了其巨大的溢价空间，此时投资者期

望通过其高杠杆获取反弹后的高额收益。对于持有申万进取的投资者而言，需要注意的是，在申万进取达到0.100元的临界点时，其杠杆特性会发生巨大的变化，申万进取的折溢价水平可能会脱离和当前杠杆的直接关系，而转为对市场行情和杠杆的预期有比较大的关系。

国联安双禧中证100指数分级基金为定期折算条款，其每运行满三年实行定期折算，折算方案为根据折算日双禧B净值是否大于1来确定折算方法。如果在定期折算日双禧B的净值小于1，折算后B级份额净值归1，份额相应减少，A级份额按4:6与B级份额配对，多余部分折算为母基金份。如果在折算日双禧B净值大幅低于1元，比如说0.63元，则在定期折算日（2013年4月16日）双禧B将有0.57元左右（估算：到期日双禧A的净值1.200元-0.630元）折算为母基金份，母基金份可以按净值赎回。因此对于折价持有双禧A的投资者而言，可以获得0.57元部分的折价收益。

股票型分级基金折算条款的不同设置，会造成不同份额持有人面临不同的风险和收益预期，投资者在做出投资决策之前，应仔细理解不同条款的设置，只有在准确分析其背后可能存在的风险和机会的情况下，才能做出正确的投资决策。

## ■全景扫描

一周开基

### 债基上周持续调整

上周上证指数报收2047.52点，周跌幅为2.13%。银河证券数据统计，307只标准股票型基金周净值平均下跌2.75%，142只标准指数型基金周净值平均下跌3.20%，43只偏股型基金（股票上限95%）平均下跌2.65%，66只灵活配置型基金（股票上限80%）净值平均下跌2.35%。债券基金上周持续调整。90只普通债券型基金（一级）上周净值下跌0.20%，102只普通债券型基金（二级）上周净值下跌0.38%。

307只标准股票型基金上周受市场影响全部下跌，其中鹏华价值优势股票（LOF）和东吴行业轮动股票分列两头，分别下跌0.28%和6.23%。142只标准指数型股票基金受指数影响全部下跌表现不佳，但跟踪中小板指数基金表现略优。其中国泰上证180金融ETF联接和银华中证内地资源主题指数分级分列两头，分别下跌0.37%和6.14%。债基方面，普通债券型基金（一级）基金表现不佳但分化不大，其中，中信稳定双利债券和诚信经典债债券（A类）表现最优，均上涨0.10%。（银证证券）

一周封基

### 股基折价率小幅收窄

上周封闭式基金股基表现不佳，封闭股基国泰估值进取封闭（进取份额）连续三周创出较大跌幅，上周跌幅达到15.40%。而随着债市持续牛皮市震荡，杠杆债基亦面临调整压力。截至2012年8月31日，纳入统计的25只封闭式普通股票型基金全部下跌，表现不佳。周净值平均下跌2.38%，平均价格下跌1.67%，平均折价率为9.67%，折价率小幅收窄，近几周呈现小幅震荡态势。从净值表现来看，国泰金泰封闭表现最好，周净值下跌0.01%。

纳入统计的31只封闭式普通债券型基金（一级）表现不佳，周净值下跌0.12%，其中，金鹰持久回报债券分级封闭，周净值上涨0.48%。价格方面，封闭式一级债基价格平均下跌0.25%，平均折价率2.59%，较前一周期微扩大。受市场影响创新封基方面表现不佳，周净值平均下跌3.07%。（银证证券）

一周ETF

### ETF连续四周净赎回

上周市场持续走低，上证综指周跌幅为2.13%。两市ETF连续第四周出现净赎回，上周总体净赎回10.713亿份。上周ETF场内交易方面近全线下跌。

上交所方面上周ETF总体净赎回3.819亿份，其中，上证50ETF上周净赎回0.78亿份，周成交额为14.97亿元。上证180ETF上周净赎回2.37亿份，周成交额为7.37亿元。华泰柏瑞沪深300ETF上周净赎回1.062亿份，周成交额为26.71亿元。

深交所方面上周ETF总体净赎回6.894亿份。其中，深证100ETF上周净赎回4.23亿份，期末份额为334.55亿份，周成交额为16.31亿元。嘉实沪深300ETF上周净赎回2.42亿份，期末份额为153.31亿份，周成交额为8.36亿元。（李菁菁）

### ETF融资余额接近十亿元

上周市场再度走低，交易所数据显示，截至8月30日，两市ETF总融资余额较前一周末再度提升近一成，达9.81亿元，两市ETF总融资余额为5892万份。

截至8月31日，沪市ETF总体周融资买入额为5.22亿元，周融券卖出量为5.37亿份，融资余额为7.59亿元，融券余额为1432万份。其中，上证50ETF融资余额达3.54亿元，融券余额为433万份；上证180ETF融资余额较前一周末提高近三成，达8937万元，融券余额为209万份。

截至8月30日，深市ETF总体周融资买入额为7175万元，融券卖出量为1.01亿份，融资余额为2.20亿元，融券余额为4427万份。其中，深证100ETF融资余额、融券余额分别为1.14亿元和2301万份。（李菁菁）

责编：李菁菁 美编：韩景丰

## ■操盘攻略

□海通证券 王广国

8月份的汇丰PMI从49.3%下滑至47.8%，无论是总量指标还是分项指标再一次显示当前经济下行压力较大。此外，公布的1-7月规模以上工业企业的销售毛利率和销售利润率均有所下降，工业增加值累计同比增速将继续下行、工业企业库存同比继续下降，需求疲弱将让主动去库存持续一段时间，经济企稳的迹象仍然模糊。

央行连续使用逆回购操作减弱存款准备金率降低的预期，货币政策放松预期落空。财政政策方面，地产调控政策的加强似乎是老生常谈，地方规划投资超7万亿似乎也是口号大于实际。而城乡大病医保新政、个人负担费用补偿比不低于50%的政策出台，则体现了政府保民生的政策导向，在传统政策保增长难度加大的情况下，保民生的政策出台显得尤为重要，有利于经济转型，有利于持续发展。

扩大内需首先要释放储蓄，释放储蓄首先要解决民生问题，保民生政策的导向将提供投资逻辑。未来市场缺少趋势性机会，建议本期国内指数型基金不做配置，以主动管理的基金为主，强势板块调整后，核心配置中盘蓝筹成长风格基金。

### 大类资产配置

我们对积极型、稳健型以及

保守型三类不同风险承受能力的投资者给予资产配置比例的建议。我们给予这三类投资者在权益类基金（包含股票、混合型基金以及交易型基金）一个配置比例区间，分别为积极型配置区间60%-100%；稳健型30%-80%，保守型10%-40%，权益类资产均衡配置比例分别为80%、55%和25%。当我们判断市场上涨概率较大时，我们会在权益类基金上配置较高的比例，反之则降低比例。

本期投资建议如下，标配权益类基金的配置比例，未来市场缺少趋势性机会，本期国内指数型基金不做配置，以主动管理的基金为主。积极型投资者可以配置80%的权益类基金。其中80%的主动型股票混合型基金，20%的债券型基金；稳健型投资者可以配置55%的权益类基金。其中配置55%的主动型股票混合型基金、25%的债券型基金、20%的货币市场基金；保守型投资者可以配置25%的权益类基金，其中主动型股票混合型基金25%、25%的债券型基金、50%的货币市场基金。

### 股混开基

强势板块调整后，建议核心配置中盘蓝筹成长风格基金，8月份基金持有的部分核心板块出现补跌。未来市场在保民生政策和经济转型相关政策出台下将使市场呈现结构性的机会，缺少趋势性机会，受益于民生改善和经济转型相

关主题的行业提供投资逻辑。因此，在经济确定见底之前，伴随着基金持有的核心板块的调整，中长期基金投资中我们仍然坚持穿越周期看成长的投资策略，保持对成长风格基金进行核心配置，选择持有逆周期行业较多的基金，重点配置持有医药、消费以及新兴产业个股较多的电子、信息技术等行业的基金。此外，主要投资美国市场的QDII基金例如国泰纳指100、广发纳指100可作为分散国内市场风险的配置品种。

### 债券基金

我们对之前的选基策略进行一定程度的调整，由于市场缺少趋势性机会，策略上对选股能力相对较弱的偏债型基金保持规避的态度。市场对于企业经营状况的担忧可能加剧，高等级信用债相对于中低评级品种来说安全系数更高，同时还能获取一定的票息收益，投资者可以选择一些重配高等级信用债的纯债型基金。考虑到未来货币政策放松步伐趋缓，资金利率可能维持在高位，同时9月末银行习惯性的揽存行为或将进一步推升资金成本，所以组合平均久期较短的产品将是更优的选择。此外，引入产品的历史业绩来作为对管理人个券选择及信用风险甄别能力的评价指标，选择管理固定收益类产品时间久且历史业绩优秀的基金经理管理的债券型基金。

### 货币基金

8月CPI回头的概率较高，同时宏观经济难见回升动力，久期偏短且以低风险债券为主要投资方向的货币型基金投资价值较高。投资者可以根据季报选择一些历史业绩较好，且组合剩余额偏短的货币型基金进行配置，前一标准用于评价基金经理的主动管理能力，后一标准则使基金在资金面趋紧时能够通过到期再投资的方式，及时使组合收益跟上市场收益。

### 本期推荐基金

| 基金类型    | 基金名称    | 基金经理   |
|---------|---------|--------|
| 股票混合型基金 | 中欧新动力   | 苟开红    |
|         | 上投行业轮动  | 冯刚     |
|         | 泰达红利先锋  | 梁辉     |
|         | 诺安灵活配置  | 夏俊杰    |
|         | 国泰金牛创新  | 范迪钊    |
|         | 交银成长    | 管华雨    |
|         | 建信核心精选  | 王新艳    |
|         | 嘉实优质企业  | 刘天君    |
| 开放式债券型  | 农银行业成长  | 曹剑飞    |
|         | 国富深化价值  | 张晓东    |
| 货币型     | 工银增强收益A | 杜海涛    |
|         | 中银增利    | 奚鹏洲 李建 |
| QDII基金  | 万家货币    | 孙驰 唐俊杰 |
|         | 海富货币A   | 张丽洁    |
|         | 国泰纳指100 | 崔涛     |