

抢B”游戏：无知者无畏

□本报记者 黄淑慧

当牛市迅疾而至，杠杆基金作为市场“急先锋”，在过去两周内上演了一出如同脱缰野马般的飙涨大戏。即便套利资金瞄准分级基金整体溢价的套利机会陆续入场，但在亢奋的市场情绪下，套利盘根本难以打压B份额的价格。截至12月5日收盘，仍有20只股票被动型分级基金的整体溢价率超过20%。

在多位基金研究人士看来，这或许将吸引更多的套利资金进场。如果本周市场出现震荡调整扰动了投资者对后市的预期，B份额投资者可能面临较大的风险。

“逆天”的套利盛宴

超出许多人的预期，在这波逼空式行情中，分级基金的套利收益率甚至高于直接在二级市场买入B份额。

一位投资者在社交群里分享了他的套利过程：12月2日以1.193价格申购鹏华地产母基金，12月5日分别卖出地产A和地产B。尽管12月5日地产B大幅震荡，当天收盘跌幅达6.18%，但最终这次套利还是收获了21.5%的收益率。

这个收益率水平远远高于直接买入地产B。若以收盘价计算，地产B从12月2日至12月5日的涨幅仅为7%。

类似的投资实战案例在各大投资论坛或者交流群里不胜枚举。风险相对较低的中性套利操作能在3个交易日赚到20%以上的收益率，被一些投资者惊呼为“逆天的印钞机节奏”。

在惊人的收益吸引下，自11月末以来，套利资金陆续入场，分级基金场内份额呈现激增态势，成交量随之急剧放大。并且，预计还有大量资金尚在套利途中，本周可能进行分拆从而进一步增加场内份额。

在好买基金研究中心研究员白岩看来，近期分级基金的高溢价率背后体现出的是套利投资者和趋势投资者的博弈。从理论上来讲，套利资金的涌入会迅速打压交易价格，使分级基金溢价收窄。不过，在近期狂飙突进的行情下，虽然套利资金大增，但由于B份额买盘意愿强烈，套利资金卖出的份额被无畏的后续资金接住，交易价格并未出现大幅回落，甚至继续抬升。

目前来看，分级基金整体的高溢价率仍将继续提供套利机会。WIND数据显示，截至12月5日，56只股票被动型分级基金中，整体溢价率高于10%的有37只，高于20%的有20只，银华沪深300分级基金的整体溢价率甚至高达34.9%。

不过，由于分级基金套利是在T日场内申购，T+3日卖出，因此溢价率并非“所见即所得”。在经历了多日不停歇的上涨之后，不少市场人士认为，本周市场可能暂告休整，不排除分级基金整体溢价率出现回落的可能，这将影响到套利收益率的实现。

并且，随着大量套利资金的蜂拥而入，快速增长的份额对于每日的抛售也构成巨大的考验，套利盘互相之间的“踩踏”也不无可能。根据华泰证券基金研究员王乐乐的观察，目前分级基金每日交易量约10%-20%为套利资金提供，但随着越来越多的投资者意识到套利的巨大收益，场内份额和抛压可能大幅增加，进而压低分级基金的整体溢价率。



IC图片

B份额的危险游戏

在过去的两周里，随着A股市场的持续发力，分级基金B份额整体进入疯狂状态，“抢B”无疑是快速赚钱的途径之一。只是，整体溢价非理性畸高也正在让买入B份额成为一场危险的游戏。

分级基金网数据显示，11月24日至12月5日这两周里，股票型分级基金B的价格涨幅均在28%以上，其中涨幅超过50%的有41只，超过100%的有5只。随着上涨行情的快速演进，分级基金频繁出现不定期向上折算。下半年以来，中欧盛世、富国军工、申万证券、鹏华非银以及信诚800金融分级等5只产品触发上折。上折之后，B份额杠杆重新恢复，进一步吸引了投资者参与。

不过，在这场盛市狂欢中，越来越多的业内人士发出提示，在

当前分级基金整体溢价率高企的情况下，高位买入杠杆基金的投资风险已经大于机会，投资者应注意回避。高溢价率的回落对于套利投资者而言或许只是投资收益的缩水或消失，但对于B份额的投资者而言，则可能是大幅亏损的风险。

对此，白岩分析表示，分级基金B份额目前确实存在一定的风险。B份额的高溢价率主要还是有较为强烈的上涨预期进行支撑，一旦这种上涨预期减弱甚至反转，其溢价一定会大幅收敛，届时即便其净值没有变化，价格也要下跌不少，令投资者蒙受损失。同时，随着套利资金的进入，B份额必然面临较大的抛压，而随着套利资金涌向B份额的规模扩大，由于一致预期更难形

成，想维持高溢价也更为困难。这些都令分级基金B份额面临较大风险。

华泰证券基金分析师王乐乐也认为，如果短期A股市场继续向好，在看涨预期推动下，不排除这种高溢价局面还会延续一段时间，但是溢价回归是迟早的事情，到时在上涨尾声阶段买入B份额的投资者将要承受较大的风险。

值得注意的是，由于市场对B份额的追捧已经接近疯狂状态，一些完全没有标的指数上涨基础的B份额也纷纷跟涨，更是加剧了市场的投机气氛。

“有一些冲进来买B的投资者可能连什么是分级基金都不了解，只是看什么涨得快就买什么。在大盘节节上涨的歌舞升平阶

段，自然是皆大欢喜，套利投资者和B份额投资者都赚到了钱，基金公司也扩大了规模。只是，一旦鼓点停了，谁来买单？”有业内人士发出了这样的警示。

而对于分级基金A份额而言，尽管在套利汹涌中被错杀，但是业内普遍认为目前还未到配置点。对此，中信证券基金研究员表示，溢价套利资金不断入场申购母份额分拆卖掉A、B份额套利，B份额强势表现短期压制了A份额价格，使得A份额快速下跌，部分A份额收益率已经达到7%。而当前，母份额溢价如此之高，套利资金短期料将不断入场对A的价格形成压制，只有等待母份额溢价消失甚至折价，A份额不再增加，才是最好的配置时点。

分级基金大扩容

在这轮分级基金涨停潮中，除了踏准市场节奏的投资者之外，基金公司也随着分级基金规模的扩大，充分享受到了这场市场盛宴，可谓“真正的赢家”。

由于高溢价吸引了套利资金陆续进场，创设出新的基金份额，市场低迷阶段一直存在的份额持续缩减现象被彻底逆转，热门基金的份额膨胀神话再度上演。以表现强劲的申万菱信证券分级为例，分级基金网数据显示，截至12月5日，其场内份额达到31.06亿份，较两周前增加了12.63亿份；信诚800金融分级的场内份额也达到了13.72亿份，较两周前增加了6.84亿份；鹏华中证800地产指数分级的场内份额达到了4.07亿份，更是与两周前的2556万份不可同日而语。

因为直接受益于这轮分级基金规模大扩容，多家基金公司这段时间也不遗余力地推广旗下分级基金并阐释投资策略。

此外，有市场人士认为，杠杆基金与股票牛市互相推动，形成了“自我实现的牛市”。这种观点认为，目前A股中对于多头资金有一个很好的逼空策略，就是用少量的钱把所有权重行业的分级B份额全部抬高，形成较大的溢价，这样就推倒了套利的多米诺骨牌。此时大量的中性策略资金入市，申购母基金并拆分出

A、B份额在二级市场上卖出套利，而申购母基金的操作带来资金大量流入，然后该基金被动做多正股，于是在标的股上涨的情况下更加推高B份额，于是新的循环开始。这种以少胜多的策略，相当于整个市场给自己加杠杆，把所有中立的资金带入多头阵营。于是，分级基金B份额领先于行业股票涨停的局面屡屡出现，而越是下午濒临收市，越是出现

大量不计成本买入指数权重股票的大额买盘。

但也有业内人士认为，12月5日分级B份额总成交100多亿元，相对于沪深两市过万亿元的成交量，依然是杯水车薪，应该对市场没有那么大的推动力。

不过，值得注意的是，虽然分级基金目前仍然只能算是“小众”品种，但在这波行情下，分级基金的投资策略得到了极大的普及。不少人士都认同，经历了此前一段时间的徘徊之后，分级基金这一品种也算等到了发展的“风口”。对此，齐鲁证券分析师马刚表示，未来分级基金规模持续增长将没有悬念，理由主要有二：一是市场继续回暖和向好的配合；二是此轮行情对市场是一次大启蒙，分级基金这一此前的小众化产品将彻底“飞入寻常百姓家”。“分级基金进入黄金时代”是有扎实基础的，马刚表示。

事实上，基金公司对于分级基金的布局热情也大幅提升，各路细分行业、主题类的分级基金

不断涌现。据统计，四季度以来相继有鹏华中证国防、招商沪深300地产、招商中证证券公司、信诚中证TMT产业等多只分级基金成立，鹏华中证传媒分级基金则刚刚于12月5日发行结束，目前正在发行的还有富国中证国有企业改革指数分级基金。此外，基金募集申请核准进度表显示，基金公司开始密集申报杠杆基金，如交银施罗德申报了国证新能源指数分级基金，易方达申报了中证500量化增强分级基金，富国申报了中证全指证券公司指数分级基金和中证新能源汽车指数分级基金，申万菱信申报了申银万国电子行业投资基金指数分级基金和申银万国传媒行业投资基金指数分级基金，前海开源申报了中航军工指数分级基金。