



CFP图片

分级基金大反思

□本报记者 张昊

下折之殇

“以下分级B千万别买！”从7月9日下午开盘开始，这条紧急提醒就开始通过社交媒体广泛转发。尽管语气语调与常见的社交媒体不实传言接近，但这条消息却是真实的。转发上述消息的，很大部分是基金公司的工作人员。他们热爱自己所在的行业，久违的牛市令他们备感兴奋，罕见的危机也让他们不禁扼腕。就在本轮下跌最严峻的阶段告一段落之际，公募基金的营销渠道部门员工惊讶地发现，他们满怀热情推广的分级基金在一瞬间变成了“凶器”。

包括有色B、可转债B、一带一路B、带路B、生物B、生物医药B、地产B、改革B、环保B、有色800B、军工B、煤炭B在内的多只分级B份额由于连日的下跌已经触发下折，而7月9日正是这些分级B的基准日，当日母基金暂停申赎，A份额与B份额正常交易。7月10日，这些分级份额都将暂停交易，母基金继续暂停申赎，直到7月13日复牌日经过下折之后的分级份额才会恢复正常交易，母基金也将恢复申赎。

随后几日，见诸报端的是所有人不愿见到的场面，部分7月9日当天误买入分级B的投资者损失惨重，经过下折，很多投资者的基金净值在短短几天之内缩水80%，这可能是分级基金进入国内之后最惨痛的惨剧之一。尽管在此前的熊市中也有分级基金下折的情况出现，但分级基金从未像本轮牛市这般深入人心、家喻户晓，随后部分投资者通过他们自己的方式表达了异议，但无奈木已成舟，这是他们必须承认的契约结果。

本次下折惨剧暴露出当前分级基金交易制度的一个漏洞是，尽管此前基金公司已经多次发布公告，但是在分级B风险巨大的下折基准日，投资者在买入时没有任何提醒以及标识。事实上多数A股市场的普通投资者没有阅读公告的习惯，特别是公募基金的持有人。有业内人士建议，对于已经触发下折的分级基金，或者在次日直接停牌待份额折算后复牌交易，或者像特别处理股票那样，在次日冠以字母或文字标识，提醒投资者规避风险。

当天下午在社交网络中传播的风险提示，其实是当前分级基金交易制度缺陷的民间补救。如若经过本次事件，分级基金的交易制度能够得以完善，也不失为对那些被蒸发掉的财富的祭奠。然而，分级基金尚待完善的问题还有很多，特别是在又一大波新的分级基金即将发行之际，很多问题亟待尽快修正。

繁荣难掩乱象

国内第一只分级基金诞生于2007年，在那个融资融券还在探讨阶段的时代，跟踪某一指

2015年的牛市，催生了分级基金的大热。在整个市场热点频出之时，分级基金也成为市场明星之一。表面上看，分级B是一种很容易“上手”的投资品种，只要投资者看好某一板块或某一指数，在牛市期间买入分级B很多时候便可以获得可观的收益。看似简单易行的操作使得很多普通投资者成为分级基金特别是分级B的拥趸。

然而在这场开端于6月末的罕见的市场快速深度回调行情中，分级基金也显露出了其狰狞的一面。特别是一些投资者在7月9日市场反弹之时抢入已经公告下折的分级B，最终造成了惨重亏损。进入7月下旬，市场逐渐企稳，部分分级B又展现出“迎风飞翔”的姿态，重画妆容的分级B再度引发一些投资者的追捧。与此同时，市场又将迎来一轮新的分级基金发行潮。站在这样的时点，笔者觉得实在有必要对分级基金进行系统的反思，以期进一步完善这种具有中国特色的证券投资工具。

数，把杠杆控制在一定的范围内，可谓是当时市场的一大创新。在随后的几年中，分级基金多沿着指数基金的方向稳健发展，并未像今日这般备受追捧。本轮牛市可能是国内分级基金发展

的重要转折点，在2014年上半年的牛市酝酿阶段，军工板块异军突起，多只军工行业分级基金表现耀眼，分级基金开始受到市场广泛关注。到了2014年末，本轮牛市正式拉开帷幕，券商板块一骑绝尘，连续拉出闪亮的巨阳。彼时市场上的几只券商行业分级基金成为市场上的真正明星，连续十几个涨停的奇迹使得市场上的几乎所有行业分级B开始轮番上演涨停秀，然而也正是在这样的分级基金大繁荣之下，隐患也在慢慢积聚。

分级基金的受捧对于基金公司而言存在着巨大的诱惑，在主动管理股票型基金的市场话语权逐渐失去的背景下，受到投资者追捧的分级基金可以为基金公司迅速扩大资产管理规模，在公募行业竞争日益激烈的当下，这成为一些二线基金公司弯道超车的捷径。于是，分级大战开始了。几家行动敏捷的公募基金公司开始大规模申报各种行业与主题分级基金，迅速抢占山头，攻城略地，部分后知后觉的基金公司跟在之后亦步亦趋。一时间，市场上出现了大量的银行分级、一路一带分级、国企改革分级等。

行业分级与主题分级的“魅力”在于，他们为普通投资者营造了一种轻松简易的投资氛围，在板块普涨普跌的A股市场，很多普通投资者习惯根据行业和题材自上而下选股，行业和主题分级基金看似更加精准地为投资者锁定了机会。

然而，值得注意的是，在这些看似光鲜的分级基金名称背后，其实是相对模糊的产品设计逻辑。这其中，以近期密集出现的主题分级基金为最，当一路一带、国企改革、并购重组等热门题材都化身为一只只分级基金时，证券投资中最为关键的研究和调研被忽略了。某公募基金人士承认，以目前大热的国企改革主题为例，对于主动投资基金经理而言捕捉相关标的的实属不易，更何况要设计出一个国企改革指数，进而设计出相关的主题分级基金。事实上，很多主题分级基金持仓的个股之间都存在着对冲关系，依靠买入国企改革分级基金来捕捉国企改革投资机会的难度非常大。

同时，随着分级基金受捧，新发分级基金的上市过程也不乏瑕疵。在本轮分级基金热潮中，不乏空仓上市的分级基金。一味追求快速上市，会在很大程度上造成股票投资仓位不达标的情况更多出现。

济安金信基金评价中心主任王群航发现，以相关分级基金在《上市公告书》中所披露的仓位为依据，在今年的早些时候，尚有个别基金的股票投资仓位能够达到80%左右，而到了今年上半年后期的5、6月份，零仓位已经是普遍现象，数量分别为8只和13只。“这种情况出现在建仓期内，虽然不违法、不违规，但是，它们不一定合适，不一定合理。”王群航认为，“股票投资

仓位不达标上市”这种情况的出现，对于分级基金二级市场的投资者来说显著不利，因为就分级基金这种纯粹的工具化产品来讲，由于“股票投资仓位不达标上市”，基金公司实际上是沒有尽职尽责地给大家提供一个符合基金契约的、标准化的、工具型的可交易标的，这就会让投资者无法对A、B两类份额按照常规方法做出合理的和准确的估值，发自于基金公司方面的不确定性大为增加，潜在的投资风险由此而出现，并被放大。

杠杆时代需要分级

尽管当下的分级基金有着这样那样的乱象，但是不可否认的是，分级基金是这个证券市场“加杠杆”时代必不可少的投资品种，与游离于监管之外的民间配资等领域相比，分级基金依然可以算得上适合普通投资者参与的合适的投资品种。

王群航表示，同样是融资、加杠杆，分级基金不仅是暗含融资、内置杠杆，而且还具有杠杆倍数可控、杠杆倍数随净值波动、同质化的分级基金由于成立时点的不同而具有不同的杠杆倍数等特点，能够大量满足很多投资者的交易需求。只要基础市场行情走势正常，分级基金就具有这种良好的可交易价值和可投资价值。并且，投资分级基金，其交易成本远远低于场外配资的成本，也低于券商融资的成本。

可以说，尚未成熟的A股市场需要分级基金这样的投资品种。分级基金与生俱来的优势主要有，投资分级基金本质上就是在投资一个指数，一个特定的股票集合，整体风险比投资单只股票小；在二级市场上买卖分级基金的门槛极低，1手即可，可以满足大大小小所有投资者的融资需求；不会出现因清理、规范、撤除杠杆等对于股票二级市场交易带来意外波动的风险；投资分级基金的交易策略繁多，可以促进投资者交易素质的提高；做大分级基金的规模主要依靠券商，可以让公募基金行业在一定程度上摆脱来自于银行方面作为主要销售渠道的畸形压力，促进公募基金行业的发展；分级基金特定的合并、拆分机制，如果运用得好，十分有利于提高基金规模的稳定性。

同时，无论是分级基金持有人还是公募基金公司，都应该对证券市场客观规律与投资风险充分敬畏，分级基金绝不是降低证券投资技术门槛的工具，分级基金独有的合并、拆分、套利等操作技巧都需要投资者充分学习和掌握，更需要基金公司不遗余力地加大投资者教育力度，而监管机构也应及时完善分级基金的交易制度，才能最终令分级基金产品为扩大证券市场的社会福利做出应有的贡献。