



IC图片

分级基金三日惊魂 百亿军团渐次消失

□本报记者 李良

“造富机”成“绞肉机”

分级基金带给投资者的，并不只有“惊魂”，也曾有过难忘的“甜蜜”。

自去年下半年启动，在长达约一年的大牛市行情中，分级B因为带有杠杆倍数，逐渐成为市场上炙手可热的香饽饽。如申万菱信证券B，曾在短短不到两个月时间，上演了二级市场价格飙涨近3倍的神话；富国国企改B虽是今年才上市的产品，但借助国企改革概念的东风，在不到4个月的时间里，二级市场价格也飙涨了2倍有余。而同样的神话，或大或小地，在此轮牛市中不断地在创业板B、军工B等上百只分级基金中演绎。

强大的“造富”效应发酵，让资金如流水般地涌人到分级基金中来，投资者对分级B的交易热情，则如鲜花着锦，烈火烹油，一发而不可收拾。WIND数据显示，在2014年7月，分级基金的总份额不到600亿份，资产规模仅约440亿元左右，但至2015年6月底，分级基金的总份额就飙升至约4500亿份，资产规模高达4700亿元左右，不到一年时间，资产激增约十倍。

更惊人的是，部分跟踪主题投资的分级基金，在资金的疯狂追捧下，急速膨胀为“巨无霸”：数据显示，至2015年6月底，富国国企改革分级基金资产规模达到560亿元，成为第一大分级基金，紧随其后的是富国军工分级基金，资产规模达到446亿元，而位居第三的申万证券分级基金，资产规模也高达424亿元。

但好景不长，A股风向骤变，让一度令基金业兴奋不已的分级基金规模急速扩张，转瞬间就成了一场噩梦。在连续3个交易日的下折潮后，分级基金“巨无霸”们轰然倒塌，潜在的赎回潮和二级市场暴跌导致投资者巨亏，令分级基金的存在饱受质疑，甚而引发了监管层暂停分级基金新产品的审批。

以申万菱信证券分级基金为例，恢复交易公告显示，经过下折折算后，申万菱信证券B和证券A的上市交易份额均大幅缩水至11.56亿份，母基金份额则合并计算约为122亿份，按照1元净值计算，下折后的资产规模为144亿元左右，相较于6月底减少了约280亿元。业内人士则指出，由于申万菱信证券分级基金的母基金份额中，有100亿份是证券A折算而来的，根据以往经验，这部分母基金大部分会被持有人赎回，以兑现收益，因此，经过此番下折后，申万菱信证券分级基金的资产规模很有可能回落至百亿元以下。

“很有可能，在这一轮下折潮后，如果A股市场继续处于低迷状态，分级基金中超过百亿规模的产品会消失。”上海某公募基金公司投

从零起步，至约4700亿元的总规模，分级基金整整走了8年。但分级B如海啸般崩盘，并引发严重质疑，却不过短短3日。

8月21日，富国证券B级触发下折，拉开了本轮分级基金下折潮的序幕。随后，上周一，超百亿规模的富国创业板B触发下折，震动市场，而当日合计触发下折的分级基金达9只；更糟糕的情况发生在上周二，当日触发下折的分级基金有15只之多，超百亿规模的证券B赫然在目；至上周三，触发下折的分级基金数量虽有所减少，但堪称巨无霸的富国国企改B轰然“倒下”，再度震惊市场。

在被称为“史上最大下折潮”动荡中，最让基金业“惊魂”的，不是下折潮隐含的巨大赎回压力，而是为数众多的投资者竞在下折前高溢价买入了分级B，造成巨额亏损。随着网络上铺天盖地的质疑，证监会日前暂停了分级基金产品的审批，一度令基金业内引以为傲的产品创新，其前景因此蒙上了一层阴影。而中国基金业，则又一次为自己的“任性”扩张，咽下了苦果。

资总监向记者表示，“在A股去杠杆化仍在继续的背景下，分级B的杠杆倍数越高，其风险就越大，投资者在借道分级B博反弹前，一定要上紧风险这根弦。”

巨亏谁之责

一波史上最大的分级B下折潮，不仅令分级基金资产规模大幅缩水，也令二级市场上买入分级B的投资者蒙受巨额亏损。

以尚未恢复上市交易的富国国企改B为例，在停牌前的6个交易日里，该基金二级市场价格狂跌46%，成交额合计达到35.9亿元，凡是在此期间买入的投资者，无一例外将承受巨额亏损。但这还不算完：由于此前牛市的狂热，分级B普遍呈高溢价状态，按照触发下折阀值的8月26日计算，当天的溢价率高达95.7%，当日以跌停板价格买入国企改B的投资者，其理论上的浮亏也将高达九成以上。

某分级基金的基金经理向记者表示，正常情况下，由于存在杠杆效应，分级B二级市场价格相较于净值会有10%~20%左右的溢价率，熊市的时候会更低一些，但牛市溢价率会大幅提升。由于上周市场下跌过快，在涨跌停板制度下，分级B净值缩水幅度要远远超过二级市场价格下跌的幅度，从而导致分级B的溢价率被动地大幅推高。“从根本上来看，分级B下折时，对投资者最致命的伤害，来自于下折后溢价率的短暂消失。换句话说就是，下折前溢价率越高，投资者受到的伤害就越大。”该基金经理说。

事实上，为了预防投资者“不明真相”地买入分级B，蒙受下折带来的巨额亏损，许多基金公司都通过各种方式来反复警示投资者。以富国基金为例，不仅通过官网醒目位置、公告等提示投资者注意分级B风险，还通过直销、客服电话等渠道与投资者耐心沟通。此外，富国基金还通过公众媒体、微信自媒体、官方微博发布多篇投资者教育文章，普及下折的常识，提示投资者注意风险。但令人遗憾的是，依然有不少投资者抱着“博反弹”的心态，在下折前买入了分级B，造成了不必要的损失。

有鉴于此，有基金公司提议，可以通过相关制度的修改，来进一步防范投资者“误投资”的风险。例如，在T日分级基金确定下折后，T+1日分级B就立即停牌，不给投资者“误入”的可能；如果不能立即停牌，则建议交易所在T+1日对分级B增加一个显著性的标志，提醒投资者该分级B已经触发下折。该基金公司还建议，可以考虑缩短分级基金的下折流程，即“T日下折、进行折算，T+1日暂停申赎，T+2日开放申赎”。

而业内人士则指出，在涨跌停板制度下，分级B的净值和二级市场价格波动幅度差异较大，是引发高溢价的重要原因。在极端市场情况下，杠杆倍数急速增加，但跌停板制度阻拦了二级市场价格跟随净值波动，就会出现甚至超过100%的高溢价，一旦出现下折，高溢价回归正

常溢价，消失的溢价差就成为投资者的损失，所以，如果修改分级B的涨跌停板制度，将会更有有效地防范投资者“误入”的风险。

反思创新“大跃进”

虽然此次下折潮令分级基金饱受诟病，但在基金业内人士的眼里，分级基金的面世，依然是基金业最值得称道的创新之一。

上海某基金公司相关负责人就表示，分级基金是中国独有的发展最快的创新类基金品种，国外的资管行业都有来拜访学习的可能。“分级基金做到了一个品种能同时满足固定收益类、杠杆投资类、普通指数投资类、套利类四种投资者的需求，是金融创新的集大成者。”该负责人说，“其中固收需求面向稳健型和机构、杠杆需求面向激进型和私募、指数需求面向传统普通投资者、套利需求面向稳健型和机构。不能用一个规则把分级给框定住。”

但基金业对分级基金产品创新的自豪，并不足以对冲他们近年来盲目扩张分级基金规模中的种种失责。在近一年的时间里，借助牛市的东风，分级基金资产规模扩张近十倍，大量的同质化产品蜂拥而出，但基金公司在疯狂饕餮着大餐的同时，却有意识或无意识地忽略了对投资者的风险教育，也在有意识或无意识地忽略对产品的风险控制。

某基金分析人士就毫不客气地指出，虽然扩张资产规模是基金公司的主要经营目标，但像分级基金这样，将一个高风险的产品大规模推向市场，并在各种舆论的包装下演变成一个“赚快钱”的工具，这显然是一种不负责任的举动。“我相信基金公司内部应该有人认识到，盲目地扩大杠杆类产品规模，未来会触发难以控制的系统风险。即便从常识的角度，也应该知道，一些主题类的分级基金，动辄四五百亿的规模，已经可以显著影响到指数的波动，这时候，所谓跟踪指数就已经‘变味儿’了。既然如此，为什么基金公司不愿意控制一下规模呢？”该基金分析人士说，“基金业应该深刻反思，动辄就搞产品‘大跃进’，规模‘大跃进’，对行业的健康发展，究竟是好还是坏！”

而一位基金经理则对分级基金产品同质化和概念化提出了质疑。他认为，虽然近一年来，分级基金资产规模有了很大的扩张，但集中在少数主题概念类产品上，如国防军工、国企改革、一带一路等，产品同质化现象十分严重，这已经失去了分级基金产品创新的本意。他建议，基金公司的产品部门应当推出有实质意义的新产品，而不应该看到什么是热点，就推什么产品，这样既不利于基金经理操作，也是对投资者的严重不负责任。