



分级基金与投资策略



网友评论

——非常感谢两位作者老师撰写分级基金方面的书籍，分级基金在近两年得到了市场的广泛关注，其原因是通过结构化的设计和上市交易实现了便利而成本较低的融资操作，以及交易门槛较低的一类固定收益产品，但是分级基金较为复杂，投资者教育以及投资策略的普及十分必要，本书的推出可谓恰逢其时，因为投资者群体能力和素质的提高对于分级基金这一品种未来的良性发展也是十分重要的。从目录来看，我感觉这本书非常好地覆盖了分级基金最重要的课题，对于分级基金投资者来说是非常好的入门材料。

——作为一名在校学生，初涉分级基金，确实非常需要一个关于分级基金的系统的教材型书籍，之前都是搜索互联网上的碎片知识，缺少系统性的学习，急需一本系统框架性的书籍。同时作为一名实习生，也非常需要关于分级基金的工具书，学以致用，非常感谢老师！

——分级基金让投资者轻松享有普通基金的既得收益，同时又兼具选股、鉴股的投资趣味性和体验感，回报符合客户期望，相对可控，投资风险低，无疑是重创股民的避风港，也是广大职场人士的理财良品！让热衷于P2P的我也升起投资热情。不得不说，原创内容很有设计感。蓦然回首，分级基金就在转角！持续关注中。

——分级基金是比较复杂的金融衍生品。从集思录和百度那里学到不少，但还是比较零碎，有些部分还是难以理解，而市面上也没有类似的书。

网上的视频教程，简直就是逗我玩！没有一个好点的教程。建议把分级基金讲得浅显易懂，最好能带上视频教程。分级基金，比较复杂的金融衍生品。

——刚刚在朋友圈发现了相关文章，进而果断关注此微信公众号，里面的内容丰富实用，真是相见恨晚！两位老师的书更是由浅入深，深入浅出，内容全面丰富，从基本的产品构成、溢价率、杠杆，到上折下折、套利，关于分级基金的知识可谓应有尽有，无所不包。不仅适合分级基金小白学习，也适合资深投资人士借鉴。玩转分级基金就可以遨游股市无惧牛熊，自己要努力掌握这个投资利器，热切期盼纸质图书的出版面世！

——发现这个公众号有如获至宝的感觉，两位老师无私地分享和整理集思录精华。通过这本书，读者完全可以零基础学会分级基金：从A类交易、套利，到B类交易，上下折处理，应有尽有。每次读都有新的理解与体会。利用好分级的特性，可以减小选股的复杂性，也能利用杠杆博取高收益，分级基金是一种对冲避险工具，魅力无穷。

——非常荣幸地通过一个偶然的关注了这个公众号，获取了有价值的信息，也在朋友圈转发了不少资讯。作为一名证券从业人员，我不仅借此提高了专业能力，也非常乐意在客户群体中传递相关内容，让更多的投资者通过了解分级基金的知识、策略来达到资产保值增值的目的。非常感谢作者的辛勤付出！

——作为一种衍生工具，投资人知识普及及教育显得至关重要。前次分级批量下折给一些盲目投资B端的投资者带来了刻骨铭心的实盘教育。投资是艺术也是科学，相信两位老师的书能让一些分级爱好者获得更实用的理论基础。

——平时一直在跟踪二位老师的文章和发言，看到二位老师的成果即将面世特别高兴，目前市面上分级基金的书籍很少，且鱼龙混杂，对这本书已经期待很久，希望早日上架，一睹为快。

● 分级基金与投资策略 ●●●

——非常感谢二位老师用通俗易懂的语言让我这个分级小白对分级基金有了一个全面的了解，以致我现在有了完全摒弃股票，只投资分级基金的想法。我将反复阅读二位老师在微信上发表的文章，并分享给更多的分级基金爱好者，衷心地向老师们表示感谢！

——对分级基金很感兴趣，也一直在做，但是除了集思录的网站，一直苦于市面上找不到关于详细介绍分级基金的红宝书。现在它来了，万分期待，静候佳音。

序 言

证券投资的基本流程为：判断市场大势、选择优势行业、挖掘潜力个股。但是随着市场证券数量的剧增，有时投资者看对市场与行业，但是由于个股的选择不恰当导致“满仓踏空”结局。

分级基金的模式等效于指数或主题加杠杆的模式，分级基金自 2007 年问世，从最初的 60 亿元规模已经发展到最高时的 5000 多亿元的规模，充分证明其生命力的旺盛。目前主要分级品种为行业分级与主题分级，投资分级可以将投资流程缩短为：判断市场大势、选择优势行业，即购买选定行业或主题的分级基金，这样可以避免选错股票、错失行情的尴尬。

对于普通投资者，购买股票只需看股票股价，申购基金只需看基金的净值，但是分级基金为可分离式的交易型基金，投资分级基金不仅要看净值、还需要看价格等更多指标。而且分级基金母基金可以按比例分拆为风险收益特征全然不同的 A/B 份额，同时 A/B 份额亦可以按比例合并为母基金。分级基金产品相对于普通基金要复杂一些。

普通投资者在投资分级基金之前需要系统地学习分级基金知识，为此，我们编写了此书。本书读者定位为普通投资者，为此笔者以通俗易懂的语言为读者详细讲解分级基金发展历程、产品结构、投资策略。同时本书申请专门域名（www.fenjitouzi.com）方便投资者获取最新、全面的分级基金知识。

最后，还要感谢鹏华基金与集思录网站对本书的大力支持。集思录（www.jisilu.cn）：投资新思路，为分级投资者提供免费的最全面的分级基金数据与投资交流平台。

郑志勇、刘明军

2015年8月于北京

目 录

引言 一个分级小白的成长史.....	1
我是门外汉：从懵懂的 A 开始——看不透的神秘 A.....	2
分级进阶——B 类的激情和反噬.....	5

第一部分 分级基金的产品结构与发展历程

第 1 章 分级基金的产品结构.....	17
1.1 借钱炒股.....	18
1.2 分级基金结构.....	19
1.3 净值计算.....	22
1.4 价格、净值与折溢价率、杠杆.....	23
1.5 定期折算.....	26
1.6 下折机制.....	27
1.7 上折机制.....	30
1.8 配对转换机制.....	33

1.9 份额盲拆	35
1.10 B 份额的融资成本	36
第 2 章 分级基金的发展历程	38
2.1 初出茅庐	39
2.2 摸着石头过河	41
2.3 蓬勃发展	42
2.4 分级基金的未来	45

第二部分 分级 B 的世界很精彩

第 3 章 分级 B 的魅力与优势	57
3.1 指数投资优势	58
3.2 杠杆优势	60
3.3 与个股相比的优势	63
3.4 与其他杠杆工具相比的优势	64
3.5 分级 B 的折算	65
3.6 分级 B 的投资策略	68
3.7 分级 B 的风险与应对策略	73

第 4 章 分级 B 投资实战.....	76
4.1 要点 1——看准行业，就选行业分级 B.....	77
4.2 要点 2——追不上行业机会，就选宽基 B.....	90
4.3 要点 3——买什么都要先看看整体折溢价率.....	92
4.4 要点之 4——同行业分级 B，就选流通性更好的.....	94
4.5 要点 5——同行业分级 B，选价格杠杆大的.....	95
4.6 高级玩法——核心+卫星=让你追着牛跑.....	97

第三部分 A 份额投资策略与分级基金套利策略

第 5 章 A 份额投资策略.....	103
5.1 A 份额的由来.....	104
5.2 A 份额的规模与交易量.....	107
5.3 A 份额的价值.....	108
5.4 A 份额的潜在风险分析.....	111
5.5 投资 A 份额的“三板斧”.....	114
5.6 央行降息选择 A 份额 + 3% 还是 + 4%.....	117

第 6 章 分级基金套利策略	119
6.1 套利理论基础—配对转换机制	120
6.2 套利策略的实践	122
6.3 上交所分级基金模式	127

第四部分 AB 联动让你穿越牛熊让你飞

第 7 章 分级 A 和分级 B 的切换	131
7.1 牛市也不能一直持有分级 B——情绪过热将 B 换成 A	132
7.2 下跌趋势一旦形成——直接切换，卖 B 换 A	136
7.3 经历一段强势后，行情犹豫，市场谨慎，将 B 换 A	139
7.4 卖 A 换 B 的唯一理由——股市行情要来了	141
第 8 章 分级 A、B 好兄弟联手	143
8.1 A、B 联手套利	144
8.2 A、B 联手 T+0	145
8.3 A、B 联手“越狱”	148

第五部分 集思录精选

第 9 章 分级英雄之贴	151
9.1 分级 A 究竟如何定价	151

9.1.1 分级 A vs 浮息债.....	151
9.1.2 永续 A 到底是不是永续.....	152
9.1.3 浮息债如何定价.....	153
9.1.3 A 和 B 谁决定谁.....	154
9.1.4 分级 A 的自身特点.....	155
9.1.5 分级 A 走势预测.....	157
9.2 分级折价套利入门贴.....	158
9.3 四种情况不宜搞分级套利.....	164
9.4 A 类基金低折.....	166
9.5 如何利用 T+0 机制套利上交所分级.....	169
9.6 折套利安全边际速查表.....	173

第六部分 附 录

附录 A 分级基金 A 份额约定收益表.....	179
附录 B 分级基金分类大全.....	183

引言 一个分级小白的成长史

大家好，你们叫我小白就好了，本人非彼小白，而是万千分级小白中的一员。

说到分级基金，现在大家应该不会感到陌生了，但凡在 2014 年 11 月已经进入证券市场的投资者，基本都见识到了分级 B 类份额翻倍的爆发力！证券 B 上折就经历了两次，让持有的人赚得盆满钵满，让观战的好生羡慕（此处略去来自我冒星星的眼睛的深情注视）。

一时间，一个新的投资工具火了，它叫——分级基金。以证券 B 2014 年 7 月初的数据看，那时候的场内份额有 7000 多万份，而 2015 年 7 月，份额数已经激增到了 180 多亿元，足足翻了 250 倍。其原因市场行情向好是一方面，真正的关键在于分级基金具备的帮助大家获得超额收益的结构设计。优化的结构决定着分级在适应的环境里跑得更快，也让更多的分级小白聚集在了一起。

小白的小白史有点长。最近的小白，多数的成长史是从火爆的 B 份额开始的，而小白我的成长史是从平平淡淡的 market 却不平平淡淡的 A 份额开始的。

我是门外汉：从懵懂的 A 开始——看不透的神秘 A

小白的投资学习是从 2012 年开始的，那时候刚毕业，没有什么消费需求的小白只想到一条能把钱花出去的方法——那就是投资。既是消费又能学习本领，搞不好还能赚零花钱，关键是可以为将来打下投资基础。小白本性纯良，好学踏实，觉得投资是个好途径。憧憬着美好未来，以行动为第一准绳的小白立马开通了证券账户。

也因为开通的是证券账户，小白认识了后来带他在红红绿绿的投资市场里翻江倒海的小花姐姐。

“姐姐，我有余钱，不多，但也教教我投资吧！”小白扔出了他的敲门砖。

2012 年，从整个证券市场来看，股票市场甚为低迷，但债券市场及类固定收益市场却是另一番景色，机会也就在这里了。

小花姐姐带着小白学的第一个品种就是——神秘 A 的，分级 A 份额。

这是一个令小白至今还感觉有些晕晕的品种。

“姐姐，什么是分级 A 份额？”

“形式上是上市交易的封闭基金，创新的是通过结构化设计降低风险，本质上是近似不违约的债券——长期持有的话每年可以像年金似地给你发固定的红利份额。”

听到债券和固定红利，小白想的是国债不也是债券吗，还有固定利息，感觉是一样一样的……

小花姐姐还说这个 A 份额现在是一年定期存款利息率+3.5%，也就是 6.5%。小白心想现在大爷大妈抢的国债都没有这个高，还约定收益，买来岂不是比国债更划算？

“姐姐，我要拿多久？”

“至少 1 年，先买入持有，如果市场风格变化再决定。”

小白的第一只商品 A 份额就在 2012 年的 10 月买入了，持有到 2013 年年初定期折算前，已经浮盈 2%，年利都有 7% 以上。在小白甚是欣慰的时候，小花姐姐说，如果不能长期持有，最好在眼下的定期折算前卖掉。

“姐姐，为什么现在卖出？”

“每次 A 份额定折算后，价格都会下降，折算完成后再买入价格更便宜，然后继续持有。这个投资的过程你先当个规律记，以后告诉你为什么。”于是小白照办。

但在小白折算后再次买入商品 A 份额之后的一年里，小白内心只能用 4 个字来形容——跌宕起伏。

小白经历了中国金融史上惊心动魄的“钱荒”（此处省略 3 行泪）。

2013 年央行货币政策从紧，不断正回购资金，再加上债市整顿，使得类固定收益及债券市场从 2013 年 6 月开始经历一片狼藉。大概是在 2013 年 6 月底的时候，小白又惶恐地坐不住了。“姐姐，我 1 月后买的 A 份额，

收益全都缩水了，从6月中旬就一直在跌啊，都要伤本金了，这个不是约定收益的吗，怎么我的本金还会被损伤呢？不是保本保息的吗？”

小花姐姐淡定道：“今天再教你新的规律，你现在经历得多，以后才会处变不惊。A份额首先是类债券品种，当你观察到市场利率开始骤升时，你去看银行的理财利率，如果利息率上升，那么咱们的A份额价格就会下降。这也是它最近价格下跌的一个主要原因。”

“啊？这不保本啊，我还把它当国债看呢，那它的约定收益有保证吗？”

“对于约定收益，它每年都会给大家分配固定的红利份额。但因为在二级市场上交易，所以也会受到大家交易情绪的影响，价格会被错杀下跌，中间的波动是不可避免的。但它规定了，每年都会付给你固定的分红份额，所以A份额若想获得稳定的盈利，更倾向于长期投资，而市场上的价格波动都会被时间磨平，所以，长期持有更好。”

“哦，是这样啊，要拿3年，还真有点长。我还以为它真的保本保息呢。”

这种钱荒的影响在当年10月再次加剧了，小白的A份额又一次因为价格的剧烈波动加剧缩水。小白觉得自己扛不住了，这一次小白在折算前就把A份额卖出了，折算后，由于钱荒的影响还在，A份额又跌了很多，小白没有勇气再买入了，而且觉得自己没有耐心做长期持有的投资，于是选择放弃投资A份额。

对于A类品种一般都是保险企业年金热衷持有的，一般持有至少都在5年以上，他们每年都会参加定期折算，获得固定收益份额，个人如果没有足够的耐心，在实践后自然也会知道自己的投资取向。

但真正的机会就在大家最为恐慌的时候出现。在商品 A 参与折算后，其隐含收益率一度达到 6.8%，这已大于 6.5% 的约定收益率了，是意愿长期持有者的很好的短期买入机会，关键是看谁更具有专业的投资眼光。所以，那次钱荒使很多分级 A 类份额都被错杀到 0.8 元附近，甚至更低的地方——回过头来看，钱荒给分级 A 份额带来的恐慌却是一个难得的黄金投资机会。

这就是让小白一直摸不到头脑的第一段分级经历，虽然一知半解，但至少知道了，只有在决定长期持有的情况下，A 份额的稳定收益的效果才是最大的，A 份额的价格有涨跌，需要时间来抹平波动。

分级进阶——B 类的激情和反噬

转眼到了 2014 年 7 月，市场的风格已然发生了改变。分级 B 份额也在这时候火了，以实例为证。

2014 年 7 月 22 日—10 月 16 日期间。

上证指数：开盘 2057 点，收盘 2356 点，涨幅 14.44%。

首只上折的军工 B（150182）：7 月 22 日场内份额 4941 万份，10 月 16 日场内份额增长到 44077 万份，接近期初的 100 倍，与此同时二级市场价格涨幅达到 76%。

即使以避险风格为主的医药 B（150131），份额从期初的 15 363 万份增长到 63 810 万份，二级市场价格涨幅也有 38.54%。

相比之下，上证指数的涨幅简直不足挂齿。

此时，依然有被埋没的金子等待有眼光的投资者发掘——即日后大家津津乐道的证券 B（150172）。

转眼到 2014 年 10 月，小花姐姐建议：“小白，市场的风险偏好已经发生转变了，咱们可以投资分级基金的 B 份额了。”

“什么是 B 份额？”

“相对 A 份额的稳健，B 份额属于激进份额，当大家在市场上愿意投入更多的资金进行投资的时候，就是大家偏好风险投资交易的时候，B 份额的优势就会体现出来。”

“都有哪些优势？”

“在市场风险偏好提升的情况下，当你看好一个行业的时候，可以选择一个行业的 B 份额，其最被大家看好的优势在于，免于选择个股，在行业有充足利好的情况下可以获得更多的超额收益，这个超额的源泉就是它的价格杠杆，举个简单的例子，比如某行业 B 的价格杠杆是 1.5 倍，那么如果当天行业指数上涨 4%，则这个 B 份额就能上涨接近 6% 甚至更多。当然行业投资的优势还在于避免了个股的“黑天鹅”。

“现在还有没涨的吗？”

“现在就可以投资买入证券 B（150172）”。

小白拿出纸笔，认真地把证券的买入逻辑记录了下来。

1. 行情一旦真正转好，真正受益的行业就是证券行业，而且确定性

是最大的。

2. 沪港通开通，增加券商成交量。
3. 截至目前，证券行业在全行业的涨幅是倒数前三。

以上依据证明证券板块的价值还未体现出来。

2014年7月22日—2014年10月16日证券B的涨幅只有36.82%，远低于其他行业份额涨幅。

于是小白在10月20日买入了证券B，可一买入就开始跌，到27日时，已经足足亏10%以上了。小白又坐不住了，急忙又去找小花姐姐问原因。

姐姐说，沪港通的确切时间还没有定，这段时间的下跌主要就是有负面的新闻称沪港通会无限延期。但是，这是不可能的。所以这些负面的消息虽然短期来说是证券B的利空消息，但在证券B未得到它真正的价值前，这些回调都是好的买入机会，如果你资金充裕就可以继续买入。

小白胆子小，没有再多买，但之后的4个交易日浮亏就被快速填平了。接着，新闻披露沪港通将于2014年11月17日正式开通。这个一直蒙着面纱的利好终于揭开，自此小白天天看着证券B乐，天天上涨不停。到11月21日更重磅消息的是央行意外降息了，更给证券市场添了一把火。姐姐跟小白说，降息可以降低证券公司融资业务的利息成本，这样更有助于成交量的增长。于是11月下半旬，小白嘴巴都闭不上了，因为证券B不仅天天涨，而且天天是涨停板。小白兴奋地都快跳起来了，他觉得简直挖到了一个大宝贝。

“姐姐，这个买得太值了，比证券板块的单只股票长得还好呢。”

据统计 2014 年 10 月 20 日至 12 月 17 日，证券 B 场内份额从 157 915 份激增到 632 017 份，场内价格涨幅则达到 331%。当然小白是新手，在证券 B 参与了第一次上折之后，也就是 12 月初就卖出了。卖出也是有原因的，那时候监管层开始检查证券公司的融资业务了，这也是短期的利空因素，新手可以先出来。

可是，人的贪婪之心一旦被膨胀就收不住了，需要教训来把它收拢到可以接受的水平，否则就会被戳破，付出贪婪的代价。

当看到自己卖出的证券 B 还在拉涨停板时，小白忍耐不住了。

小白作为一个新手也学着小花姐姐的样子在盘上看一看，搜一搜。就这样，在 2014 年 12 月 1 日才上市的另一只证券板块的 B 份额——券商 B 被小白发现了。于是，小白在 12 月 5 日在券商 B 出现长长的下影线这天，买进去了。小白甚是欣慰、欣喜。可谁知道，从小白买入的第二天也就是 8 日开始，券商 B 经历了让小白内心翻江倒海的 4 个跌停板。“太能跌了！”小白接受不了啊，主动找小花姐姐“自首”了。

“姐姐，我实在搞不明白，明明都是证券行业的 B 份额啊，为什么我买的券商 B 跌个没完没了？”

小花姐姐是这样回复的：“分级 B 是一个专业的投资工具，这一点你一定要记住，所以自己不要轻易乱买。券商 B 作为分级基金组成的一部分，基金资产的增值是券商 B 价格上涨最根本的动力，而在你买入券商 B 的时候，券商 B 的母基金仓位经测算还是轻仓状态，所以它初期的上涨都是

跟随证券 B 的跟随效应，但实际的母基金资产并没有真正上涨。此时场内合并券商 AB 的价格产生大量的溢价。这个溢价一存在，大家就要警惕了，会有套利资金在场外申购母基金，在场内拆成你看到的券商 B 和券商 A，并以现在的高价卖出，一批批套利资金进来后，就会一批批地拆分，再把券商 AB 份额卖掉，所以你就看到券商 B 的价格不断地下跌，这都是套利资金进场操作的结果。

“券商 B 会向它合理的价格回归，所以当一只分级基金处于场内整体严重溢价的状态时，是不能买入场内的 B 类份额的。这回就当你交学费了，慢慢积累，以后就不会再犯错了。”

分级高阶——AB 组合的联手盈利与情深义重。

在分级 B 份额的投资过程中，除了趋势的交易机会，还有一般个股所不具备的投资机会——套利。

在证券 B 和券商 B 之后，小白在小花姐姐的带领下继续参与着各种行业或者大盘指数的 B 份额的趋势投资机会。

但是，趋势中当然也会存在调整。

在小白每次遇到调整的时候，小花姐姐的回复都是这样的：“大的上涨趋势是确定的，短期的波动调整也是确定的，当然，波动确定，波动的幅度不确定，持有即可。”小白每次都是无奈地回复：“好吧，我继续持有。”某一天，小花姐姐笑嘻嘻地对小白道：“看你这么无聊，今天带你玩一个分级基金的新玩法吧，如何？”小白当然连声叫好，因为这一路拿着几个品种真是好无聊的，投资确实是一件刺激却又枯燥的事情，而唯一能给他

带来惊喜的是不断跟小花姐姐学习和实践新的投资知识。

2015年5月下旬，考虑到股市存在短期调整需求，以及市场上个人投资者的无比疯狂，小花姐姐建议小白把手上持有的B份额全部卖掉，以空仓应对可能存在的调整风险，但小白自己不知道，账户里还有个没有卖出的有色B。

进入5月下旬，过渡到6月，市场出现了让所有个人投资者和机构投资者都感到崩溃的加速下跌模式，直到监管层救市，大家才意识到自己陷入了令人恐慌的大股灾，至今余震犹存，让人后怕。

而机会往往就蕴含在风险中。

7月6日，小花姐姐很淡定地对小白说：“目前，监管层救市基本稳定住了市场，咱们该开始行动了，还记得我要教你新的玩法吗？”

小白点点头。

“今天咱们做套利，今天150317和150318首日上市，你各买5000份。”

小白说话就照办，可当小白把账户打开的时候，小白傻眼了，快哭了，“姐姐，我当初买的有色B那天没有卖出去，至今账户还有5000份，现在就剩下一半钱了，还跌停板卖不出去啊，怎么办？”

“小白别着急，如果是股票的跌停板，自然卖不出去，但是咱们是分级基金，有招数把有色B份额救出来。”

“姐姐，我要怎么救我的钱出来？”小白已经泪眼婆娑了。

“目前有色B持续下跌，马上就要下折了，这个时候必须把有色B的

资金救出来，否则有色 B 就要按净值给你重新分配资产了，这个也叫下折，有色 B 有两种计价方式，一种是价格，现在是 0.5 元，一种是净值，这是其真实的价值。如果净值达到 0.25 元，则所有的有色 B 份额全都按 0.25 元给你资产，那样你的钱就会严重缩水。”

“那可怎么办啊？姐姐救救我的钱吧！”

“现在方法只有一个，在账户里买入和有色 B 相同股数的有色 A，然后把 A、B 两种份额合并，合并后就是有色分级母基金，不会受到二级市场价格的波动影响，然后再把这个母基金按净值赎回，就可以把有色 B 的钱带出来了。快，现在就买有色 A。”

小白立马操作。

“小白，务必检查当日成交哈，前车之鉴。”

买完后，小花姐姐带着小白做了有色 A 和有色 B 的合并。

操作完，小花姐姐安慰小白：“投资是个专业活，以后一定要细心，赔钱不怕，只要行情在，钱随时还会赚回来。”

小白深深地向小花姐姐点头。

“姐姐，有色 A 对有色 B 真是情深义重，虽然平时各自为家，但一方有难时，也真是患难与共啊！”

“是啊，就是这样。”小花姐姐微笑。

“姐姐，那刚开始说的那个 150317 和 150318 我还能买吗？我还有余钱。”

“可以，人类的恐惧和贪婪被你显露无遗。”

“能给我我讲讲为什么要这样买吗？是什么依据？”

“当然可以，先回答我，你刚才是不是特别慌？”

“是啊！慌哭了。”

“机会就是源于你快哭了。”

“啊？为什么？”

“150318 的合理价格本应该比你看到的更高的。都是被像你这样慌哭了的人把价格卖成这样的。”

“这是为什么呢？”

“经数据测算，目前 150317 和 150318 组成的 e 金融分级基金应该还是空仓的状态，净值就会维持在 1 元的水平。而你刚刚告诉我你快哭了，是你想抛掉有色 B 却抛不出去的恐慌使你束手无策。其实市场在恐慌的环境下，大家的心态都是一样的，怕自己的股票价格下跌，都在慌张地抛售股票。但是我跟你说过分级的涨跌最根本的动力来自它的母基金资产的增减。”

“记得了，那个券商 B。”

“对的，我刚跟你说的 e 金融目前还没有建仓，所以净值是 1 元。

而 e 金融 A 上市后跌停是合理的，但是 e 金融 B 上市跌停就不合理了。这不合理的原由就来自大家的恐慌抛售，所以这个时候恐慌就蕴藏了

机会。此时的 e 金融 A 和 e 金融 B 的价格都在 0.9 元附近，明白这其中机会的人，就会将 A、B 合并，也就是通过合并 A、B 的形式来获得母基金，而在价格上，相当于在股票市场上按 9 折的价格买到了母基金，而等你做赎回的时候是按照 1 元做赎回，所以这个价差就是教你做的套利。”

“就是说我在股票市场按 9 折买，然后按 100% 原价卖出？”

“对，就是这个意思。”

“明白了，还有这么好的事儿，这就拿余钱操作。”


“明天咱们做赎回，实践的过程你要慢慢地积累和体会。”

“姐姐，原来 A、B 还能联手盈利，真是不可思议，A、B 真是太有爱的组合了！”

小白现在还在继续学习分级基金，分级是个专业的投资工具，需要学习不同品种在不同投资环境下的投资方法。

市场天天都在变化，创新天天都会有，学习投资的道路没有所谓的成功，只有不断地成长和经历，才会让自己在变化莫测的市场中如鱼得水，做到顺势自由。

第一部分



分级基金的产品结构与发展历程

自 2007 年 7 月，第一只分级基金“国投瑞银瑞福”成立到现在已有近 8 年时间，其间分级基金产品架构也经历数次变革后逐步稳定，分级基金的规模从起初的 60 亿元，经历两波增长，规模已经高达 5000 多亿元。

分级基金的多样化，已经改变投资者的投资习惯——选股不如分级。2014 年的证券 B、军工 B、转债 B 和 2015 年的环保 B、传媒 B 都给投资者留下了深刻印象，A 股有 2000 多只股票，中证一级行业 10 个，二级行业 23 个。选择行业会比选择个股容易得多，选定行业需要选择一个投资工具，行业分级 B 优于行业指数基金。越来越多的投资者选择分级基金进行证券投资。

同时 2015 年 6 月至 7 月的市场急速下跌^①，由于部分投资者对分级基金条款的淡薄导致了巨额亏损，因此投资分级并非简单交易，投资者需要了解分级基金的产品结构与条款，方可进行有效的分级基金投资。本部分主要介绍分级基金的产品结构及分级基金的发展历程。“以史为鉴，可以知兴替”，通过介绍分级基金的发展历程可以帮助读者理解现有分级基金结构的由来。

^① 指 2015 年 6 月至 7 月证券市场大幅调整，上证综指从最高的 5178 点回调至最低的 3373 点，调整幅度高达 34.9%。

1

第 1 章

分级基金的产品结构

分级基金以相对标准化产品的形式，既提供了较低杠杆的指数化投资途径，也提供了固定收益投资途径，为投资者带来了更丰富多样的投资机会，对投资者有利，对市场有利。本书较为系统地介绍了分级基金母基金、分级 A 和分级 B 的收益和风险特点、投资方式等，值得推荐给关注分级基金的各方面读者。

——银河证券 衍生产品部行政负责人、董事总经理 丁圣元

已经有 8 年历史、规模几千亿的分级基金在中国证券市场里就像荒野中的那朵野玫瑰，她神秘而独特的魅力只有愿意探索和发现的投资者才能真正体会，感谢两位作者的努力，本书给出了一个开始探索的起点。

第 1 章 分级基金的产品结构

——集思录创始人 周天舒

1.1 借钱炒股

如果投资者对外来市场走势持有非常乐观的态度，最优的方式之一便是融资买入股票并持有。融资买入更为通俗的称谓为“借钱炒股”。

假设投资者有 100 万元的投资本金，以年利率 8% 的成本融资 100 万元，投资中证银行指数，这相当于购买了银行股组合（招商银行、兴业银行、浦发银行、交通银行、工商银行、建设银行等）。中证银行指数中股票权重按自由流通市值加权，所以权重最大的为招商银行并非工商银行。

投资者盈利为 $(\text{投资收益} - \text{融资成本}) / \text{成本} \times 100\%$ 。如果未来一年银行指数涨幅 50%，投资收益为 $(200 \text{ 万} \times 50\% - 100 \text{ 万} \times 8\%) / 100 \text{ 万元} = 92\%$ 。借钱炒股的收益比不借钱炒股的收益高 42%，收益将近翻倍；如果未来一年银行指数涨幅为 0%，则投资者的收益为 $(200 \text{ 万} \times 0.0\% - 100 \text{ 万} \times 8\%) / 100 \text{ 万元} = -8\%$ ；在极端情况下，银行指数的跌幅为 -41%，投资者的收益为 $(-200 \text{ 万} \times 41\% - 100 \text{ 万} \times 8\%) / 100 \text{ 万元} = -100\%$ 。如果跌幅更大，不仅融资人的本金亏完，而且出资人的本金与利息也可能不保。所以为保护出资人的本金与利息的安全，要设置平仓线，例如平仓线为 40%，如果账户亏损达到 40% 就要卖出股票平仓，平仓的结果就是借钱者血本无归。投资常识之一便是收益与风险永远成正比。

借钱炒股可以提高资金利用率。借钱炒股涉及融资成本、证券交易及平仓机制等操作，对于普通投资者而言比较复杂。因此，基金公司推出分级基金将“借钱炒股”标准化，例如鹏华基金的中证银行指数分级基金。

1.2 分级基金结构

分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其中部分或全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金，其中，分级基金的基础份额称为母基金份额，预期风险收益较低的子份额称为分级基金 A 类份额（简称 A 份额），预期风险收益较高的子份额称为分级基金 B 类份额（简称 B 份额）。类似于其他结构化产品，分级基金 B 份额一般“借用”分级基金 A 份额的资金来放大收益，而具备一定杠杆特性，也正是因为“借用”了资金，分级基金 B 份额一般会支付分级基金 A 份额一定基准的“利息”——引自《分级基金产品审核指引》。

如图 1.1 所示，分级基金由 A 份额与 B 份额构成，通常 A 份额与 B 份额的比例为 1:1，即 B 份额的初始杠杆为两倍。A 类份额是资金的借出方获取稳健收益，B 类份额是资金借入方获取杠杆收益，资金统一运作投资于基金标的指数。如同借钱炒股存在融资成本、证券交易及平仓机制等问题一样，标准化的“借钱炒股”的分级基金同样涉及这些问题。

B 份额的融资成本主要由支付 A 份额利率与基金运作费用两部分构成。分级基金 A 份额约定收益率一般为一年定期存款利率+3%~5%。基金的运作费用主要包括管理费年化 1.00%与托管费年化 0.2%等，整个基金的运作费用约为 1.2%，初始 B 份额的规模为分级基金整体的一半，即 B 份额承担基金运作费用为年化 2.4%，所以 B 份额的融资成本约为一年定

分级基金与投资策略

期存款利率+3%~5%+2.4%。融资成本看似很高，但是相比较指数年化20%~30%的波动率而言，如果判断趋势正确，获利远高于融资成本。

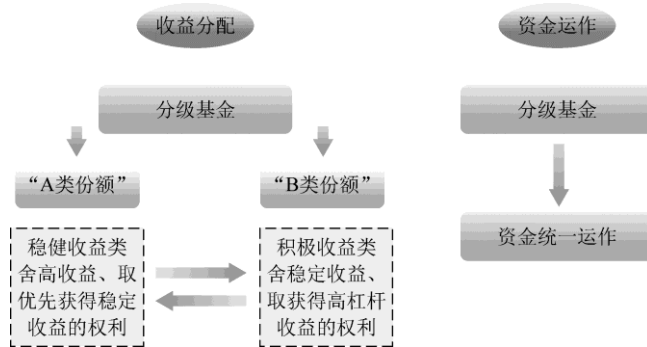


图 1.1 分级基金结构图

分级基金的证券交易：分级基金的投资运作为指数化投资，基金管理人根据基金标的指数进行投资，例如中证银行分级基金的标的指数为中证银行指数，基金管理人根据指数成份股与权重构建投资组合。中证银行指数成份股如表 1.1 所示。

表 1.1 中证银行指数成份股

成分券代码	成分券名称	成分券英文名称	交易所
000001	平安银行	Ping An Bank Co., Ltd.	Shenzhen
002142	宁波银行	Bank of Ningbo Co Ltd	Shenzhen
600000	浦发银行	Shanghai Pudong Development Bank Co Ltd	Shanghai
600015	华夏银行	Hua Xia Bank Co Ltd	Shanghai
600016	民生银行	China Minsheng Banking Corp Ltd	Shanghai
600036	招商银行	China Merchants Bank Co Ltd	Shanghai
601009	南京银行	Bank of Nanjing Co Ltd	Shanghai
601166	兴业银行	Industrial Bank	Shanghai

续表

成分券代码	成分券名称	成分券英文名称	交易所
601169	北京银行	Bank of Beijing Co Ltd	Shanghai
601288	农业银行	Agricultural Bank of China Co Ltd	Shanghai
601328	交通银行	Bank of Communications Co LTD	Shanghai
601398	工商银行	Industrial and Commercial Bank of China Ltd	Shanghai
601818	光大银行	China Everbright Bank Co Ltd	Shanghai
601939	建设银行	China Construction Bank	Shanghai
601988	中国银行	Bank of China Ltd	Shanghai
601998	中信银行	China Citic Bank Corporation Limited	Shanghai

分级基金的平仓机制：分级基金将 A 份额与 B 份额的资金统一运作，将资金投资于标的指数。基金成立初期 A 份额与 B 份额的净值都为 1.00 元，如果 B 份额净值跌没了，A 份额的本金与利息将受到威胁，所以分级基金设置平仓机制。如果分级基金 B 份额净值跌到 0.25 元，分级基金将进行重置操作，具体参见“下折机制/上折机制”部分。

至此，我们引入“借钱炒股”的概念，通过类比的方式介绍了分级基金的基本结构，其实分级基金的结构并非如此简单。如果母基金、A 份额、B 份额仅有净值的话，那么分级基金与“借钱炒股”的模式并无太大区别。但是分级基金 A 份额与 B 份额是可以交易的，甚至母基金份额也是可以交易的，并且辅以配对转换机制与上折/下折机制使得分级基金变得有些复杂。接下来我们将为投资者更为细致地讲解分级基金。

1.3 净值计算

A 份额是资金的借出方获取稳健收益，B 份额是资金借入方获取杠杆收益，资金统一运作投资于基金标的指数。通常 A 份额与 B 份额的比例为 1:1，即 B 份额的初始杠杆为两倍，A、B 份额的比例都为 50%。

A 份额的约定收益率一般为一年定期存款利率 + X%，假设一年有 N 天， t 为距离上次折算时间，A 份额的净值 = $1 + \text{约定收益率} \times (t/N)$ ；母基金净值与跟踪指数以及基金仓位相关。如图 1.2 所示，分级基金的基础份额（又称母基金）净值 = A 份额净值 × A 份额比例 + B 份额净值 × B 份额比例。如果 A 份额与 B 份额的比例为 1:1（或 5:5），得到：

$$2 \times \text{母基金净值} = \text{A 份额净值} + \text{B 份额净值}；$$

$$\text{B 份额净值} = 2 \times \text{母基金净值} - \text{A 份额净值}。$$

分级基金的基础份额净值

$$= \text{A 类份额净值} \times \text{占比} + \text{B 类份额净值} \times \text{占比}$$

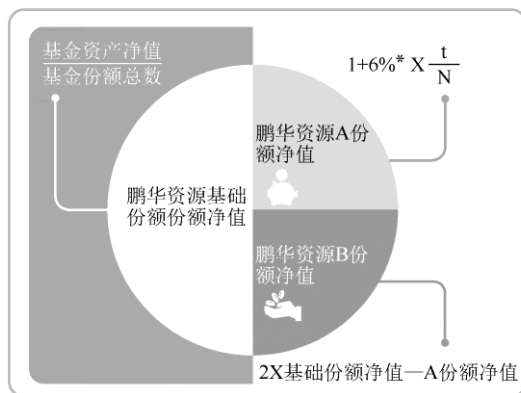


图 1.2 分级基金净值计算示意图

1.4 价格、净值与折溢价率、杠杆

基金成立初期分级基金母基金、A 份额与 B 份额的净值都为 1.00 元。净值为基金资产价值，对于普通基金的申购赎回都是以基金净值为基准进行的。例如：T 日以 10000 元申购某基金，T 日基金净值为 1.200 元（收盘后根据基金持有证券价格进行估值计算得出）。假设申购费率为 1.5% 打四折为 0.6%，在 T 日 10000 元申购的基金份额数量 = $10000 / (1 + 0.6\%) / 1.200$ 份 = 8283.63 份。

以银行分级（代码 160631）为例，2015 年 7 月 13 日，母基金净值为元 0.9960 元，银行 B（代码 150228）的净值为 1.0510 元，收盘价格为 1.102 元；银行 A（代码 150227）的净值为 1.0130 元，收盘价格为 0.845 元。

为什么净值与价格不同呢？净值为：收盘后根据基金持有证券价格进行估值计算得出。价格为：份额交易价格，主要根据投资者对未来市场预期与交易行为决定，有时候合理，有时候不一定合理。

分级基金 A、B 份额既有净值也有价格，这下复杂了很多。同时引出了投资者如何根据净值与价格进行分级基金的投资的问题。根据分级基金的 A、B 份额的价格与净值可以计数出衡量分级基金 A、B 份额投资价值的指标。具体指标如下：

$$A \text{ 份额折溢价率} = A \text{ 份额价格} / A \text{ 份额净值} - 100\%;$$

A 份额隐含收益率（简化版）= A 约定收益率/A 份额价格；

B 份额溢价率 = B 份额价格/B 份额净值 - 100%

B 份额净值杠杆 = 初始杠杆率 × 母基金净值/B 份额净值 × 100%

B 份额价格杠杆 = 初始杠杆率 × 母基金净值/B 份额价格 × 100%

以银行分级（代码 160631）为例，2015 年 7 月 13 日，母基金净值为元 0.9960 元，银行 B（代码 150228）的净值为 1.0510 元，收盘价格为 1.102 元；银行 A（代码 150227）的净值为 1.0130 元，收盘价格为 0.845 元。指标计算示例如下：

银行 A 折溢价率 = $0.845/1.0130 - 100\% = -16.58\%$

银行 A 隐含收益率（简化版） = $(2.75\% + 3\%)/0.845 = 6.80\%$

银行 B 溢价率 = $1.102/1.0510 - 100\% = 4.85\%$

银行 B 净值杠杆 = $2 \times 0.9960/1.0510 \times 100\% = 1.90$

银行 B 价格杠杆 = $2 \times 0.9960/1.102 \times 100\% = 1.81$

分级基金 A 份额的约定收益率一般为基准利率 + 3% ~ 5%，基准利率通常为一年定期存款利率，每年根据调整一次。如果以 2015 年年初一年定期存款利率 2.75% 为基准，有的分级基金约定收益率为一年定期存款利率 + 3%，即 5.75%；有的分级基金约定收益为一年定期存款利率 + 5%，即 7.75%。如果 A 份额约定收益率相同，A 份额的折（溢）价率越低，越

有投资价值。随着分级产品多样化，A 份额约定收益逐渐分化，由于不同产品约定收益不同，所以 A 份额的折（溢）价率并无明确的代表性，选择 A 份额通常选择收益率高的产品，A 份额的具体投资策略参见本书相关部分。

分级基金 B 份额的溢价率为交易价格高于净值的比率，这个比率有时高有时低，取决于 B 份额杠杆倍数、投资者情绪、市场融资成本等多个因素。投资 B 份额的基本逻辑为市场趋势判断，然后进行行业选择，选取杠杆较大的 B 份额。由于投资者获取 B 份额多通过交易的方式，以交易价格为成本获取 B 份额，所以 B 份额的价格杠杆相对 B 份额的净值杠杆更具参考意义。

如上所述，投资者投资 B 份额的成本是交易价格，交易价格通常高于净值，高于净值的部分称为溢价，同时溢价大小也会变化。投资 B 份额的盈亏因素主要来源于 B 份额的净值的涨跌，但有时溢价波动也是影响盈亏的因素，例如投资者预测市场由熊转牛，B 份额净值不变，B 份额的溢价率由 10% 增加到 20%，从交易价格上而言投资者也获利颇丰；投资者对市场预期由牛转熊，溢价率可能从 20% 减少到 10%，从交易价格上而言投资者也会亏损不小；极端情况下，分级基金触发下折，B 份额的 40% 溢价率可能会化为乌有，以致投资者亏损近半。具体的 B 份额的投资策略参见本书相关部分。

1.5 定期折算

分级基金 A 份额借钱给分级基金 B 份额用，分级基金 B 份额付给分级基金 A 份额“利息”（就是约定收益率），这个“利息”算在分级基金 A 份额每天的净值里，一年分级基金 A 份额能拿到一次，就是通过定期折算，把约定收益率通过母基金形式兑付给分级基金 A 份额的过程，类似于基金分红。

例如鹏华资源 A，约定收益为 5.75%^①，在分红日，鹏华资源 A 份额的净值为 1.0575 元，如果鹏华资源母基金（也称基础份额）净值为 1.200 元，10000 份鹏华资源 A 净值为 1.0575 元，总资产为 10575.00 元，经定期折算为 10000 份鹏华资源 A 净值为 1.0000 元，479.17 份（ $479.17 = 575 \text{元} / 1.2000 \text{元}$ ）鹏华资源母基金净值为 1.2000 元，总资产不变，仍为 10575.00 元。分级基金定期折算示意图如图 1.3 所示。

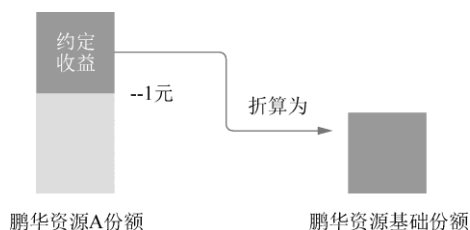


图 1.3 分级基金定期折算示意图

^① 资源 A 份额的收益率等于一年定期存款利率+3%，2015 年 7 月 21 日，本期约定收益率为 5.75%。

1.6 下折机制

基金成立初期分级基金 A 份额与分级基金 B 份额的净值都为 1.00 元，如果分级基金 B 份额净值跌没了，分级基金 A 份额的本金与利息将受到威胁，所以分级基金设置平仓机制。如果分级基金 B 份额净值跌到 0.25 元（转债分级是 0.45 元），分级基金将进行平仓操作。这个平仓操作称为分级基金下折机制。具体过程为：分级基金 B 份额的净值从 0.25 元折算成 1.00 元，保持净资产不变，份额对应缩小到原份额数量的 25%，同时分级基金 A 份额与分级基金 B 份额要维持 1:1（或 5:5），所以 1.00 元或 1.00 元以上净值的分级基金 A 份额也要跟着将份额缩小到原份额数量的 25%。分级基金 A 份额剩下的原份额数量的 75% 以母基金形式返还给投资者。下折是分级基金合同规定的一项保护分级基金 A 份额持有人利益的条款。折算逻辑如图 1.4 所示。

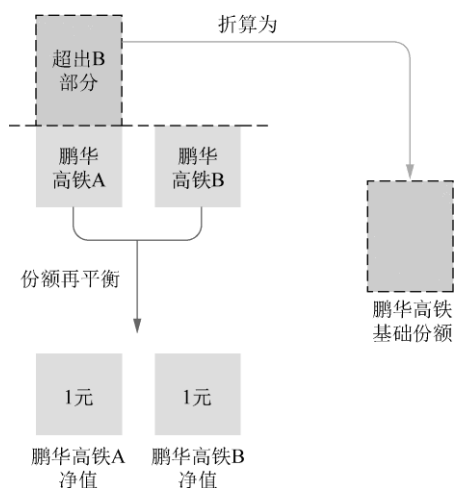


图 1.4 分级基金下折机制图

分级基金的折算过程为 T 日为折算触发日，T+1 日为折算基准日，T+2 日为折算执行日，T+3 日为折算结果公告日（T 日及 T+X 日均为交易日）。具体折算过程如图 1.5 所示。

例如：2015 年 7 月 7 日，鹏华高铁份额（场内简称高铁分级，基金代码：160639）的场外份额经折算后的份额数按截位法保留到小数点后两位，余额部分计入基金资产；鹏华高铁份额的场内份额、鹏华高铁 A 份额（场内简称高铁 A，基金代码：150277）、鹏华高铁 B 份额（场内简称高铁 B，基金代码：150278）经折算后的份额数取整计算（最小单位为 1 份），余额部分计入基金资产，如表 1.2 所示。



图 1.5 折算过程图

表 1.2 鹏华高铁分级下折表^②

基金份额名称	折算前基金份额 (单位:份)	折算前基金 份额净值 (单位:元)	份额折算 比例	折算后基金份额 (单位:份)	折算后基金 份额净值 (单位:元)
鹏华高铁场外 份额	193,278,634.45	0.592	0.592171401	114,454,079.74	1.000
鹏华高铁场外 份额	218,865,276.00	0.592	0.592171401	129,605,757.00	1.000
鹏华高铁 A 份额	4,746,862,824.00	1.005	0.178877050	879,104,818.00	1.000
			0.826588703	3,923,703,185.00 (注)	
鹏华高铁 B 份额	4,746,862,825.00	0.179	0.178877050	849,104,818.00	1.000

如果折算前投资者持有 10000 份鹏华高铁基础份额,经折算后的资产为:

$$\text{鹏华高铁基础份额} = 10000 \times 0.592171401 = 5921.71 \text{ 份}$$

如果折算前投资者持有 10000 份鹏华高铁 A 份额,经折算后的资产为:

$$\text{鹏华高铁 A 份额} = 10000 \times 0.178877050 = 1788.77 \text{ 份}$$

$$\text{鹏华高铁基础份额} = 10000 \times 0.826588703 = 8265.89 \text{ 份}$$

如果折算前投资者持有 10000 份鹏华高铁 B 份额,经折算后的资产为:

$$\text{鹏华高铁 B 份额} = 10000 \times 0.178877050 = 1788.77 \text{ 份}$$

^② 该“折算后基金份额”为鹏华高铁 A 份额经折算后产生的新增鹏华高铁场内份额。



笔者提示

如同本书价格、净值与折溢价率、杠杆部分表述的那样，分级基金 A 份额通常具有折价，触发下折即大部分 A 份额转换为母基金，母基金可赎回，折价买入分级基金 A 份额的投资者变相获取分级基金 A 份额折价的消除收益。相应的是，溢价买入分级基金 B 份额的投资者，由于分级基金 B 份额折算后份额减少且杠杆降低等原因，溢价率大幅降低导致亏损。

1.7 上折机制

分级基金投资者偏好分级基金 B 份额的杠杆，如同本书价格、净值与折溢价率、杠杆部分表述的那样，B 份额净值杠杆 = 初始杠杆率 × 母基金净值 / B 份额净值 × 100%。随着母基金净值增长，分级基金 B 份额的净值杠杆越来越小，如图 1.6 所示。

为避免分级基金 B 份额净值杠杆过低，分级基金通常设置有上折机制。母基金净值到达上折阈值，触发上折机制将母份额、A 份额、B 份额净值归 1.00，将 A、B 份额净值高于 1.00 部分折算为母基金的过程称为分级基金上折机制^③。分级基金上折阈值起初设置为母基金净值 2.0000 元，对应的分级基金 B 份额（最小）净值杠杆为 1.33 倍，为提高分级基金 B 份额的（最小）净值杠杆，新设的分级基金纷纷将上折阈值降低为母基金净值 1.5000 元，对应的分级基金 B 份额（最小）净值杠杆为 1.50 倍，有

③ 并非所有分级基金都设有上折机制，并非所有分级基金 A 份额都参与上折过程，具体参见相应的分级基金合同。

些分级基金设置上折阈值甚至为母基金净值 1.4000 元,对应的分级基金 B 份额(最小)净值杠杆为 1.56 倍。折算逻辑如图 1.7 所示。

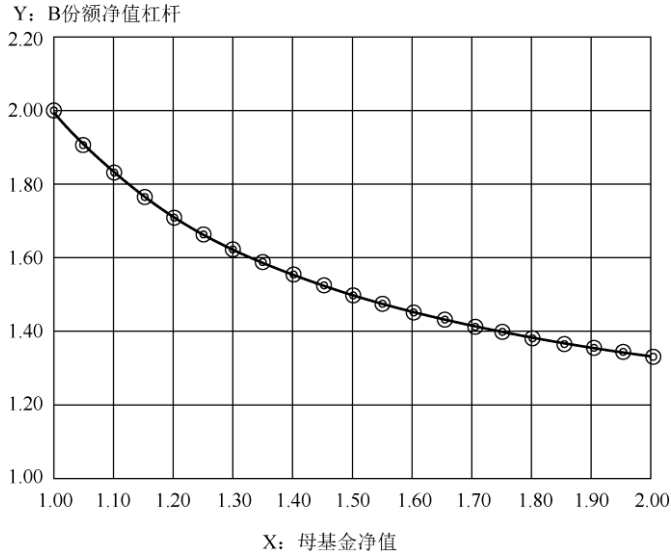


图 1.6 母基金净值与 B 份额净值杠杆关系图

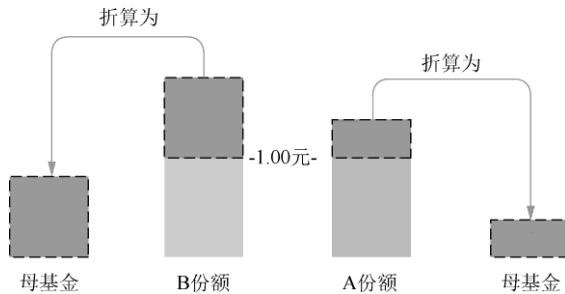


图 1.7 分级基金上折机制

例如，2015 年 5 月 7 日，鹏华国防份额（场内简称国防分级，基金代码：160630）的场外份额经折算后的份额数按截位法保留到小数点后两位，余额部分计入基金资产；鹏华国防份额的场内份额、鹏华国防 A 份额

(场内简称国防 A, 基金代码: 150205)、鹏华国防 B 份额(场内简称国防 B, 基金代码: 150206)经折算后的份额数取整计算(最小单位为 1 份), 余额部分计入基金资产, 如表 1.3 所示。

表 1.3 鹏华国防分级上折表

基金份额名称	折算前基金份额 (单位: 份)	折算前基金份额 净值(单位: 元)	新增份额折 算比例	折算后基金份额 (单位: 份)	折算后基金份额 净值(单位: 元)
鹏华国防场外 份额	1,231,100,852.04	1.521	0.521406494	1,873,004,831.06	1.000
鹏华国防场内 份额	312,404,214.00	1.521	0.521406494	475,166,809.00	1.000
鹏华国防 A 份额	340,489,884.00	1.025	0.024787671	340,489,884.00	1.000
				8,439,951.00 ^④	
鹏华国防 B 份额	340,489,884.00	2.017	1.018025316	340,489,884.00	1.000
				346,627,321.00 ^⑤	

如果折算前投资者持有 10000 份鹏华国防基础份额, 经折算后的资产为:

$$\text{鹏华国防基础份额} = 10000 \times (1 + 0.521406494) = 15214.06 \text{ 份}$$

如果折算前投资者持有 10000 份鹏华国防 A 份额, 经折算后的资产为:

$$\text{鹏华国防 A 份额} = 10000 \text{ 份}$$

$$\text{鹏华国防基础份额} = 10000 \times 0.024787671 = 247.88 \text{ 份}$$

如果折算前投资者持有 10000 份鹏华国防 B 份额, 经折算后的资产为:

④ 该“折算后基金份额”为鹏华国防 A 份额经折算后产生的新增鹏华国防场内份额。

⑤ 该“折算后基金份额”为鹏华国防 B 份额经折算后产生的新增鹏华国防场内份额。

鹏华国防 B 份额 = 10000 份

鹏华国防基础份额 = $10000 \times 1.018025316 = 10180.25$ 份

1.8 配对转换机制

最初的分级基金并没有配对转换业务，分级基金 A、B 份额均具有 3~5 年的封闭期。封闭期的存在导致基金份额折价及基金规模无法增长等问题，为解决这些问题，分级基金引入配对转换机制。配对转换业务是指开放式分级基金的场内份额分拆及合并业务。

以鹏华中证 A 股资源产业指数分级基金为例，该基金共分为鹏华资源分级（160620）、鹏华资源 A（150100）、鹏华资源 B（150101）三类份额。在配对转换业务开通后，2 份鹏华资源份额可以分拆为 1 份鹏华资源 A 份额与 1 份鹏华资源 B 份额；相反，1 份鹏华资源 A 份额与 1 份鹏华资源 B 份额也可以合并为 2 份鹏华资源份额，如图 1.8 所示。

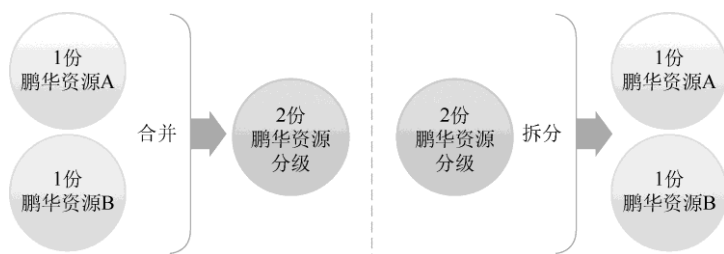


图 1.8 分级基金配对转换

配对转换机制为投资者提供交易之外的参与与退出机制。投资者可以通过申购母基金进行拆分卖出 A 份额得到 B 份额，同样可以卖出 B 份额

保留 A 份额，或者 A、B 份额都卖获取套利收益。投资者也可以在持有 A 或 B 份额的情况下，买入 B 或 A 进行合并赎回进行套利。

当 A 份额价格 + B 份额价格 $\geq 2 \times$ 母基金份额净值 + 交易成本时（申购费），可以进行分级基金溢价套利（或称分级基金申购套利），具体流程如图 1.9 所示。

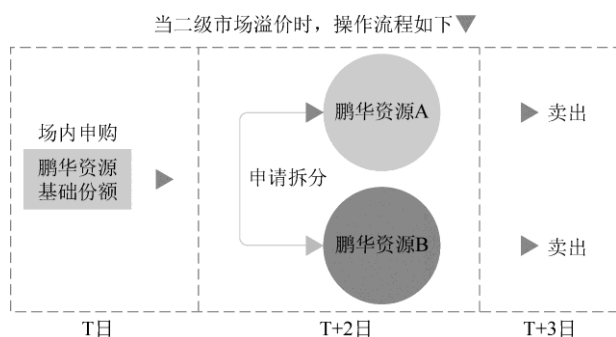


图 1.9 分级基金溢价套利示意图

当 A 份额价格 + B 份额价格 $\leq 2 \times$ 母基金份额净值 - 交易成本时（赎回费），可以进行分级基金折价套利（或称分级基金赎回套利），具体流程如图 1.10 所示。

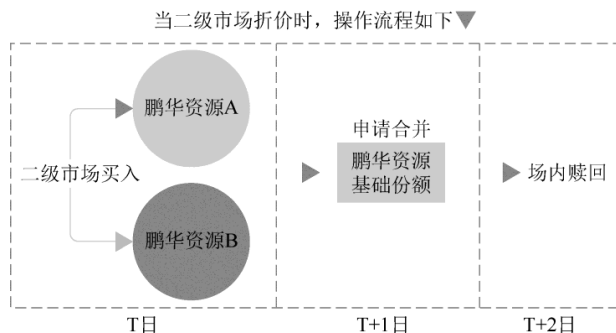


图 1.10 分级基金折价套利示意图

1.9 份额盲拆

传统分级基金溢价套利，正常情况下，T日15点前场内申购的母基金，在T+2工作日看到母基金份额后才能申请分拆，T+3日可以卖出A份额与B份额。如何提高溢价套利效率，将原有溢价套利所需3个交易日缩减到2个交易日，不仅可以提高资金利用效率，而且可以减少母基金暴露在指数系统风险的时间？这个问题的方案就是“份额盲拆”。份额盲拆实际上也是分级基金分拆的一种方法，“份额盲拆”是在T+1日还未看到母基金份额时就可以申请分拆。

T+2溢价套利券商名单（T日申购母基金，T+1日盲拆为A+B，T+2日卖出A、B份额）：华泰、银河、广发、中信、申万、中信建投、方正、国海、民生、国金、兴业、齐鲁、中金（通达信版）、湘财、招商、西南、国泰、万联。

T+1折价套利券商名单（T日买入A、B份额合并，T+1日赎回）：华泰、银河、兴业、国金。

手机版可操作盲拆券商名单：华泰、齐鲁、招商。

其中，华泰、银河两家券商在交易系统方面受到了广泛好评，在赎回母基金资金到账效率上也具有很大优势（T+2到账）。

以华泰手机版为例，如图1.11所示。



图 1.11 份额盲拆操作示意图

表 1.4 份额盲拆流程

T 日	场内申购母基金，起点 50000 元。
T+1 日	盲拆 1. 估算申购的母基金份额。例如申购 5 万元鹏华国院分级母基金，对应的申购费率为 0.50%，假定申购当日（T 日）基金净值为 1.386 元，则份额估算： $\text{净申购金额} = 50,000 / (1 + 0.50\%) = 49,751.24 \text{ 元};$
T+1 日	$\text{申购份额} = 49,751.24 / 1.386 = 35,895 \text{ 份};$ 在盲拆过程中必须是偶数，同时为了保证成功盲拆，可以分批拆，比如分次分拆 30000、5000、800
T+2 日	开盘后，分别卖出 A 与 B，与卖出股票一样

1.10 B 份额的融资成本

融资成本是资金所有权与资金使用权分离的产物，融资成本的实质是资金使用者支付给资金所有者的报酬。由于企业融资是一种市场交易行为，有交易就会有交易费用，资金使用者为了能够获得资金使用权，就必须支付相关的费用，如委托金融机构代理发行股票、债券而支付的注册费和代理费，向银行借款支付的手续费等。企业融资成本实际上包括两部分：

融资费用和资金使用费。

关于分级 B 的融资成本，一种简单的测算方法认为，这个指标揭示了一年中 B 类所有费用，即如果指数不涨不跌，B 份额将损失掉的本金比例。这部分成本主要分为如下两个部分。

1. 支付A份额的利息

$$\text{融资成本 (1)} = \frac{\text{付给A份额的利息}}{\text{买入成本}} = \frac{\text{约定收益率}}{\text{B份额二级市场买入价格}}$$

2. 管理费、托管费、标的指数使用费等，由母份额收取，但由B份额承担

$$\begin{aligned} \text{融资成本 (2)} &= \frac{\text{费用}}{\text{买入成本}} \\ &= \frac{\text{管理费率}1\% + \text{托管费率}0.22\% + \text{标的指数使用费率}0.02\% \times 2 \times \text{母份额净值}}{\text{B份额二级市场买入价格}} \end{aligned}$$

(计算公式中以鹏华新丝路分级作为分级举例，是当前市场上常见的费率结构。各基金管理人旗下的分级基金产品费用规定不尽相同，请以基金公告为准。)

3. B份额融资成本

$$\begin{aligned} \text{B 份额融资成本} &= \text{融资成本 (1)} + \text{融资成本 (2)} \\ &= \frac{\text{付给A份额的利息} + \text{承担的所有基金费用}}{\text{买入成本}} \\ &= \frac{\sum (\text{A净值} \times \text{约定收益率} + \text{费率} \times \text{A净值} + \text{B净值})}{\text{B份额二级市场买入价格}} \end{aligned}$$

由于净值和二级市场价格是每日变动的，因此 B 份额融资成本也是动态的。

2

第 2 章

分级基金的发展历程

指数分级的本质是市场经济的选择，也是金融市场发展中指数化投资的必经之路，已经成为普通投资者转变为专业投资者的重要工具之一。

——鹏华基金量化及衍生品部总经理 王咏辉

分级基金的特征：标准复制、择时择势、高效流动；分级基金的特性：行业配置、固收期权、平民杠杆；分级基金适应各类投资者，前景广阔，也是公募基金走向工具化发展的积极探索和创新。

——鹏华基金渠道业务部总经理 陈小荣

所有的新事物都不是一蹴而就的，都有着曲折的发展并凭借自身顽强适应环境变化。自 2007 年第一支分级基金出现之后，历经 8 年曲折成长，终于从起初的 60 亿规模增长到今天的 5000 多亿规模。正如我们之前所说，任何新事物的成长都充满艰辛。“以史为鉴，可以知兴替”，通过介绍分级基金的发展历程可以帮助读者理解现有分级基金结构由来，如图 2.1 所示。

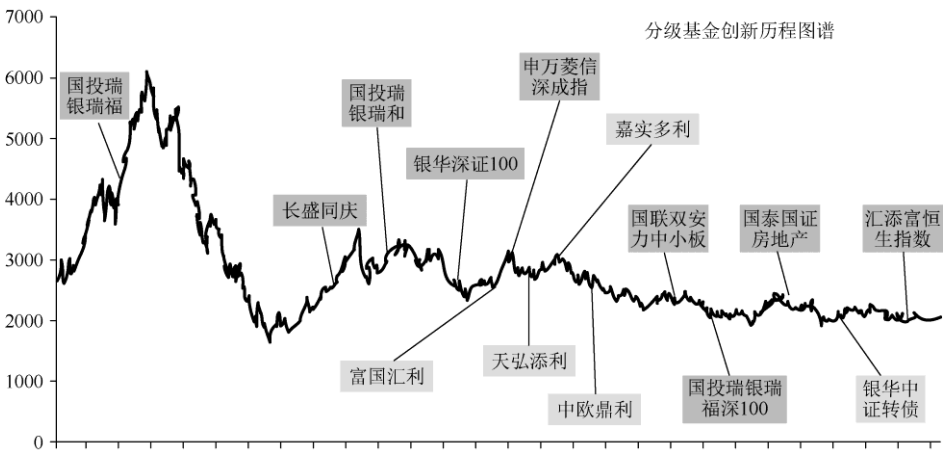


图 2.1 分级基金创新历程图谱

2.1 初出茅庐

2007 年，第一支主动投资型分级基金是国投瑞银瑞福分级基金，首发规模 60 亿元。起初的分级基金是封闭式的，封闭期为五年。初始 A、B 份额的比例为 5:5，B 份额在券商渠道销售并上市交易，A 份额在银行端销售，每年开放一次，A 份额的约定收益率为年化 6%。由于 B 份额的杠杆性，B 份额似乎一直溢价交易，首发申购 B 份额的投资者在 B 份额上市赚到溢价。当时还未引入 A、B 份额的概念，稳健份额称为瑞福优先，

进取份额称为瑞福进取。B 份额的封闭期为五年，A 份额每年开放一次且约定收益率为 6%，在起初市场利率低于 6% 时候，A、B 份额的比例为 5:5，之后当市场利率走高时，A 份额出现净赎回，导致 B 份额杠杆性降低，这或许是之后的分级基金 A 的约定收益率修改为一年定期存款利率 + 3%~5% 的原因之一。

2009 年，长盛基金如法炮制推出长盛同庆，产品的封闭期为三年，A、B 份额比例为 4:6。如果 A、B 分开募集，很难保证销售 A、B 份额整合符合预定比例，所以长盛同庆引入申购母基金之后上市分拆为 A 份额与 B 份额的机制。

借助于当时是市场唯一的分级基金 B 份额，瑞福进取长期大幅溢价。长盛同庆市场营销策略为 B 份额溢价、A 份额平价，申购必有套利空间。营销策略非常成功，基金公司的销售目标本为 60 亿，结果销售了 150 亿。申购资金都是为套利而来，谁套谁的利呢？结果 B 份额上市首日，60 亿份 B 份额争相卖出，由于接盘力量不足，打着套利算盘的持有人改玩“跑得快”了，B 份额上市首日跌停，次日继续下跌。同时，主动管理型分级的问题暴露出来，原本 B 份额具有 1.67 倍杠杆，结果源于产品选股问题与仓位不足问题，导致 B 份额的实际杠杆不足 1.2。同庆 B 长期折价交易……分级基金进入暗淡期。长盛以此收 150 亿规模三年的管理费，此产品对于基金公司意义重大。

由于长盛同庆仅设有母基金分拆为 A、B 份额的模式，虽然 B 份额大幅折价、A 份额基本平价，分级基金整体折价，但无法进行折价套利。同年，国投瑞银发行了开放式的瑞和沪深 300 指数分级基金，成为第一支可

以子母基金配对转换的 LOF 指数型分级基金。但是由于长盛同庆的阴影，瑞和的发行并不成功。但是，配对转换机制与指数化投资为未来分级基金留下宝贵的经验。

2.2 摸着石头过河

2010 年，基金公司吸取长盛同庆主动管理型分级、借鉴配对转换机制继续分级基金的探索，国联安基金推出跟踪中证 100 指数的国联安双禧分级基金，A、B 份额比例为 4:6、申万菱信推出深成指分级基金，A、B 份额比例为 5:5、银华基金推出深证 100 分级基金，A、B 份额比例为 5:5。根据后来经验，投资者喜好高杠杆、高弹性的 B 份额。相比中证 100 指数的弹性不足，深证 100 指数具有优势，同时配合 2010 年市场的四万亿的行情，B 份额的威力展现，银华深证 100 指数分级基金大受欢迎，银华基金逐渐取代了长盛金融资型分级基金霸主地位。银华之后相继推出等权 90 分级、银华消费分级股票、银华中证内地资源指数分级。

2012 年年初，证监会基金部出台《分级基金产品审核指引》，规定了分级基金为融资型分级基金。股票型分级基金初始份额杠杆不超过两倍，即 A、B 份额的比例最大为 5:5，初始杠杆 = $1/B$ 份额比例；净值杠杆最大不超过 6 倍，即分级基金下拆阈值为 B 份额净值 0.25 元；债券型分级基金初始份额杠杆不超过 3.333 倍，即 A、B 份额的比例最大为 3:7，净值杠杆不超过 8 倍。场内合并募集的分级基金认购额不低于 5 万元。

同年，第一个分级基金银华等权 90 分级基金下拆，A 份额价格大涨，

改变了机构投资者对 A 类份额的定价。债券的定价由利率与期限决定，A 份额被大家认为是永续债，结果等权 90 不到两年触发下拆，相当于 A 份额 75% 到期还本付息，永续债变成了两年期债，A 份额估值大变。

起初分级基金“上拆”阈值为 2.00 元，对应的 B 份额杠杆为 1.33，B 份额越上涨杠杆越小，产品吸引力越小，以致产品规模越小，之后各个基金公司分别将“上拆”阈值调整为 1.500 元，也为 2014 年分级基金频繁“上拆”留下伏笔。

2013 年，银华第一个布局转债分级，投资者喜好高杠杆产品，但是《分级基金产品审核指引》规定股票分级的初始最大杠杆是两倍，转债分级按债券分级可以发行 A、B 份额比例为 7:3 的分级，即 B 份额初始杠杆为 3.33，再加上基金回购杠杆 1.4，最大杠杆高达 4.67。一旦市场启稳回升，正股价格高于转股价格，转债的股性凸现。之后，招商、东吴相继推出转债分级基金。

2.3 蓬勃发展

分级基金两个核心因素为杠杆倍数与投资指数质地，由于《分级基金产品审核指引》规定股票分级的最大初始杠杆为两倍，所以只能在投资指数上进行研发创新。各个基金公司在积极布局行业指数分级与主题指数分级，比如富国基金的国企改革指数分级，新能源汽车指数分级等；申万菱信的证券分级、环保分级、军工分级；鹏华基金的资源分级、信息分级、非银分级、地产分级、军工分级；国泰基金的地产分级、医药分级、食品

● 分级基金与投资策略 ●●●

分级，如图 2.2 所示。

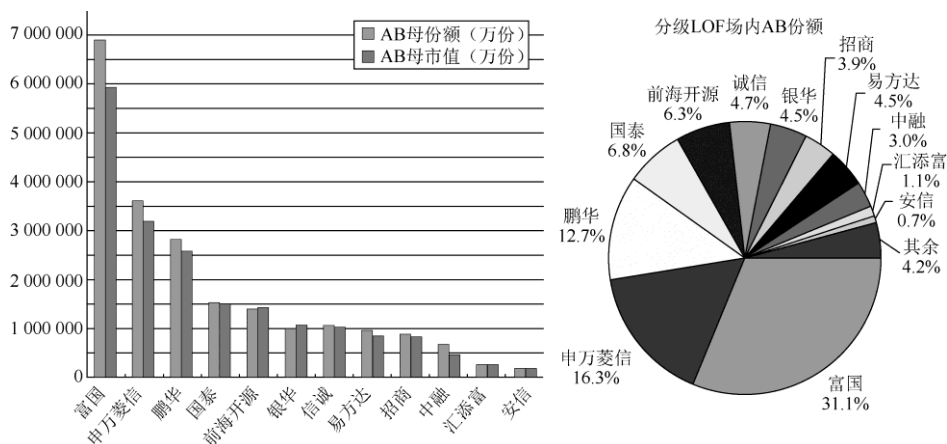
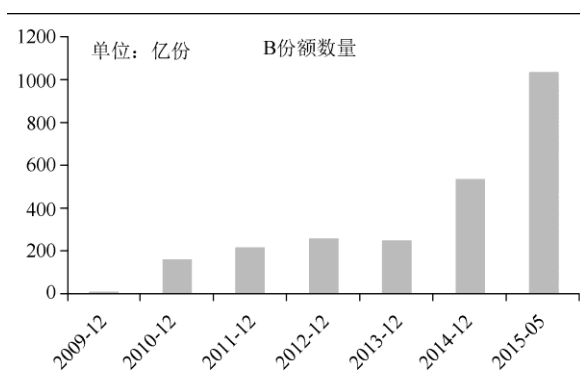


图 2.2 基金公司分级基金市场占比（数据来源：紫葳侍郎）

分级基金规模的扩大总是跟市场高度相关，2013 年之前，市场处在熊市之中，分级基金的规模扩张缓慢；2013 年之后市场逐渐转暖，分级基金也从 2013 年开始快速扩张。截至 2015 年 3 月 31 日，股票型分级基金资产规模已经接近 2000 亿元，截至 2015 年 6 月 30 日，分级基金规模已超过 5000 亿份（包括场内份额与场外份额），如图 2.3 所示。



数据来源：Wind，招商证券

图 2.3 分级基金 B 份额数量

随着基金规模的扩大，股票分级 B 份额成交日益活跃，截至 2015 年 5 月 25 日，过去一个月 B 份额的平均日成交金额合计为 155.6 亿元，最活跃的一支产品证券 B 日均成交金额达到 25.8 亿元，已经成为市场上重要的资产类别之一。

相对而言，鹏华基金的行业分级产品线最完善，已上市分级基金达到 14 支。

具体参见表 2.1。

表 2.1 鹏华基金旗下分级基金

序号	母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A 基代码	A 基名称	B 基代码	B 基名称	比例	基金公司
1	160620	资源分级	A 股资源	2012/9/27	150100	资源 A	150101	资源 B	5:5	鹏华基金
2	160625	证保分级	800 证保	2014/5/5	150177	证保 A	150178	证保 B	5:5	鹏华基金
3	160626	信息分级	中证信息	2014/5/5	150179	信息 A	150180	信息 B	5:5	鹏华基金
4	160628	房地产	800 地产	2014/9/12	150192	地产 A	150193	地产 B	5:5	鹏华基金
5	160629	传媒分级	中证传媒	2014/12/11	150203	传媒 A	150204	传媒 B	5:5	鹏华基金
6	160630	国防分级	中证国防	2014/11/13	150205	国防 A	150206	国防 B	5:5	鹏华基金
7	160631	银行指基	中证银行	2015/4/17	150227	银行 A	150228	银行 B	5:5	鹏华基金
8	160632	酒分级	中证酒	2015/4/29	150229	酒 A	150230	酒 B	5:5	鹏华基金
9	160633	券商指基	证券公司	2015/5/6	150235	券商 A 级	150236	券商 B 级	5:5	鹏华基金
10	160634	环保分级	中证环保	2015/6/16	150237	环保 A 级	150238	环保 B 级	5:5	鹏华基金
11	160636	互联网	移动互联	2015/6/16	150245	互联 A	150246	互联 B	5:5	鹏华基金
12	160637	创业指基	创业板指	2015/6/9	150243	创业 A	150244	创业 B	5:5	鹏华基金
13	160638	带路分级	一带一路	2015/5/18	150273	带路 A	150274	带路 B	5:5	鹏华基金
14	160639	高铁分级	高铁产业	2015/5/27	150277	高铁 A	150278	高铁 B	5:5	鹏华基金
15	160640	新能源	中证新能	2015/5/29	150279	新能 A	150280	新能 B	5:5	鹏华基金

杠杆化产品的创新从未停止，2013 年年初，中欧上报的第一支多空分级，仅有几次象征性的反馈，并无实质进展，杠杆 ETF 的前途未卜。基金公司现在两手准备，一边搞传统分级基金、一边搞新杠杆工具创新。期待金融工具更加丰富。

2.4 分级基金的未来

A 股市场的股票数量已经近 3000，普通个人投资者已经无法凭借自己的能力将股票进行甄别与筛选，普通投资者需要多元的工具化产品。基金公司可将行业、主题或概念编制为指数，并发起跟踪指数的分级基金。分级基金的多样化，已经改变了普通投资的投资习惯，很多投资者的切身体验为“选股不如分级”。

在美国，同样兴起了另外一种将投资简单化的模式“Motif Investing”。Motif Investing^①上线于 2012 年 6 月，是个投资组合服务提供商，它的投资组合被称为 Motif。一个 Motif 包含一组具有相似主题或理念的多支证券（包括股票、证券等，最多达 30 支），例如云计算、移动互联网、3D 打印，如图 2.4 所示。

用户可以根据自己的投资理念，从平台上选择已有的 Motif 直接使用，也可修改（包括调整其中包含的股票/基金组成及权重）后使用，更可以创建自己的全新 Motif 组合。

① www.motifinvesting.com/



图 2.4 Motif 组合示意图

Motif Investing 平台的新颖之处在于：

(1) 提供了强大的自助式投资组合设计工具，用户可非常方便、直观地修改、创建、评估 Motif，只需要几分钟便可拥有个性化的投资组合。

(2) 引入社交机制，用户可以把自己的 Motif 分享给好友或者选定的圈子，大家共同对 Motif 进行讨论和优化。

Motif 的盈利模式也十分有趣，虽然 Motif 提供投资组合服务，但这些投资组合都是用户自主设定的，所以它并不收取基金管理费。用户可以通过 Motif 去贩卖自己的投资组合模型，Motif 会从中收取一定的提成，越赚钱的 Motif 投资组合模型会购买者越多，Motif 建立的“生态环境”

可以自动“优胜劣汰”出靠谱的投资组合。

分级基金与 Motif 组合两种方法具有共同之处，Motif Investing 根据一个概念给出一个股票组合，分级也是根据一个概念（宽基指数、行业指数、主题指数、概念组合等）给出一个指数并赋予杠杆。

可将分级基金的发展分为如下几代。

第一代分级：指以国投瑞银瑞福分级基金为代表的分级基金，分级基金 A、B 份额分开募集，基金整体采取主动管理。

第二代分级：指以长盛同庆分级基金为代表的分级基金，分级基金合并募集后将母基金按比例分拆为 A、B 份额并上市的模式。

第三代分级：指以银华深 100 分级基金为代表的分级基金，在第二代基础上完善配对转换机制（申购拆分，合并赎回），并且基金整体采取被动化指数管理。

自《分级基金产品审核指引》之后，分级基金的结构基本稳定，分级基金的区别主要体现在投资指数的不同。第三代分级的 1.0 产品，是跟踪宽基指数，也就是中证 500、沪深 300 指数分级等。这样的投资标的没有任何特色，对公司来讲也没有开发门槛，投资者想发挥一点点能动性都很难；2.0 时代的产品，出现了行业指数，有跟踪房地产、医药等行业指数的分级产品出现，3.0 时代产品，是主题型的分级基金。例如中证军工指数分级、国企改革指数分级，到后来的新能源汽车指数分级、移动互联网指数分级、工业 4.0 指数分级等。

从这个角度而言，未来分级基金等于 Motif 化的指数并赋予杠杆的模

分级基金与投资策略

式，随着投资管理的高效率化与基金运营成本的降低，或许可以出现更多的 Motif 化的分级基金。

附录 2.1 分级基金表

母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A 基代码	A 基名称	B 基代码	B 基名称	A:B 比例	基金管理人
160127	南方消费	主动基金	2012 年 3 月	150049	消费收益	150050	消费进取	5:05	南方基金
160135	高铁基金	高铁产业	2015 年 6 月	150293	高铁 A 级	150294	高铁 B 级	5:05	南方基金
160136	改革基金	国企改革	2015 年 6 月	150295	改革 A	150296	改革 B	5:05	南方基金
160137	互联基金	互联网	2015 年 7 月	150297	互联 A 级	150298	互联 B 级	5:05	南方基金
160217	国泰互利	中证全债	2011 年 12 月	150066	互利 A	150067	互利 B	7:03	国泰基金
160218	国泰地产	国证地产	2013 年 2 月	150117	房地产 A	150118	房地产 B	5:05	国泰基金
160219	国泰医药	国证医药	2013 年 10 月	150130	医药 A	150131	医药 B	5:05	国泰基金
160221	国泰有色	国证有色	2015 年 3 月	150196	有色 A	150197	有色 B	5:05	国泰基金
160222	国泰食品	国证食品	2014 年 10 月	150198	食品 A	150199	食品 B	5:05	国泰基金
160224	国泰 TMT	TMT50	2015 年 3 月	150215	TMT A	150216	TMT B	5:05	国泰基金
160417	华安 300	沪深 300	2012 年 6 月	150104	HS300A	150105	HS300B	5:05	华安基金
160418	银行股基	中证银行	2015 年 6 月	150299	银行股 A	150300	银行股 B	5:05	华安基金
160419	证券股基	证券公司	2015 年 6 月	150301	证券股 A	150302	证券股 B	5:05	华安基金
160420	创业 50	创业板 50	2015 年 7 月	150303	创业 50A	150304	创业 50B	5:05	华安基金
160516	博时证保	800 证保	2015 年 5 月	150225	证保 A 级	150226	证保 B 级	5:05	博时基金
160517	博时银行	中证银行	2015 年 6 月	150267	银行 A 类	150268	银行 B 类	5:05	博时基金
160620	资源分级	A 股资源	2012 年 9 月	150100	资源 A	150101	资源 B	5:05	鹏华基金
160625	证保分级	800 证保	2014 年 5 月	150177	证保 A	150178	证保 B	5:05	鹏华基金
160626	信息分级	中证信息	2014 年 5 月	150179	信息 A	150180	信息 B	5:05	鹏华基金
160628	房地产	800 地产	2014 年 9 月	150192	地产 A	150193	地产 B	5:05	鹏华基金
160629	传媒分级	中证传媒	2014 年 12 月	150203	传媒 A	150204	传媒 B	5:05	鹏华基金
160630	国防分级	中证国防	2014 年 11 月	150205	国防 A	150206	国防 B	5:05	鹏华基金

第2章 分级基金的发展历程

续表

母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A基代码	A基名称	B基代码	B基名称	A:B比例	基金管理人
160631	银行指基	中证银行	2015年4月	150227	银行 A	150228	银行 B	5:05	鹏华基金
160632	酒分级	中证酒	2015年4月	150229	酒 A	150230	酒 B	5:05	鹏华基金
160633	券商指基	证券公司	2015年5月	150235	券商 A 级	150236	券商 B 级	5:05	鹏华基金
160634	环保分级	中证环保	2015年6月	150237	环保 A 级	150238	环保 B 级	5:05	鹏华基金
160636	互联网	移动互联	2015年6月	150245	互联 A	150246	互联 B	5:05	鹏华基金
160637	创业指基	创业板指	2015年6月	150243	创业 A	150244	创业 B	5:05	鹏华基金
160638	带路分级	一带一路	2015年5月	150273	带路 A	150274	带路 B	5:05	鹏华基金
160639	高铁分级	高铁产业	2015年5月	150277	高铁 A	150278	高铁 B	5:05	鹏华基金
160640	新能源	中证新能	2015年5月	150279	新能 A	150280	新能 B	5:05	鹏华基金
160808	长盛同瑞	中证 200	2011年12月	150064	同瑞 A	150065	同瑞 B	4:06	长盛基金
160809	长盛同辉	深 100EW	2012年9月	150108	同辉 100A	150109	同辉 100B	5:05	长盛基金
160814	金融地产	中证金融	2015年6月	150281	金融地 A	150282	金融地 B	5:05	长盛基金
161022	创业分级	创业板指	2013年9月	150152	创业板 A	150153	创业板 B	5:05	富国基金
161024	军工分级	中证军工	2014年4月	150181	军工 A	150182	军工 B	5:05	富国基金
161025	移动互联	移动互联	2014年9月	150194	互联网 A	150195	互联网 B	5:05	富国基金
161026	国企改革	国企改革	2014年12月	150209	国企改 A	150210	国企改 B	5:05	富国基金
161027	证券分级	证券公司	2015年3月	150223	证券 A 级	150224	证券 B 级	5:05	富国基金
161028	新能源车	CS 新能源车	2015年3月	150211	新能源车 A	150212	新能源车 B	5:05	富国基金
161029	银行分级	中证银行	2015年4月	150241	银行 A 级	150242	银行 B 级	5:05	富国基金
161030	体育分级	中证体育	2015年6月	150307	体育 A	150308	体育 B	5:05	富国基金
161031	工业 4	工业 4.0	2015年6月	150315	工业 4A	150316	工业 4B	5:05	富国基金
161032	煤炭基金	中证煤炭	2015年6月	150321	煤炭 A 基	150322	煤炭 B 基	5:05	富国基金
161118	易基中小	中小板指	2012年9月	150106	中小 A	150107	中小 B	5:05	易方达基金
161121	银行业	中证银行	2015年6月	150255	银行业 A	150256	银行业 B	5:05	易方达基金
161122	生物分级	CSWD 生科	2015年6月	150257	生物 A	150258	生物 B	5:05	易方达基金

续表

母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A基代码	A基名称	B基代码	B基名称	A:B比例	基金管理人
161123	重组分级	CSWD 并购	2015年6月	150259	重组A	150260	重组B	5:05	易方达基金
161223	国投成长	创业成长	2015年3月	150213	成长A级	150214	成长B级	5:05	国投瑞银
161507	银河增强	300成长	2013年3月	150121	银河优先	150122	银河进取	5:05	银河基金
161628	融通军工	中证军工	2015年7月	150335	军工股A	150336	军工股B	5:05	融通基金
161715	大宗商品	大宗商品	2012年6月	150096	商品A	150097	商品B	5:05	招商基金
161718	高贝分级	300高贝	2013年8月	150145	高贝塔A	150146	高贝塔B	5:05	招商基金
161719	转债分级	中信转债	2014年7月	150188	转债优先	150189	转债进取	7:03	招商基金
161720	券商分级	证券公司	2014年11月	150200	券商A	150201	券商B	5:05	招商基金
161721	地产分级	地产等权	2014年11月	150207	地产A端	150208	地产B端	5:05	招商基金
161723	银行基金	中证银行	2015年5月	150249	银行A端	150250	银行B端	5:05	招商基金
161724	煤炭分级	煤炭等权	2015年5月	150251	煤炭A	150252	煤炭B	5:05	招商基金
161725	白酒分级	中证白酒	2015年5月	150269	白酒A	150270	白酒B	5:05	招商基金
161726	生物医药	生物医药	2015年5月	150271	生物药A	150272	生物药B	5:05	招商基金
161811	300分级	沪深300	2014年1月	150167	银华300A	150168	银华300B	5:05	银华基金
161812	100分级	深证100R	2010年5月	150018	银华稳进	150019	银华锐进	5:05	银华基金
161816	90分级	等权90	2011年3月	150030	中证90A	150031	中证90B	5:05	银华基金
161818	消费分级	主动基金	2011年9月	150047	消费A	150048	消费B	2:08	银华基金
161819	中证资源	内地资源	2011年12月	150059	资源A级	150060	资源B级	4:06	银华基金
161825	800分级	800等权	2013年11月	150138	中证800A	150139	中证800B	5:05	银华基金
161826	中证转债	中证转债	2013年8月	150143	转债A级	150144	转债B级	7:03	银华基金
161831	H股分级	恒生国企	2014年4月	150175	H股A	150176	H股B	5:05	银华基金
161910	成长分级	创业成长	2012年8月	150090	成长A	150091	成长B	5:05	万家基金
162010	长城久兆	中小300P	2012年1月	150057	中小300A	150058	中小300B	4:06	长城基金
162107	金鹰500	中证500	2012年6月	150088	金鹰500A	150089	金鹰500B	5:05	金鹰基金

第 2 章 分级基金的发展历程

续表

母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A 基代码	A 基名称	B 基代码	B 基名称	A:B 比例	基金管理人
162216	泰达 500	中证 500	2011 年 12 月	150053	泰达 500A	150054	泰达 500B	4:06	泰达宏利
162412	医疗分级	中证医疗	2015 年 5 月	150261	医疗 A	150262	医疗 B	5:05	华宝兴业
162413	1000 分级	中证 1000	2015 年 6 月	150263	1000A	150264	1000B	5:05	华宝兴业
162509	双禧 100	中证 100	2010 年 4 月	150012	双禧 A	150013	双禧 B	4:06	国联安基金
162714	深 100 基	深证 100P	2012 年 5 月	150083	深证 100A	150084	深证 100B	5:05	广发基金
162907	泰信 400	基本 400	2012 年 9 月	150094	泰信 400A	150095	泰信 400B	5:05	泰信基金
163109	申万深成	深证成指	2010 年 10 月	150022	深成指 A	150023	深成指 B	5:05	申万菱信
163111	申万中小	中小板指	2012 年 5 月	150085	中小板 A	150086	中小板 B	5:05	申万菱信
163113	申万证券	CSSW 证券	2014 年 3 月	150171	证券 A	150172	证券 B	5:05	申万菱信
163114	申万环保	中证环保	2014 年 5 月	150184	环保 A	150185	环保 B	5:05	申万菱信
163115	申万军工	中证军工	2014 年 7 月	150186	军工 A 级	150187	军工 B 级	5:05	申万菱信
163116	申万电子	申万电子	2015 年 5 月	150231	电子 A	150232	电子 B	5:05	申万菱信
163117	申万传媒	申万传媒	2015 年 5 月	150233	传媒业 A	150234	传媒业 B	5:05	申万菱信
163118	医药生物	医药生物	2015 年 6 月	150283	SW 医药 A	150284	SW 医药 B	5:05	申万菱信
163209	诺安中创	创业成长	2012 年 3 月	150073	诺安稳健	150075	诺安进取	4:06	诺安基金
163406	兴全合润	主动基金	2010 年 4 月	150016	合润 A	150017	合润 B	4:06	兴业基金
164304	新华环保	中证环保	2014 年 9 月	150190	NCF 环保 A	150191	NCF 环保 B	5:05	新华基金
164401	健康分级	健康产业	2015 年 4 月	150219	健康 A	150220	健康 B	5:05	前海开源
164402	中航军工	军工指数	2015 年 3 月	150221	中航军 A	150222	中航军 B	5:05	前海开源
164508	国富 100	中证 100	2015 年 3 月	150135	国富 100A	150136	国富 100B	5:05	国海富兰克林
164705	添富恒生	恒生指数	2014 年 3 月	150169	恒生 A	150170	恒生 B	5:05	汇添富基金
164809	工银 500	中证 500	2012 年 1 月	150055	500A	150056	500B	4:06	工银瑞信
164811	100 母基	深证 100P	2012 年 10 月	150112	深 100A	150113	深 100B	5:05	工银瑞信
164818	传媒母基	中证传媒	2015 年 5 月	150247	传媒 A 级	150248	传媒 B 级	5:05	工银瑞信

续表


母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A 基代码	A 基名称	B 基代码	B 基名称	A:B 比例	基金管理人
164905	交银新能	国证新能	2015 年 3 月	150217	新能源 A	150218	新能源 B	5:05	交银施罗德
164907	E 金融	互联网金融	2015 年 6 月	150317	E 金融 A	150318	E 金融 B	5:05	交银施罗德
165310	建信双利	主动基金	2011 年 5 月	150036	建信稳健	150037	建信进取	4:06	建信基金
165312	建信 50	央视 50	2013 年 3 月	150123	建信 50A	150124	建信 50B	5:05	建信基金
165511	信诚 500	中证 500	2011 年 2 月	150028	中证 500A	150029	中证 500B	4:06	信诚基金
165515	信诚 300	沪深 300	2012 年 2 月	150051	沪深 300A	150052	沪深 300B	5:05	信诚基金
165519	信诚医药	800 医药	2013 年 8 月	150148	医药 800A	150149	医药 800B	5:05	信诚基金
165520	信诚有色	800 有色	2013 年 8 月	150150	有色 800A	150151	有色 800B	5:05	信诚基金
165521	信诚金融	800 金融	2013 年 12 月	150157	金融 A	150158	金融 B	5:05	信诚基金
165522	信诚 TMT	中证 TMT	2014 年 11 月	150173	TMT 中证 A	150174	TMT 中证 B	5:05	信诚基金
165523	信息安全	信息安全	2015 年 6 月	150309	信息安 A	150310	信息安 B	5:05	信诚基金
165524	智能家居	智能家居	2015 年 6 月	150311	智能 A	150312	智能 B	5:05	信诚基金
165707	诺德 S300	深证 300P	2012 年 9 月	150092	诺德 300A	150093	诺德 300B	5:05	诺德基金
165809	东吴转债	中证转债	2014 年 5 月	150164	可转债 A	150165	可转债 B	7:03	东吴基金
166010	中欧鼎利	债券总指	2011 年 6 月	150039	鼎利 A	150040	鼎利 B	7:03	中欧基金
166802	浙商 300	沪深 300	2012 年 5 月	150076	浙商稳健	150077	浙商进取	5:05	浙商基金
167503	一带分级	一带一路	2015 年 5 月	150275	一带一 A	150276	一带一 B	5:05	安信基金
167601	国金 300	沪深 300	2013 年 7 月	150140	国金 300A	150141	国金 300B	5:05	国金基金
167701	德邦德信	中高企债	2013 年 4 月	150133	德信 A	150134	德信 B	7:03	德邦基金
168001	国寿养老	养老产业	2015 年 6 月	150305	养老 A	150306	养老 B	5:05	国寿基金
168201	一带一路	一带一路	2015 年 5 月	150265	一带 A	150266	一带 B	5:05	中融基金
168203	钢铁母基	国证钢铁	2015 年 6 月	150287	钢铁 A	150288	钢铁 B	5:05	中融基金
168204	煤炭母基	中证煤炭	2015 年 6 月	150289	煤炭 A 级	150290	煤炭 B 级	5:05	中融基金
168205	银行母基	中证银行	2015 年 6 月	150291	银行 A 份	150292	银行 B 份	5:05	中融基金

第 2 章 分级基金的发展历程

续表

母基代码	母基名称	跟踪指数	创立日期	A 基代码	A 基名称	B 基代码	B 基名称	A:B 比例	基金管理人
502000	500 等权	500 等权	2015 年 4 月	502001	500 等权 A	502002	500 等权 B	5:05	西部利得
502003	军工分级	中证军工	2015 年 7 月	502004	军工 A	502005	军工 B	5:05	易方达基金
502006	国企改革	国企改革	2015 年 6 月	502007	国企改 A	502008	国企改 B	5:05	易方达基金
502010	证券分级	证券公司	2015 年 7 月	502011	证券 A	502012	证券 B	5:05	易方达基金
502013	一带一路	CSSW 丝路	2015 年 5 月	502014	一带一 A	502015	一带一 B	5:05	长盛基金
502020	国金 50	上证 50	2015 年 5 月	502021	国金 50A	502022	国金 50B	5:05	国金通用
502036	互联网金融	互联网金融	2015 年 6 月	502037	网金 A	502038	网金 B	5:05	大成基金
502048	50 分级	上证 50	2015 年 4 月	502049	上证 50A	502050	上证 50B	5:05	易方达基金

第二部分



分级 B 的世界很精彩

孔夫子曰“温故而知新”，让我们一起来复习一下分级基金的学术派定义吧：分级基金是在相同的投资组合下，通过对基金收益与风险的不对称分割，形成两级风险收益特征具有差异的份额，它们的名字分别是 A 和 B。分级 A 是约定收益端，其本质上是一个固定收益的永续债券。关于分级 A 的投资策略想必读者经过前面的学习现在已经游刃有余了；分级 B 是高风险收益端，在支付分级 A 约定收益后，享受剩下的收益或者承担剩余的损失。接下来，带你走进精彩的分级 B 世界。

3

第 3 章

分级 B 的魅力与优势

中国的场内指数交易基金近年来从 ETF 火到分级基金，我从事 ETF 投资多年，明军总则因分级 B 的投资而享誉业内，所以我们的交流从一开始就充满了很多共同理念。指数基金投资本质上是基于宏观/中观趋势的投资活动或基于市场情绪波动的投机活动，我相信读者们可以从这本书中看到明军总在此方面的深厚功底，特别是其基于分级 A，分级 B 和货币基金三位一体的宏观配置理论和实践体系，尤其让人印象深刻。每每和明军总讨论投资，他总能简短几句话，就能把最适合当前市场情形的典型分级基金策略描述得扼要而精到，让人从实践角度受益匪浅。而同样让人印象深刻的则是经常在他朋友圈里闪亮出镜的活泼可爱的球球小朋友，以及由此显露出来的明军总对于生活的乐观积极的热爱。希望未来能够和明军总一直成为工作中的挚友。

——上海同安投资管理有限公司 副总经理原华泰柏瑞基金管理有限公司指数投资部总监，华泰柏瑞沪深 300ETF 基金经理 张娅

两位作者用精炼且通俗的语言为分级基金抽丝剥茧，并分享给广大投资者阅读，是重新深入了解这一本土特色金融产品的好机会。

3.1 指数投资优势

（一）指数投资的优势

国内分级基金分为两种，一种是股债型分级基金，另一种是多空型分级基金，目前你所看到的都是第一种，因为多空型分级尚未问世，在股债型分级基金中，目前只有4支（数据来源：集思录）为主动型，其他均为指数型。

指数具备什么样的优势，其实不用啰嗦，在这个市场摸爬滚打几十年后，你最终会发现最靠谱的还是指数，原因非常简单，指数可以让你轻松地获取市场平均回报。你可知道，在2014年7月开始的牛市中，只有不到20%的基金产品跑赢了大市！话说2008年5月3日，在伯克希尔股东大会上Tim Ferriss问：“巴菲特先生，假设你只有30多岁，没有什么经济来源，只能靠一份全日制的工作来谋生，根本没有很多时间研究分析投资，但是你已经有一笔储蓄足够维持一年半的生活开支，那么你攒的第一个100万美元将会如何投资？请告诉我们具体投资的资产种类和配置比例。”巴菲特哈哈一笑回答：“我会把所有的钱都投资到一个低成本的追踪标准普尔500指数的指数基金，然后继续努力工作。”看看吧，全球顶级投资大师也这么说，还不服的就从了吧！

（二）目前，市场上分级基金标的指数丰富多彩，包罗万象，环肥燕瘦任君挑选，看好大势的选宽基，看好行业的选行业，看好主题的选主题，Yes！都行的！由于分级基金品种和规模扩展速度实在太快，下面我就罗

列目前市场的一些主流产品给大家过目，见表 3.1，至于今晚决定翻哪张牌，你说了算。

表 3.1 主流分级基金表

类别	标的指数	代码	名称
行业	证券公司	150224	证券 B 级
行业	国证食品	150199	食品 B
行业	国证钢铁	150288	钢铁 B
行业	国证有色	150197	有色 B
行业	国证新能	150218	新能源 B
行业	国证地产	150118	房地产 B
行业	国证医药	150131	医药 B
行业	中证银行	150292	银行 B 份
行业	中证金融	150282	金融地 B
行业	中证白酒	150270	白酒 B
行业	中证环保	150185	环保 B
行业	中证煤炭	150322	煤炭 B 基
行业	中证医疗	150262	医疗 B
行业	中证传媒	150248	传媒 B 级
行业	中证信息	150180	信息 B
宽基	等权 90	150031	中证 90B
宽基	沪深 300	150052	沪深 300B
宽基	深证 100	150019	银华锐进
主题	国企改革	150210	国企改 B
主题	中证新能	150280	新能 B
主题	中证军工	150182	军工 B
主题	一带一路	150266	一带 B
主题	高铁产业	150294	高铁 B 级

续表

类别	标的指数	代码	名称
主题	TMT50	150216	TMT B
主题	CS 新能源车	150212	新能源车 B
主题	中证体育	150308	体育 B
主题	CSWD 生科	150258	生物 B
主题	CSWD 并购	150260	重组 B

3.2 杠杆优势

（一）金融的本质是杠杆

牛市正在进行时，对你而言，更高的杠杆意味着更高的收益，当然，一旦风云突变，也意味着杯盘狼藉的亏损。

言归正传，可金融的本质就是杠杆，没有杠杆就没有金融，至少金融无从繁荣发展。如果什么事都是 1:1 的，我拿一百万的现金给你，你就给我一百万的货，大家一手交钱，一手交货，这就没有杠杆；如果证券公司将自有金融给客户，没有杠杆，但证券公司一旦上市融资或者发行短融，就是借别人的钱、还别人的利息，融资给客户，再收客户的利息，杠杆也就产生了。客户用自己的钱炒股，没有杠杆，如果借用证券公司的钱、甚至场外配置，付给融资公司利息，就有了杠杆。2014 年 7 月开始的牛市，不是很多人称之为“杠杆牛”吗？杠杆催生金融蓬勃！

再举一个例子，如房地产开发商，他出 1 亿元资金，用土地作为担保向银行搞了 10 亿元贷款，他玩的杠杆就是 1:10。如果他的资金成本是 10%，

最后卖出房产后的利润是 6 亿元，快来算算，他的实际收益是几倍？其结果出来足够让你血脉贲张，这就是杠杆的魅力。才知道吧，人家真正玩的可不是房产，是金融！是杠杆！

（二）分级 B 的杠杆是怎么回事

分级 B 的杠杆，是非常好理解的，因为分级 B 是以自己的本金为担保“借用”分级 A 的钱进行投资的，在支付分级 A “利息”（约定收益）后，享受剩下的收益或者承担剩余的损失，杠杆就此产生。

分级 B 有三大杠杆，下面就带你去认识它们。

杠杆一：份额杠杆，也叫初始杠杆。

份额杠杆 = (分级 A 份额 + 分级 B 份额) / 分级 B 份额。这个杠杆到底是什么？有什么作用呢？这里先把结论告诉你，认真学习到后面相信冰雪聪明的你自然就会明白了。份额杠杆有两大作用，一是投资者需要确定将来配对转换时，一开始就能知道分级 A 和分级 B 配对比例，这里插一句，目前我们所熟知的股票型分级基金两类子份额的比例都是 1:1 的，所以，它的份额杠杆就是 2。二是接下来讲到的另外两类杠杆公式，会用到它。

杠杆二：净值杠杆

净值杠杆 = 母基金总净值 / 分级 B 总净值 = (母基金份额 × 母基金净值) / (分级 B 份额 × 分级 B 净值)，根据份额杠杆公式还可以推导出，净值杠杆 = 母基金净值 / 分级 B 净值 × 份额杠杆，如果按照一般的股票型分级 2 倍份额杠杆计算，净值杠杆 = (2 × 母基金净值) / 分级 B 净值 = (分

级 A 净值 + 分级 B 净值) / 分级 B 净值。

杠杆三：价格杠杆

价格杠杆 = 母基金总净值 / 分级 B 总市值 = (母基金份额 × 母基金净值) / (分级 B 份额 × 分级 B 价格)，根据份额杠杆公式还可以推导出，价格杠杆 = (母基金净值 / 分级 B 价格) × 份额杠杆，如果按照一般的股票型分级 2 倍份额杠杆计算，价格杠杆 = (2 × 母基金净值) / 分级 B 价格 = (分级 A 净值 + 分级 B 净值) / 分级 B 价格。

稍微等一下，有人会问，分级基金成立及上市交易后，净值和价格会随着时间的变化而变化，净值杠杆和价格杠杆也会发生变化。那这两种杠杆有什么区别呢？哪个最重要呢？

说到这里首要要搞明白的是，净值反映的是基金的内在价值，交易价格才是二级市场实际成交价格。依此类推，净值杠杆反映的是分级基金的理论杠杆，因为分级 B 不能单独申赎，只能在二级市场交易，因此跟交易价格有关的价格杠杆更有实际意义，价格杠杆才是决定分级 B 价格涨跌的最重要因素。你想想看，当分级基金在触发下折时，它的净值杠杆会达到 5 倍以上，但是你可以买到 5 倍价格杠杆的 B 份额吗？买不到，你只能买到有大幅溢价的 B，也就是价格杠杆不会达到 5 倍之多，正是由于大幅溢价，价格杠杆实际上可能只有 3 倍左右。再来看看价格杠杆的公式：

分级 B 价格杠杆 = (母基金净值 / 分级 B 价格) × 份额杠杆

由此可见，分级 B 的价格和杠杠是呈反相关的，价格高、杠杆低，价格低、杠杆高，所以，结合价格杠杆这一点，在不触发上下折阈值恢复分

级 B 的杠杆时，始终认为分级 B 投资收益和风险不是特别对等的，为什么越涨越享受不了杠杆的锦上添花，越跌杠杆反而雪上加霜了呢？

3.3 与个股相比的优势

如果将分级 B 投资与个股投资相比，那优势真是非常明显。首先是选择简单，各位，目前沪深交易所有 3000 多支个股，千里挑一，很难，判断了大势后，得选行业，选了行业得选公司，好不容易选了公司，股价又一直矜持着不涨，即便这支股票是你当董秘的同学秘密透露给你的；可是分级 B 投资只需要选到行业层面就 ok 了，仅从 30 多个行业里选，压力小多了呀，选好后，行业里只要大多数股票涨导致指数在涨，分级 B 就会乖乖地跟着涨（有可能暂时偏离，但迟早会跟上指数并充分利用杠杆优势超越指数）。第二，投资分级 B 不会踩中地雷，因为你投资的是指数，就算某一支个股发生了黑天鹅事件，对整个指数的影响也是微乎其微的，但如果你买到了比如成飞集成、四维图新这些停牌前吹到天上、复牌后摔在砖上的股票，哭爹叫娘都没用了。第三，投资分级 B 不会被市场操纵，其一是没有人有能力操纵指数，其二是套利者可以无限创设份额，只要发生大幅溢价或者折价，就一定会吸引套利盘的光临，直到套利空间消除。最后一点，在面对股灾时，个股天天跌停，你只能被关在地牢里干瞪眼，可是投资分级 B，就有办法逃出来，怎么做？在场内买入 A，合并为母基金赎回即可轻松越狱，这点非常重要。

3.4 与其他杠杆工具相比的优势

（一）与个股期权相比

个股期权确实是非常好的杠杆工具，但是进入门槛太高了，要 50 万元呢，有入市资格要求还得考试，可是投资分级 B，只要口袋里摸得出 100 元，不管你是读没读过书的，也不管男女老幼都可参与；另外，个股期权亏损有超过本金投入的可能，也就是爆仓的风险，因此每日都要盯市计算保证金比例，而分级 B 交易有涨跌幅限制，在市场持续暴跌时还有下折制度保证杠杆不至于无限扩大。

（二）与权证相比

权证是一种有存续期的股票期权，在二级市场交易的是一种权利的凭证，分级 B 是基金的高收益端，在二级市场交易的是对实实在在母基金净值的预期；炒过权证的都知道，很多时候权证的价值实际上都为零，炒权证纯粹是赌博，或者权证到期一旦未行权，权证立刻变废纸；对于分级 B，除了少数几支是有期限的产品到期转换为 LOF 外，大部分产品都是永续的，你可以一直持有，而且有下折条款的保护，理论上价值不会为零。

（三）与场外配资或场内融资相比

场外配资或者场内融资与分级 B 是类似的，都是借钱炒股，不同的是门槛是不一样的，显然分级 B 的门槛更低。从融资成本看，多数分级 B 的融资成本算上管理费、托管费等一般也不到 8%，要大幅低于场外配资，也低于场内融资。最大的不同在于，融资或者配资买的标的都是个股并且

会有限制，而分级基金的投资是跟踪指数，不是个股，风险是有差异的，指数的风险要显著小于个股。还有一点就是不管是场内融资还是场外配资，都有严格的保证金制度，一旦达到平仓标准就会被强平，投资者有爆仓的风险，本金可能亏损为 0；虽然分级 B 的下折条款类似于强平，但投资者完全可以逃过下折，即便参与下折，也并非本金全部亏损，如果 0.25 下折，也就意味着即便 1 元持有至下折亏损幅度也在 75% 左右。

3.5 分级B的折算

分级基金涉及两类折算，定期折算与不定期折算。有的人会不明白为什么非要折算，一直这么走下去不是挺好的吗？其实，折算的目的是为了兑现收益和保护分级 A 持有人同时也达到了保护 B 持有人的目的，也是为了恢复分级基金的杠杆。如果没有折算，分级 B 的杠杆会越来越大或者越来越小，就是前面所讲的收益和风险不对称的问题。定期折算主要是给分级 A 持有人支付“利息”，分级 B 不参与，所以我们一起来探讨一下分级 B 会参与的不定期折算究竟是什么。

（一）向上不定期折算

当标的指数一路高歌猛进，母基金净值也往上飞奔的时候，分级 B 的价格杠杆是越来越小的（如果你忘了价格杠杆的公式，就往前翻翻），也就是说它的上涨威力在逐步减少，所以，为了恢复分级 B 杠杆属性，基金合同会约定，当分级基金母基金的净值上涨至某个数值（目前一般永续性的股票型分级基金是 1.5 元或者 2 元，不同的基金有所差异，大多数为 1.5 元，少数老的分级上折阈值是 2），分级基金将进行向上不定期折算，上

折后分级A和分级B的净值均回归为初始净值1,超过1的部分将以母基金的形式发放给分级A和分级B的持有人。因此,发生上折时,分级B和分级A的持有人都将获得母基金份额。牛市中出现上折的情况是比较多的,比如2014年年底的证券B和军工B、2015年的房地产B、国企改革B等。现在就以房地产B为例,带你体验一下上折的整个过程。2015年4月22日,房地产B母基金净值达到2元,触发上折;4月23日是折算基准日,当日房地产B的净值是3.015元,假设你持有10000份房地产B的话,你手里的份额总净值是 $3.015 \times 10000 = 30150$ 元,上折后将得到净值为1元的10000份新房地产B和净值为1元的母基金20150份,上折前后的总净值是没有发生任何变化的。

讲到这里,有两点需要特别提醒你,第一,折算是按照净值来的,所以如果你持有大幅溢价的分级B,那么折算复牌后,会发现你的账上市值会有一定缩水,不过没关系,别紧张,只要上折前的溢价没有太离谱,复牌后B的溢价会很快恢复到上折前的水平,多数时候你会看到B上折复牌后会连续两个甚至更多的涨停;第二,有人会纠结上折后分到账上的母基金怎么处理,很简单,如果你看好后市,就毫不犹豫地将母基金拆分为分级A和分级B,然后卖A买B或卖A留B,这个一般在券商网上交易系统就可以操作:股票——场内开放式基金——盘后基金合并拆分;如果不看好,直接赎回就OK。注意,赎回是按照赎回当日净值计算的,并且要收赎回费。

(二) 向下不定期折算

如果有幸遇到了史无前例的超级暴跌,母基金净值不断下跌,分级B

净值跌到一定阈值（目前一般永续性的股票型分级基金都是 0.25，债券型的是 0.45）时，就会触发分级基金下折条款。向下折算条款约定，对于分级 B，净值由 0.25（以折算基准日分级 B 实际净值为准，这里假设 0.25 为实际净值）归 1，份额折为原先的 1/4，在维持分级 B 资产净值不变的情况下缩减份额。对于分级 A，维持分级 A 与分级 B 的固定比例，净值归 1，份额折为原先的 1/4，其余 3/4 转化为母基金份额派发给持有人。

实际上，下折是分级基金合同规定的一项保护分级 A 持有人利益的条款，是中性的，没有好坏之别。此条款在保护了分级 A 的同时也保护了分级 B，因为随着分级 B 的净值不断下降杠杆会越来越大，如不下折，B 的净值可能跌至 0 甚至跌穿，无法保障分级 A 的本金和利息安全，而且下折后，分级 B 的杠杆也得以减小，这将降低若后市进一步下跌给分级 B 持有人带来的净值加速下跌的风险。

但是注意，分级 B 参与下折会出现较大损失的主要原因在与分级 B 自身的高溢价，而非下折本身，原因是二级市场跌停板制度制约了分级 B 应有的下跌幅度，造成很高的扭曲溢价，导致被动溢价越来越高甚至超 100%——而下折是按照净值折算的。

什么？还是不懂溢价怎么来的？那我就再说明确一点吧，本来价格应该跟着净值走，合理情况下应该保持稳定的折价或溢价，而接近下折时溢价越来越高。大跌时净值跌得很快可能导致价格跟不上净值下跌的速度，接近下跌时杠杆约有 5 倍，意味着标的指数跌 2% 以上它就跌 10% 以上。但是由于有跌停板限制，分级 B 跌不了 10% 以上，导致被动溢价越来越高，最终导致某些分级 B 溢价超过 100%。

下面，我就以分级基金三大奇葩之首的可转债B为例，向你展示一下大幅溢价分级B下折后的囧状。

先说明一下，转债进取下折条款的设置和初始杠杆均与股票型分级基金有所不同。按照基金合同，转债进取的净值达到或低于0.450元时，发生向下折算。并且，转债分级的AB份额比7:3，转债进取的初始杠杆就高达3.33倍，大大高于一般分级B的2倍初始杠杆。

2015年7月7日，只一天时间转债进取的净值就从0.54元跌至0.317元，触发向下折算阈值。7月8日为折算基准日，然而当时市场仍处于大跌状态，可转债又没有涨跌幅限制，再加上当时转债进取的杠杆高达8倍，因此7月9日转债进取的净值跌至0.071元，可谓是真正地倒在了黎明前的黑夜里。假设你以7月7日收盘价0.638元买入转债进取，下折后资产缩水84%。如果在7月7日前以更高的价格买入，亏损将超过90%，这个损失对于任何人而言，都无疑是一场噩梦。

3.6 分级B的投资策略

1. 在熊市或者震荡市：怎么玩B——不玩

在熊市或震荡市，玩分级B的人并不多，主要原因是短期趋势不明朗，不易捕捉趋势机会，所以不建议参与分级B交易。但如果你实在闲不住，或者你想为资本市场的活跃度贡献一点微薄的力量，那么请你记住3个原则：一是快进快出，并且要严格控制仓位，最多半仓；二是执行止盈止损的铁纪律；三是要盯准行业轮动周期。这些要求看似简单，但要做到却非

● 分级基金与投资策略 ●●●

常困难，如果你不是专业交易员，在这个阶段还是别操这份心了。

2. 牛市——如何参与分级B

因为分级B具有杠杆，所以它是抢反弹的一把好手，如果你判断大势向好，又有看好的行业或主题，就准备“屌丝”逆袭吧！2014年11月21日晚，央行意外降息，证券股疯长两周多。光大证券博得头筹，12个交易日涨幅140%，证券股平均涨幅76%，更牛的还在后头，证券B涨幅260%，够强悍的吧。

当市场向好时，也就是确认了牛市，只要是牛市，不管是疯牛、慢牛、水牛、奶牛、改革牛，都大胆地重仓参与，把“大肥猪”抱稳，让风儿把自己吹上天去。

说易做难，老实说，你是不是仍然不清楚在牛市中怎么选择一只具有投资价值又安全的分级B？好吧，看在你那么帅的份上，就送佛送到西天，把秘诀都告诉你。

第一，要精选标的指数。如果跟不上行业轮动，那么就选覆盖所有行业的宽基指数，买定离手，持有到牛市结束，比如，跟踪深证100指数的银华锐进150019和上证50B都是不错的标的。如果你还想激进一点，做做行业轮动的中短线，就需要狠下功夫了，关心国家大事、了解经济动向，最简单的就是看看领导们都在说什么、做什么，每日19:00的新闻联播是绝对不可以错过的。

第二，在介入时机上，一定不能选择整体溢价高的分级B，个人认为整体溢价在5%以上的分级B就需要回避了。在讲分级B的风险时，就苦口婆心各种劝阻了，投资分级B的话头上一定要悬着这把剑，乱来的话会

让你输得很惨，没事多逛逛集思录，查查你需要的数据，趁现在还是免费的使劲用吧。

第三，适当关注一下相应分级 A 的价格。若分级 A 的价格被低估，那么价值修复就是迟早的事情，换句话说，分级 A 的价格上升是大概率事件，那么 A 与 B 的价格之和也会上升，扩大整体溢价空间，套利资金进场后就会对分级 B 的价格产生压制。所以，对于分级 A 被低估的品种也不建议参与。

第四，流动性也是需要考虑的。考察流动性最重要的指标无非就是场内份额和成交量，份额大、成交量大的分级 B 价格是最稳定的，特别是对于大资金，进入和退出的冲击成本很小；对于份额小和成交量小的分级 B，除了价格弹性比较大以外，几乎就没优势了，毕竟市场关注度是十分不够滴。

第五，选择达到基金合同约定仓位的分级 B。如果不小心买入了母基金空仓的分级 B，除了可以赚一点市场人气的渣渣钱以外，还会损失跟踪指数不断上涨的机会成本，经受溢价套利打压的风险。人家空仓呢，净值可一直是 1 元附近。怎么知道别人是否空仓？这当然是可以算的，具体是用当日母基金净值的涨幅除以跟踪标的指数的涨幅就可以得出基金建仓的大概仓位了。下面举一个例子：前海开源的中航军 B，著名的空仓基金，2015 年 4 月 20 日到 6 月 15 日，中证军工上涨 53.80%，同行业分级 B 中的军工 B 和军工 B 级分别在此期间上涨了 129.96% 和 117.88%，而中航军 B 却下跌了 0.20%。基金迟迟未大幅建仓，导致中航军 B 投资者踏空了那一轮军工行情，让看好军工板块的投资者希望落空。另外，中航军 B 上市

第三天母基金溢价就上涨至 16.57%，引来 60 亿元套利盘，接下来发生的惊心动魄的套利大军生死肉搏的惨案就可想而知了。

第六，要远离临近下折的分级 B。牛市也会下折？当然，什么不可思议的事情都会在中国这片神奇的土地上发生，比如千年一遇的股灾就在 2015 年的大牛市中以迅雷不及掩耳之势出现了，一周时间内，千股涨停、千股跌停、千股停牌，导致很多分级 B 瞬间面临下折潮。此时，大多数分级 B 由于高溢价都没有任何的投资价值，只会把你拖进无尽的深渊，所以，远离，再远离！

最后，你说以上六点都把控好了，可是你看中的分级 B 却天天涨停，根本不给你上车的机会，该如何是好？办法当然有了，在操作技巧上再来给你支一招：可以通过申购母基金拆分获取分级 B。明白了以上七大要点，在分级 B 的投资中就可以避免事后诸葛亮了。

3. 市场急剧下挫——分级B怎么办

首先，当然是抛出所有的分级 B。

其次，如出现极端情况，如同 2015 年 6 月的股灾，15 个交易日沪指大幅下挫 1500 余点，各类指数暴跌，分级 B 的价格越跌，杠杆越高，几乎形成恶性循环持续跌停，在二级市场根本无法逃出，甚至出现了分分钟下折的情况，十万火急，怎么办？这时，你可以通过买入相同数量的分级 A，合并赎回减少损失，或者买入分级 A 做对冲一起参与下折。

最后，在这样的情况下，分级 A 也会遭遇恐慌性抛售，交易价格直线下降，注意，这时候投资机会就悄悄来临了，机会在哪里呢？赶紧关注空

仓或超轻仓基金吧，因为它的母基金净值几乎不变，明显的折价套利机会，既然送钱的来了，就不要客气了。

4. 分级B投资的极端情况

在分级 B 净值临近下折阈值时可以尝试参与可能的急速反弹，也试试刀口舔血的奇妙滋味，这是高风险、高难度的 pose，一旦失败就只有横尸街头了！

这种机会是怎么产生的呢？具体是这样滴，分级基金越接近向下折算点，分级 B 的净值就会越接近 0.25 元，分级 B 的理论杠杆就越大，最大可达 5 倍之多，判断分级基金标的指数就此回升的投资者对此时的分级 B 情有独钟，因为一旦真的出现反弹，杠杆较大的分级 B 将帮助投资者实现收益最大化。而且，接近下折阈值的过程也不是一蹴而就的，它会反复去试探，所以交易机会此时是非常多的。

下面再慎重重申一下风险吧。

如果方向判断失误，你不仅要承担下折前因杠杆放大而带来的更快的下跌速度和更大的下跌幅度，还要承担下折后溢费率收窄的损失，简直是双重的加速度下跌损失。不仅仅是因为下折前杠杆很高，而且多数临近下折的分级 B 的溢价也是相当高的，如果你判断错误并在下折前买入了高溢价的分级 B，那么，分级 B 的高溢价在下折后也将大幅降低，这就带来了溢价损失。（跟买东西的道理是近似的，谁都想打折买，折扣大当然好，但若心急按照超过原价的高溢价买，最后人家维持原价出售，那多吃亏）。

因此，分级 B 在下折预期之前的高杠杆和高溢价是让你产生巨大损失的潜在深水炸弹，回避风险是稳健投资者的上策。

3.7 分级B的风险与应对策略

一个硬币总有两面，分级B千好万好的同时也具有独特的投资风险，下面就为大家讲一讲，投资分级B中你可能会遇到的风险。

第一是系统性风险

对分级基金来讲就是标的指数的大幅波动，标的指数直接决定了母基金的净值，母基金的净值影响分级B的净值，分级B的净值影响分级B的价格，这一点是非常好理解的。

但是，在面对系统性风险时也不是全无应对之法，如果你没能够顺利逃顶，至少应该学会在后来的旅程中尽可能自救，如果大盘风险高是短期现象，你又十分看好你的标的，那么此时的应对策略是降低仓位（记住，仓位也是资产配置的重要部分）；如果不幸遇到了股灾，大盘急剧下挫，分级B的杠杆会因为价格的下跌迅速提高，下跌趋势更为显著，如果在二级市场卖不出去，要马上购买相同数量的A，合并赎回，最大可能地减少损失。

第二是母基金溢价套利打压风险

母基金溢价主要是由分级B溢价导致的，当母基金大幅溢价时，就会吸引套利盘的光临，溢价越大，套利盘越多，套利盘通过申购母基金，拆分后在二级市场卖出，如果空间够大，他们则不惜跌停出货，产生踩踏事件。

近期最典型的例子就是工银 100B 了，如图 3.1 所示。

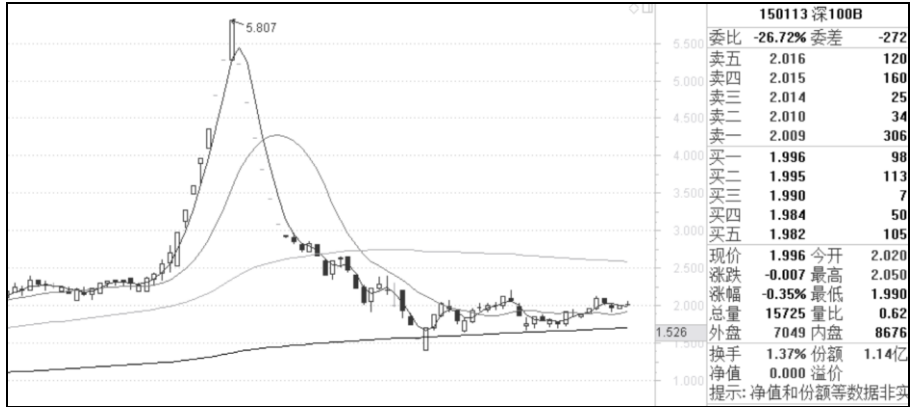


图 3.1 工银 100B 的走势图

真是跌得让人既提神又醒脑，这个让人颤抖的整体溢价率究竟是怎么算的啊？好吧，如果你比较懒惰、数学又从未及格过，就可以登陆集思录去查询当日收盘后的溢价率，如果你想知道实时的溢价率，就麻烦你拿起手中的笔一起算吧，公式如下：
$$\text{实时整体溢价率} = ((A \text{ 价格} + B \text{ 价格}) / 2 \times \text{昨日母基金净值} \times (1 + \text{标的指数实时涨幅} \times 95\%) - 1) \times 100\%$$
，95%适用于基金建仓已满的情况下。

所以，可千万不要盲目地去追高，在套利资金的作用下，高溢价一定会被消除，即如果 B 短期涨太多导致高溢价就一定会被打下来，等形成一个大的黄金坑了再往里跳绝对不会迟。

总而言之，投资分级 B 是简单、粗暴、有效的事儿，只要你左右手同时开工抓实两大核心风险点，不仅可以让你在投资旅程中顺风顺水，还能避免犯低级的、重复的错误。

第三个风险点是流动性

所有价格都是通过流动性体现的，只有在良好的流动性的情况下价格才有意义。在选择投资同质化分级 B 时，除了考虑上面两点以外，还应密切关注流动性，闭着眼睛乱来买到了“僵尸”就惨了，特别是大资金，买卖的冲击成本都会很高，可能你一进去就能把货的价格拉起来，不管后期指数怎么波动，它都趴着闷不吭声，最后忍无可忍终于想弃它而去的时候，却发现卖出去也好难，可能一不小心为了出货就直接威武地从 2%、5% 直到砸跌停了。

最后一个风险，就是极端行情中的下折风险。在第二部分介绍下折时已经把这种风险的由来讲得十分清楚了，是由于分级 B 大幅溢价产生的，所以这里就不再重复了，想着重告诉你的是，如果在急速下跌势中，若你单独持有的分级 B 面临下折，应该知道有三条路可以选择，走任何一条路的亏损都会比你硬抗着等待下折要小：第一条路，通过夜市委托挂次日跌停价卖出，这是损失最小的做法；如果第一条路行不通，就走第二条路，买入相同份额的 A 合并次日赎回；第三，非文艺券商不支持盲合，如果来不及合并，那么同时持有分级 A 和分级 B 等待下折。

4

第 4 章

分级 B 投资实战

分级基金是非常有中国特色的投资品种，其风险收益特征具备独特魅力。作者长期专注于分级基金设计、投资、推广等工作，这本书令人期待。

——华宝证券 研究所副所长 杨宇

分级基金是中国资本市场独步全球的产品，是中国金融的自主创新，是中国人的骄傲。鹏华基金作为分级基金最大的发行人之一，见证市场成长，更为投资人提供了获利利器！

——方正证券研究所所长助理，金融工程首席分析师 高子健

分级B的投资理论也应该进入市场检验一下了。下面，就结合市场讲一讲在实际操作中如何运用有限的资金在分级B上获得满意的回报，同时将自己的风险尽量降到比较低的水平。

市场是变幻莫测的，让人摸不到头脑，所以市场只能投机当道。大家都想靠运气来赚市场的钱，但大家都知道，结果多是投机不成反蚀把米。

未来的市场（包括现在），从分级基金的诞生到融资融券、个股期权等衍生工具的普及，专业性已经成为优秀投资者以及证券服务商在这片广袤的证券市场里的生存之道。

作为个人投资者，若想在漫长的人生中能够在投资领域顺利驰骋，一种方法是不断学习，跟随市场成长，或者安安静静做个美男子/女子把这本干货安安静静地读完！

4.1 要点1——看准行业，就选行业分级B

大胆买个行业分级B吧——何必选股为难自己？！

“分级B可以从哪里买？”

这一般是对分级基金感兴趣的投资者会直接问的第一个问题。

证券服务机构会回复，只需要开通股票账户就可以买到分级B，因为它和股票一样都在二级市场进行交易。

当然会主动问的，不一定会继续参考服务机构的后续建议，多数人还是保持着那颗尝试投机的心。

2007年首支分级诞生，其到2014年才得到大众的追捧。在此之前则是证券服务机构对分级基金的普及推广期，如果你所在的证券服务机构具有前瞻性，那么在小众投资时期，作为个人投资者的你就可以享受到在大众疯狂之前的投资埋伏期，等待大众癫狂推高价位，然后在理性回归时落袋为安——这一切都是在前瞻服务下才能获得的投资幸福。

幸福是少数人的，因为，市场上始终是少数人赚钱，多数人负责癫狂推动市场上涨。

在分级基金普及初级，对于有前瞻性的证券服务机构来说，需要为其服务的个人投资者付出更多时间和精力，并且还要结合市场的运行，通过不断验证来为大家普及一个新鲜的投资工具——漫长的过程，能一路跟随学习下来的人就逐渐变少了。

“李女士好，今天希望您讲一个新的投资工具，希望您能腾挪出有限的时间让我来跟您分享。”

“是什么？”

“分级B份额，这个要比股票好投资。”

“不了，我只做股票，你不用讲了。”

这是证券服务机构在分级基金普及初期常会遇到的闭门羹。

拒绝就是错过，你可以拒绝门外的消息股，也不要拒绝你的证券服务商为你普及新知识添加羽翼的机会，因为很有可能拒绝的就是可以轻松投资盈利的未来。

小白类型的投资者属于新手，只要是新鲜有营养的投资方式，都可以成为其投资成长的养料。

对于在证券服务机构就职的小花姐姐来说，在还处于成长期的市场里，小花姐姐也乐于教导愿意跟市场一起成长的投资者。当然，上面的李女士事件也是小花在给个人投资者普及分级基金中常遇到的情况。但小花姐姐不放弃，认为只要她继续努力总会有更多的投资者会接受这种分级基金的投资方式。

为了更好地让大家了解分级 B 份额的投资优势，小花姐姐给大家讲一讲在 2014 年军工火热的这一年里，听话如小白者和习惯于单纯投资股票形式的李女士，在军工主题此起彼伏的大行情中，他们分别有什么感受与收获。

2014 年：频发的地缘冲突和确定性增长的军费支出，都成为助涨军工的活跃因素，这一年，军工行业真正成为投资者眼中的高富帅。

2014 年 3 月份乌克兰局势变换，让航天军工板块一度逆势上涨，马航失踪更让雷达概念表现抢眼。

当然真正的变革因子是 2015 年 4 月 23 日的一条改变军工板块命运的新闻：

同花顺财经获悉，来自彭博资讯的消息称，由中国财政部等机构起草的政策将推进军工科研院所的体制改革，给予改制后的军工企业扶持措施。该政策最快可能在一个月内公布，扶持措施包括税收减免优惠等。政府将鼓励军工体制改革后将军工资资产注入相关上市公司，以实现军工资产

证券化，并扩大军工资产的融资和经营。中国财政部未立即回复彭博新闻寻求置评的传真。虽未置评，但回顾来看已经成为事实，军工科研院所改制，优质军工资产注入成为之后军工板块容光焕发的真正活水源泉！

来说一说这一年里小花姐姐与小白和李女士的点滴吧！真正引爆 2014 年的第一支军工股，莫过于成飞集成（002190），成飞集成股价的区间统计如图 4.1 所示，股价走势如图 4.2 所示。



图 4.1 成飞集成区间统计



图 4.2 成飞集成股价走势图

从2013年12月20日停牌到2014年5月19日复牌，在之后的上涨过程中，最高涨幅达到383.21%。

这种涨幅在2014年年初止步于2000点附近波动的市场来说，是个让人想都不敢想的涨幅。看多大的收益，背后就可能经历了多大的波动，但是能够承受如此之大波动的投资者实在是少之又少——这从目前多数投资者短平快的投资风格就可见一斑。

2014年5月19日李女士来电：“小花，最近军工炒得好热闹，今天我看到条消息：‘成飞集成（002190）将以每股16.65元向资产注入方向发行股份，作价158亿元，购买沈飞集团、成飞集团、洪都科技的全部股权，另以相同股价配套融资不超过53亿元，19日复牌，’”李女士一字不差地复述着这条对她十分宝贵的消息。

“我看今天涨停了，可不可以追？”

小花姐姐的话很中肯：“2014年4月份就开始推荐这个军工板块了，推荐理由很充分，但是为了降低个股表现各异带来的影响，已经建议愿意接受新事物的投资者购买富国军工分级基金了，我们看好中长期的军工板块配置价值，这只成飞集成因为才复牌，没有推荐建议，如果想参与，您可以参考军工板块的建议来进行购买。”

“那我到底追不追？”

“看好军工板块，成飞您需要自己操作把握，我们无法提供建议。”

其实刚复牌的股票，哪是那么好追的，李女士基本上也是抱着碰运气的心理，天天挂涨停板买成飞集成——时间优先、价格优先的竞价条件下，

散户的机会渺茫，无非是帮着股价天天封死涨停板。

5月27日上午：“小花，成飞我27元买进去了，这回该轮到我不涨停板了吧！”

“李姐，军工板块持续看好，您持有就好。”

5月27日下午，“小花，根本没封住啊！”

李女士很是急切地等待小花的答复。

“如果您看重的只是有没有涨停板，那你可以第二天就出来，因为它没有封板，但如果您看中军工板块的持续机会，那么请持有。”

当然，答案很简单，李女士要涨停板，但就是没有，于是就在之后的横盘那两天抛掉啦。

可后来又有涨停板啊，李女士又追，就这样和成飞这样你追我赶，卖了买，买了卖……到6月12日终于追出来个涨停板。李女士高兴得不得了：“小花，成飞终于有涨停板啦，可让我赶上了！”那天涨停板价格37.72元。

原本军工是个大买卖，愣是让李姐这么买了卖的做成了小买卖，小花摇摇头：“李姐，我的观点不变，看好军工板块就请您坚定持有，没有必要频繁交易。”

“那不行，这股价涨跌都没个谱，谁敢拿住啊？”

这倒是句大实话，个人投资者在这个市场的大汪洋里就是小鱼小虾，指不定哪笔交易自己没做好，就被大鱼吃掉了，想想也挺悲哀的。散户思

维的特点大多是追涨杀跌，但 A 股市场上一旦某个投资机会形成了，尤其是某个行业或者板块的机会，往往是趋势性的，趋势形成后，所谓趋势不可逆，顺势而为，盈利最大。

在小花跟李姐探讨成飞集成的时候，我们的另一个朋友——小白，已经听从小花姐姐的建议，骑在富国军工分级基金的大白马上了。

买军工分级的理由就是看好军工科研院所后续出台改制，带来的上市公司资产重组价值重估的机会！当然为了给习大大的一带一路保驾护航，为了国家的更加强大，军费那是不断支出！所有的潜在中长期利好都在，就差召唤一只“神龙”！

“小花姐，不是神龙，是睡龙，我就没见过这支军工 B 大涨过”小白看着屏幕上的军工股都在“嗖嗖”地涨，也包括成飞集成。看着自己手中的军工 B，再看看人家的军工股，小白不由得着急，这军工 B 简直太差劲了！

“小花姐，我的为什么不涨，那么多的利好理由，怎么都不见效啊？”

“别着急，看好军工板块的主题投资机会的观点没有变。

分级 B，最主要的用途就是用来做趋势交易的。所谓趋势，就是在持续的利好条件下，股价会在波动中不断上涨，形成一段上涨的过程，下跌则相反。在具备充足买入理由下，在趋势没有形成之前，理性的投资者需要的就是时间的投入和等待市场信心的一致预期，然后持股静观市场人气爆发推动股价不断上涨！”

“好有潜伏的意味，跟提前打埋伏似的。”

“你说得对，就是要提前埋伏买入，等市场形成趋势后，就是咱们赚钱的时候啦，你想想如果不这样，你会不会跟着市场去追涨？多数人就是涨了才会买，如果不看着你，你大概也会跟市场上的多数投资者一样去追涨！”

“也是，一见涨，我就手痒，呵呵。真是看好军工板块，那现在倒是机会啊！”

“对啊！”

“我还有余钱，我不敢加了，我先拿着已经买的军工 B”。

交流完后，军工 B 就开始飙涨，连续 5 天的表演！

小白乐哈哈立即就给小花姐姐报喜！

“小花姐，我的军工 B 赚钱啦！”

“嗯，正常，军工行业指数最近一直在涨，军工 B 也该涨了。”

“小花姐，卖不？”

“不卖，哪里只有 3 天的趋势，预判军工行情要到真正的军工科研院所改革规则出来了。军工板块的机会至少是 2 个月以上的中场线机会！拿住！”

“哦。”

军工 B 上涨一直持续到 7 月 14 日，从 15 日开始出现了下跌。

17 日李姐来电话了“小花，这成飞集成还能拿不？我最后 70 元买的，

今天都60元了，亏好多。”

“这个亏损幅度已经达到15%，先做止损吧，别进一步亏损了。”

“这要割肉，太多了，我先拿着吧，你们推荐军工行业，这个怎么都能涨回来吧？”

“在看好军工行业机会的前提下，可以继续持有，但个股的表现不会一样，也是考虑到这个情况，我们才建议客户买入追踪整个军工行业的军工B的，只要他追踪的军工指数涨，军工B就涨，而且会加速上涨，因为有杠杆。当然像成飞集成这样下跌的个股因为占有军工指数的比例只是一部分，所以对整个军工行业指数的影响并不大，所以您要省心的话不如买入军工B，个股太费心。”

“我先看看你说的军工B”（军工B价格走势图如图4.3所示）。

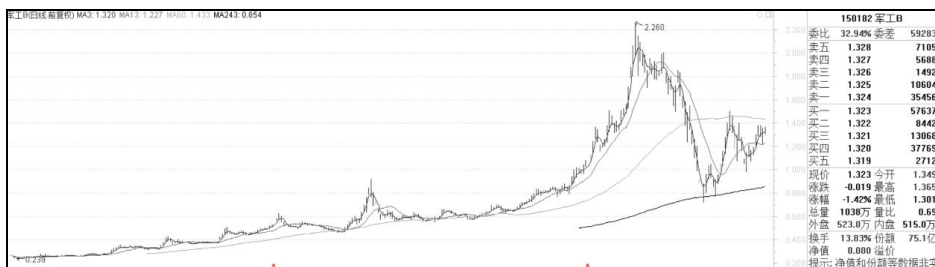


图 4.3 军工 B 价格走势图

挂了电话，小白同学的电话就跟上了。

“小花姐，又跌了又跌了！”

“这回下跌主要是因为军工板块中的个股前期涨幅过大，有点涨透支了，例如成飞集成，所以带动整个军工板块指数也开始回调，因为军工B被

动追踪军工指数，所以也会跟着一起调整，很正常。但我还是那句话——继续持有”。

1 周后，军工 B 价格开始回暖。

“小花姐，我看成飞集成还是横盘，可我的军工 B 却活过来，涨起来了，这是为什么！”

“原因很简单，军工 B 是被动指数投资，成飞集成这种由黑马变成黑天鹅的个股，如果没有足够的择时功底，追涨杀跌是很难赚钱的。所以你通过军工行业指数投资，就可以把个股黑天鹅的影响平滑掉啦！我们直接投资一个行业，不看个股，这样更简单，风险更小。”

“姐姐说得是，万一我买的个股发生黑天鹅事件就麻烦了，还好是跟着小花姐姐买军工这个指数！”

小白同学之后就安心一直持有军工 B。一直到 2014 年 11 月底，全部卖出。

这边李女士的成飞集成在横盘 4 个月后停牌了，但复牌等来的却是重组方案被监管层叫停，12 月 15 日复牌连续跌停板！

“小花啊，当初要买你说的军工 B 就好了，这回之前的盈利全赔出去了！”

“别着急，投资这种事只要本金在，随时都可以再来，别灰心！要不您重新跟我一起做分级 B 吧！”

“李姐，我先给您简单总结下分级的投资要点吧！”

分级B投资标的是指数，因为自身具备融资性质（向分级A融资），所以带有杠杆，通俗些就是，杠杆的特性会让它比追踪的指数在上涨的时候涨得更快，可以获得超额收益。如果认为某个行业或者主题在之后的1~2月甚至更长时间内有投资机会，那么在眼下进行提前埋伏买入，会是一个好策略，这样可以等着市场的认可和信心的聚集，然后推高B份额的股价，那个时候我们再落袋为安，而不是您之前的追涨买入，这样操作更加令人心安。

“李姐，您目前有看好的行业么！”

“细的研究我不懂，但咱们这大城市的空气不好啊，你看现在的霾多多，pm2.5太高，小孩子都呼吸不到新鲜的空气了！，特别是眼下的冬天啊，唉！”

“别叹气啊，您的思路很对，环保行业也是我们正在追踪的行业，会选好合适的时机通知大家建仓，但现在有另外的机会咱们可以参与！”

实在选不好行业，咱们没有标普，好歹有沪深指数啊！（巴老笑了）

知易行难，你是不是还是不知道怎么选择出一支理想的分级B？

哈！早就猜中了！

回顾2014年的11月，大家的眼里只有一个行业大爱→证券行业！

君不见，证券B（150172）一路涨停板，让闻风之人一路牙痒痒手痒痒，就是买不到！再看大龙头中信证券（600030）——一直就处在涨停一休息一涨停的循环趋势中，人们不禁胆战心惊，每一次买进没个几天就进

入中场休息阶段，总会让人质疑会不会就此结束，并在仅有的横盘的几天中仓皇而逃！然后又进入与市场的你追我赶的模式中——最终没赚到多少利，就跟一直追成飞集成的李女士似的，因为他们的心中只有一个疑问：为可我买进就没涨停板了？！哈，追涨杀跌的气息再次卷土重来！

买不到好的又该怎么进行投资决策？我教你一个核心策略：巴菲特都赞同买标普 500，你为何不能在 A 股市场买个差不多类型的指数呢？

回顾 2014 年 11 月~2015 年 1 月可谓喜忧参半。此话怎讲？用小白的话说：“小花姐，我发现那阵子好像最好的板块就是证券板块，好到你买不到的程度，还好我提前买到证券 B！证券行业那阵子就是大红花（一枝独红）其他都是草（没赚钱），证券 B 价格的区间统计如图 4.4 所示，中信证券区间价格统计如图 4.5 所示。

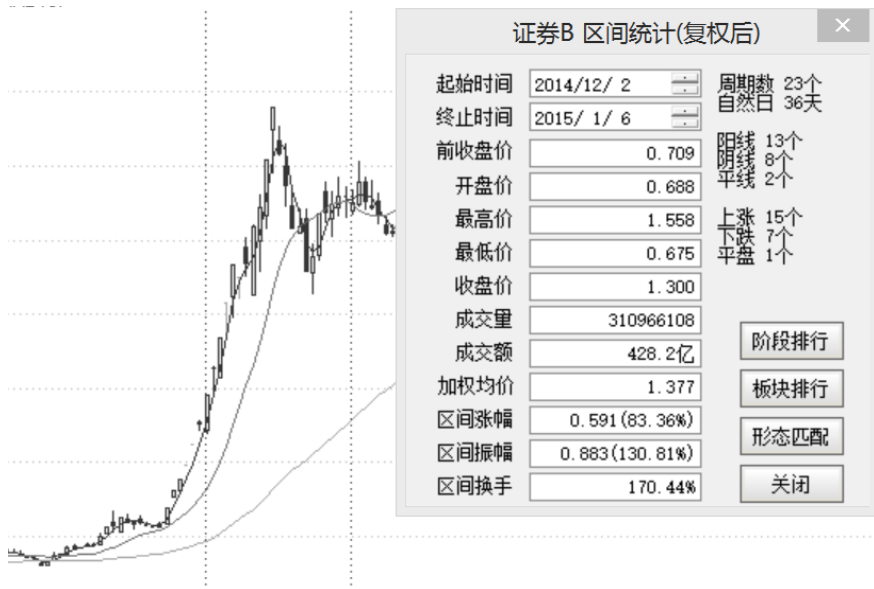


图 4.4 证券 B 区间统计

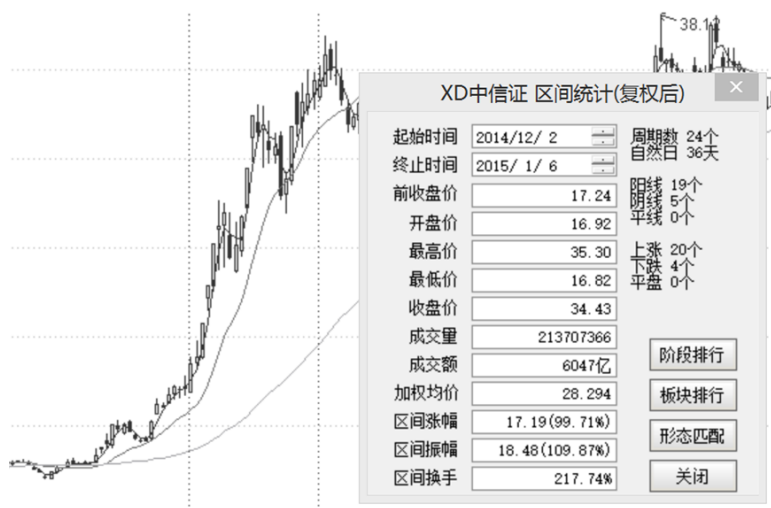


图 4.5 中信证券区间价格统计

的确就是这样，这个时间段普通投资者对于这段行情的回忆就是，天天被指数吊着打，因为是蓝筹金融股发动的行情，以至于更偏爱中小盘股的个人投资者的持股天天就是绿色基调！这实在让大家摸不到头脑。这只沉睡多年的金融雄狮在2014年11月觉醒后，却伤了无数中小创股东的心。

满仓踏空的滋味如何？（创业板指数区间统计如图4.6所示。）



图 4.6 创业板指数区间统计

4.2 要点2——追不上行业机会，就选宽基B

现在来揭秘：当你有足够的依据预判未来 1~2 个月将是趋势行情，但又不能明确投哪一个行业的时候，你就可以在资产里配置一支可以覆盖所有行业的宽基指数，甚至是只要牛市的逻辑未变，你就可以持有到牛市结束。

比如，跟踪深证 100 指数的银华锐进 150019，追踪中证等权重 90 指数的 150031 中证 90B，以及追踪沪深 300 指数的 150052 沪深 300B，都是不错的标的。这种宽基指数最大的优势就在于他的包罗万象，通过它能够抓住大的系统性上涨机会。

从 2014 年 12 月 2 日开始，小白开始建议大家在自己的账户里以 6 成的资金买入银华锐进（150019）。此时小白的服务另一名个人客户，小鱼先生主动发言了。

“小花，我想跟你说，2014 年 12 月那阵子，我正带我太太在香港度假，享受闲暇时光的同时，你也给我们带来惊喜！就是那个银华锐进！最近我发现我周围多数朋友，可以说是全部，他们都没怎么赚钱，甚至是赔钱，我却天天在赚钱，真是太令人惊喜了！”

这就是宽基指数的魅力，平滑行业波动，抓住整体市场的趋势机会。例如，深证100分级银华锐进，银华锐进区间价格统计如图4.7所示。

选宽基指数的分级B是一种中长线稳健策略。如果你想真正地挑战自己，即使遇到满仓踏空的情形也会欣然接受。那么你就要更加下功夫了：关心国家大事、了解经济动向，洞悉民生，知国际形势——瞬间高大上，但这就是投资的底蕴。当然，最简单的就是看看领导们都在说什么做什么，每日19:00的新闻联播是绝对不可以错过的，比如2015年7月下旬，习大大在各种会议上多次提出国有企业改革，你回头翻翻，那段时间国企改革B150210是怎么个涨法。



图 4.7 银华锐进区间价格统计

4.3 要点3——买什么都要先看看整体折溢价率

分级B的重要选择因素：整体折溢价率

还记得前言里面的券商 B（150201）吗？证券 B 区间价格统计如图 4.7 所示。

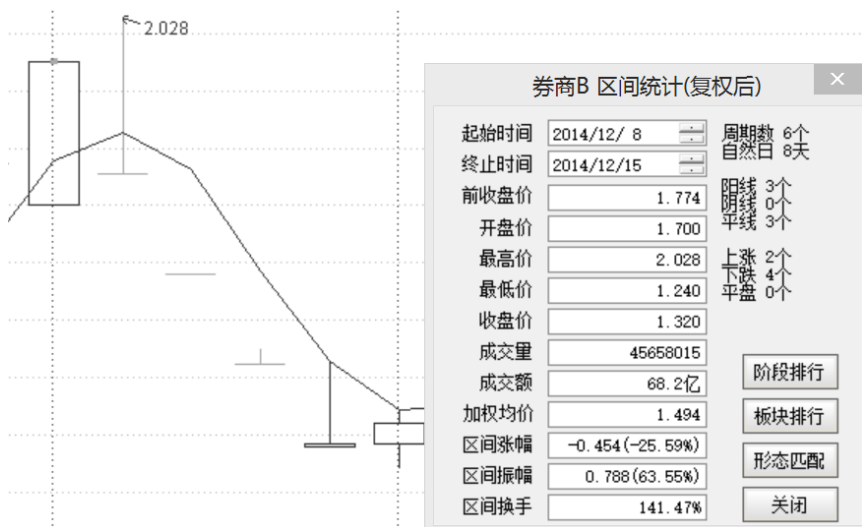


图 4.7 证券 B 区间统计

2014 年 11~12 月期间，众多投资者跟风买证券板块，于是就发现了这个刚刚上市的券商 B——对于没有专业基础的投资者来说，便宜就是硬道理，但殊不知，大家掉入了一个投资分级基金需要特别注意的一个风险要点：整体溢价风险。只要溢价过高就会吸引套利资金进入，将母基金价

额拆分为 A、B 子份额，并在二级市场上卖掉，注意套利资金可能是十分巨大的，只要套利空间足够大——这样，分级 B 的价格就被套利资金打压下来啦，套利者甚至不惜以跌停价来出货，因为即便跌停也照样获利颇丰。可在二级市场高溢价买分级 B 的就惨了。这就有了券商 B（150201）的 4 个跌停。

稳妥考虑，无论买什么，都先回避一下整体高溢价率的分级 B。

是否能够顺利买进和卖出：流动性

“小花姐姐，我记得去年你带我做的是证券 B 吧，这怎么又冒出来一个证券 B，代码还不一样？而且这总共得有 6 支追踪证券行业的 B 份额了，真多，是买哪个都行了么？”证券分级 B 涨幅如表 4.1 所示、证券分级 B 规模如表 4.2 所示。眼下是 2015 年 8 月，小白在时隔半年后又想起来原来赚过大钱的证券 B，看看它还好不，还有没有机会买。

表 4.1 证券分级 B 涨幅表

代码	名称	涨幅	现价
150172	证券 B	3.13%	0.791
150201	券商 B	2.33%	0.836
150224	证券 B 级	6.61%	0.516
150236	券商 B 级	-0.42%	0.478
502012	证券 B	0.48%	1.040
150344	证券 B 端	1.58%	1.093

按成立先后排序（2.15.8.17 价格数据）

表 4.2 证券分级 B 规模表

代码	名称	流通股本（万）	流通市值
150172	证券 B	1824534.500	144.32 亿
150201	券商 B	322736.590	26.98 亿
150224	证券 B 级	513744.280	26.51 亿
150236	券商 B 级	83887.630	4.01 亿
502012	证券 B	5695.180	0.59 亿
150344	证券 B 端	1910.640	0.21 亿

（2015.8.15 数据）

“那个 5 开头的是在上海交易所上市的证券 B，后来多出来的 B 都是不同的基金公司先后发行上市的追踪证券行业分级。”

4.4 要点之4——同行业分级B ,就选流通性更好的

“那有行业机会，我就随便选啦？”

“那可不行，重点看流通市值和每天的成交额。”

“这有什么用？”

“我们做每一笔买入交易的时候，既要考虑买入的价格，是不是以较低的价格买入，还要为后面的卖出做准备，也就是是否能够顺利把手上的

分级B卖出变成现金”，小花姐姐指着502012证券B说“你看他的流通市值是0.52亿元，你想想，假设你在认购期间买了2000万份母基金，上市拆分后就有1000万份的502012证券B，如果你要在上市后卖出，从7月15日上市到7月20日，你是无法实现卖出的，因为这3天的成交量每天都不足300万，如何能顺利卖出呢？当然有可能以后它的流动性会变好，那个时候你再考虑吧！所以，追踪相同的指数或者近似的标的指数的分级B，我们还要看其流动性，流动性好的，再有行业机会的时候，它的价格才最真实，它的表现也会更好。当然，对于资金量不大的投资者来说，可能流动性要求不一定那么高，但分级B不仅是小资金客户的趋势利器，当机会存在的时候，大资金客户、机构投资者也是可以参与的，这个时候足够的流动性也更为重要，否则将带来很大的冲击成本。

“如果遇到风险，充足的流动性，也能尽快逃脱（当然极端情况，连续跌停还可以买A合并赎回）。”

4.5 要点5——同行业分级B，选价格杠杆大的

在上面的因素都考虑到的情况下，谁跑得更快——那就要取决于价格杠杆了，2015年8月7日证券分级B的价格杠杆如表4.3所示。

表 4.3 证券分级 B 统计表

代码	名称	现价	涨幅	价格杠杆	指数涨幅	整体溢价率	母基金净值	B 净值
150224	证券 B 级!	0.376	5.62%	3.638	1.38%	-0.29%	0.6840	0.3460
150236	券商 B 级!	0.451	3.44%	3.042	1.38%	0.00%	0.6860	0.3580
150201	券商 B	0.721	3.03%	2.269	1.38%	-0.31%	0.8110	0.5780
150172	证券 B	0.661	2.80%	2.355	1.47%	-0.35%	0.7782	0.5343
502012	证券 B	0.920	2.00%	1.929	1.38%	0.53%	0.8873	0.7705
150344	证券 B 端	1.073	-3.59%	1.843	1.38%	3.19%	0.9890	0.9740

(数据摘自集思录)

按上面的思路，整体溢价高的剔除，150344 不用考虑了，再把流动性差的剔除：150344，150236，502012 都是 5 亿元以下流通市值，流动性太小。

这样就剩下 150224（净值 0.376 元，流通市值 19 亿元），150201（价格杠杆 2.269 元，流通市值 23 亿元），150172（价格杠杆 2.355，流通市值 120 亿元）。

这里的 150224 因为临近下折，价格杠杆是最高的，后面会提到，这是一种高风险的极端投资情况，可以参与，但稳健者可以绕行回避。

那么就剩下 150172 证券 B 和 150201 券商 B 了，前者是所有证券 B 份额里流通市值最大的 120 亿元，所以，在有确定性行业机会的时候，就适合大资金买入。后者为 23 亿元，小资金可以参与。

由于样本过小，如果不考虑 150224 的下折预期（下折净值阈值 0.25

元, 8月7日 0.376元), 那么在 150224, 150201 和 150172 中, 显然 150224 以价格杠杆 3.638, 在所有证券 B 份额里价格杠杆最高, 实际上 2015 年 8 月 7 日, 150224 确实也是涨幅最大的, 达到 5.62%!

所以, 在考虑完整体折溢价率、流动性后, 我们就要考虑的就是价格杠杆能够带来的奔跑速度。

4.6 高级玩法——核心+卫星=让你追着牛跑

这是一个牛市下的稳健策略: 如果你看好后市, 并且愿意积极参与各种题材板块的机会, 那么这个策略应该是你的稳健标配。

核心: 就是在账户里配置一部分宽基的分级 B, 只要行情不结束, 持有就会有又好又稳定的回报。

追踪两市的优质 90 只蓝筹股票, 中证 90B 区间统计如图 4.8 所示, 选它就可以。



图 4.8 中证 90B 区间统计

卫星：不同的时期，不同的政策以及不同的环境，会酝酿不同的行业或主题投资机会，就像前面讲的军工，证券行业等。这种行业机会的投资是可以相互切换的。所以，卫星是更灵活的投资行为，更倾向中短线投资。

像 2015 年 1 月~3 月，北方雾霾严重，彼时一部《穹顶之下》在低迷沉寂的冬季行情里给环保板块来了一把热情火（环保 B 区间统计如图 4.9 所示）！



图 4.9 环保 B 区间统计

资金从环保出来后，就切换到了资源 B（代码 150101 主投煤炭）：3 月基建要开工，基础资源有需求，同时国家要践行环保，那么资源供给又受到了限制，上市龙头受益，能不涨么？！

这回的涨幅可大很多啊！资源 B 区间统计如图 4.10 所示。




图 4.10 资源 B 区间统计

所谓“核心+卫星”组合策略：就是账户里配置一部分宽基 B，获取系统性机会收益，可以一直持有不动，直到行情出现结束预期。同时预留一部分灵活资金用以参加各行业主题的轮动机会，抓住可以获得超额收益的热点机会。

核心+卫星=系统机会+超额收益，这是一种稳健又不失激进的投资策略！

第三部分



A 份额投资策略与分级基金 套利策略

分级基金是一种特殊的可分离交易基金^①，母基金是普通的开放式基金，将收益与风险进行不对称分割，形成低风险与高风险两种份额，这两种份额在交易所上市交易。低风险分级基金 A 份额，每年获取约定的收益，约定收益率多与定存利率挂钩。高风险分级基金 B 份额，获取分配完分级基金 A 份额约定收益后母基金的剩余收益，因而具备一定的杠杆性质。由于 A 份额产品的约定收益率不同，且市场利率变化，所以分级基金 A、B 份额都会有一

^① 母份额可以拆分为 A、B 份额，且 A、B 份额可交易。

定的折溢价交易，但是由于配对转换机制的存在，投资者可以通过申购母基金并将其进行拆分卖出 A 份额得到 B 份额，同样可以卖出 B 份额保留 A 份额，或者 A、B 份额都卖出以获取套利收益。投资者也可以在持有 A 份额或 B 份额的情况下，买入 B 份额或 A 份额进行合并赎回来套利。所以分级基金 A + B 份额的交易价格始终围绕母基金净值波动。

5

第 5 章

A 份额投资策略

分级基金绝对是中国证券市场上的洪水猛兽，明显带着中国人好赌和善变的基因，时而翻江倒海，时而左右逢源。如何与此怪物周旋，刘明军与郑志勇先生集多年的研究经验，为您细细道来。

——长江证券 首席金融工程分析师 范辛亭

短短几年，分级基金从不被认识、发展缓慢到投资者狂热追捧、数量及规模巨幅增长。回顾本轮行情，投资者在分级基金投资过程中，有大喜，也有大悲。本书作者是行业资深人士，对分级基金投资策略进行深入研究，分析了不同类型份额的风险收益特征，及与之对应的投资方式，是广大投资者不能忽视的投资宝典。

——中国银河证券 金融产品和同业部 王晓江（总监）

2015年6月~7月证券市场大幅调整，上证综指从最高5178点回调至3373点，调整幅度高达34.9%。在“闪电熊”中雪球“大户A类”通过分级基金A份额投资赚了20%多，我们接下来讲讲分级基金A份额的投资策略。

分级基金A份额的投资策略主要包含配置型策略、交易策略与事件投资策略三大类。配置型策略属于分级基金A份额的长期交易策略，其投资依据主要为隐含收益率；分级基金A份额的交易策略属于短期交易策略，A份额的轮动交易主要受到B份额市场情况的影响，其导致A份额供需变化而产生投资收益机会；分级基金A份额的事件投资策略，主要是指参与分级基金A份额下折时的投资收益，这与管理人实时针对分级基金监控息息相关。分级基金A、B份额折溢价关系如图5.1所示。

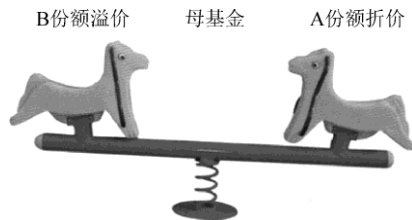


图 5.1 分级基金 A、B 份额折溢价关系图

5.1 A 份额的由来

分级基金是可以通过“约定的收益分配方案”将母基金收益进行拆分的基金。分级基金的份额分为三类：母基金、通过母基金拆分后的 A 份额和 B 份额，分别介绍如下。

- 分级基金母基金：即未拆分的基金，也是基金公司实际在运作管理的基金产品。截至当前，分级基金母基金以指数型分级基金为主，在投资管理运作手段上，以被动型投资运作为主要运作方式。从交易方式上来说，投资者可以通过基金公司（场外）、券商（场内）、银行（场外）、第三方销售公司（场外）等机构进行母基金买卖，母基金不会自动拆分成 A、B 份额。如果投资者想将母基金拆分为 A、B 份额，需要转托管至场内，然后进行拆分操作。
- 分级基金 A 份额：多数 A 份额获取约定收益，投资风险较低；无论母基金盈亏如何，分级基金 A 份额持有人都可以拿到约定的固定收益，即票面收益。但若通过二级市场买卖 A 份额，收益会受到交易情绪等因素的影响而产生价格波动；从交易方式上来说，投资者可以在交易所完成 A 份额的买卖交易，与股票交易类似；可以通过场内申购母基金拆分卖出 B 份额，并保留 A 份额的方式获得 A 份额。
- 分级基金 B 份额：又被称为杠杆基金或者杠杆份额，是分级基金中具有杠杆效应的份额；从交易方式上来说，投资者可以在交易所完成 B 份额的买卖交易，与股票交易类似；可以通过场内申购母基金拆分卖出 A 份额，并保留 B 份额的方式获得 B 份额。

分级基金的收益同其他的公募基金^①一样，用净值来反映。每份分级

① 公募基金是受政府主管部门监管的，向不特定投资者公开发行的受益凭证的证券投资基金，这些基金在法律的严格监管下，有着信息披露、利润分配、运行限制等行业规范。

基金母基金初始份额净值为 1.00 元，以后母基金的净值随着市场的波动而变化。现阶段大部分分级基金 A 份额与 B 份额之间的比例为 1:1(或 5:5)，如果按照合同约定母基金拆分后，A、B 份额各占母基金的 50%来计算，母基金的净值可以表示为：

$$\text{母基金净值} = 50\% \times \text{A 份额净值} + 50\% \times \text{B 份额净值}$$

考虑到不同分级基金的产品结构设计差异较大，在此，我们主要关注市场主流的分级基金产品模式：永续型和指数型。

分级基金 A 份额按照约定收益率的约定方式的不同分成几类不同品种，最主流的品种约定收益率为一年期定存收益率（截至目前^①为 2.25%）+3%，即 5.25%，除了有约定收益率为一年期定存+3%的品种以外，还有一年期定存+3.2%、+3.5%、+4%、+4.5%甚至+5%的品种，此外还有固息品种，详情请见附录 A。分级基金 A 类的约定收益率体现了分级基金 A 份额的债性。

分级基金的“折算”类似于基金的“付息分红”。目前主流的指数型分级基金一般都设计了“定期折算”或“不定期折算”的分红机制。

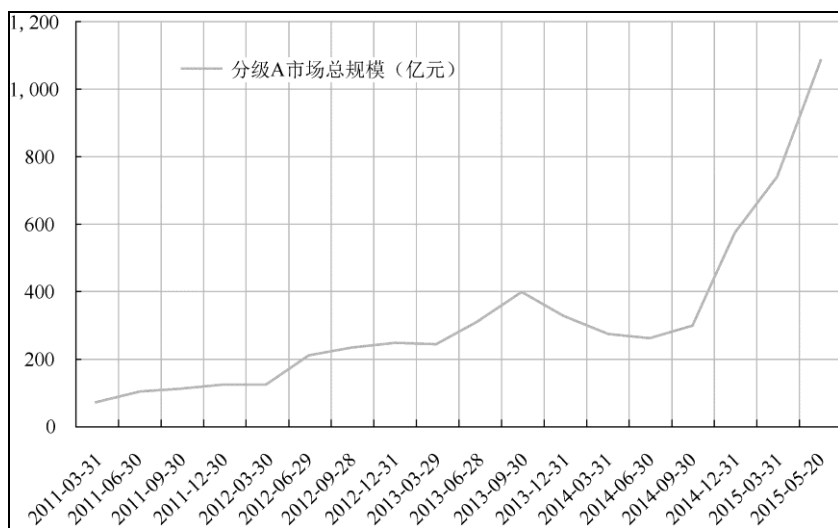
- 定期折算：定期折算一般仅针对 A 份额进行，类似于给 A 份额支付票息，在份额折算日，分级基金 A 份额按照约定收益率派发相应数量的母基金，继而分级基金 A 份额的净值回归至 1 元，多数的 B 份额不参与折算。

^① 指本书编写时间：2015 年 7 月 30 日。

- 不定期折算——下折：下折是一种再平衡措施，防止因 B 份额净值过小而导致 A 份额收益和本金无法保证而采取的措施。正是由于下折机制的存在，A 份额的约定收益才具有真正的刚性兑付。

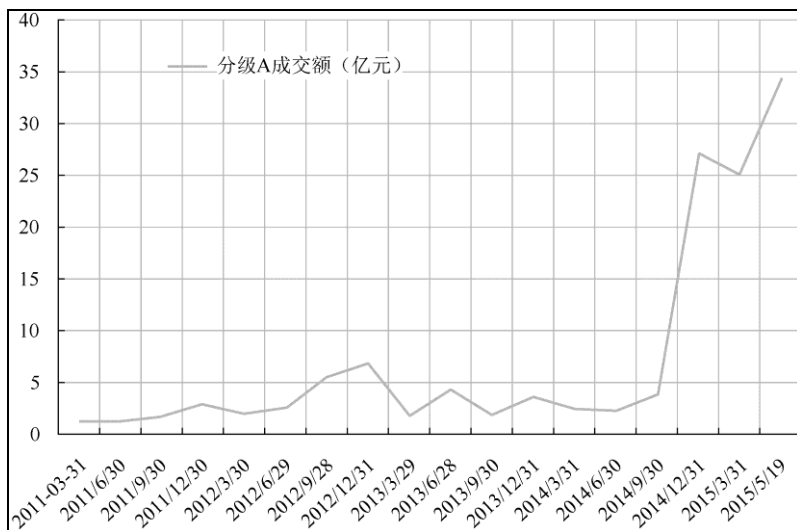
5.2 A 份额的规模与交易量

自 2014 年下半年牛市行情启动以来随着分级基金市场的迅猛发展，分级基金 A 份额无论是市场规模还是成交量都迅速放大。截至 2015 年 5 月下旬，主流分级基金 A 份额的市场规模已经高达 1000 亿元以上，日成交额在 30 亿元以上。如图 5.2 和图 5.3 所示。



资料来源：集思录、Wind 资讯

图 5.2 分级 A 份额的市场规模历史走势



资料来源: 集思录、Wind 资讯

图 5.3 分级 A 份额的成交量历史走势

5.3 A 份额的价值

分级基金 A 份额的价值主要由浮息债价值与下折期权价值两个方面构成。分级基金 A 份额的约定收益率为一年期定存收益率 + 3%、+ 3.2%、+ 3.5%、+ 4%、+ 4.5% 甚至 + 5%，分级积极 A 份额的净值计算公式为：

$$A \text{ 份额净值} = 1.00 + (\text{已计息天数} / \text{应计息天数}) \times \text{约定利率}$$

已计息天数为距离上次定期折算或不定期折算的自然日数，应计息天数为当年总天数，通常为 365。

在本书第一部分，我们提到过 A 份额的隐含收益率的计算公式：

A 份额隐含收益率（简化版）= A 份额约定收益率/A 份额价格

正如 A 份额净值计算中需要考虑到应计利息一样，A 份额价格有一部分是在定期折算时除息的，所以我们引入 A 份额修正隐含收益率，计算公式为：

$$\text{A 份额修正隐含收益率} = \text{A 份额约定收益率} / (\text{A 份额价格} - (\text{A 份额净值} - 1.00))$$

假设市场利率一定，以银行分级（代码 160631）为例，2015 年 7 月 13 日，母基金净值为 0.9960 元，银行 B（代码 150228）的净值为 1.0510 元，收盘价格为 1.102 元；银行 A（代码 150227）的净值为 1.0130 元，收盘价格为 0.845 元。指标计算示例如下：

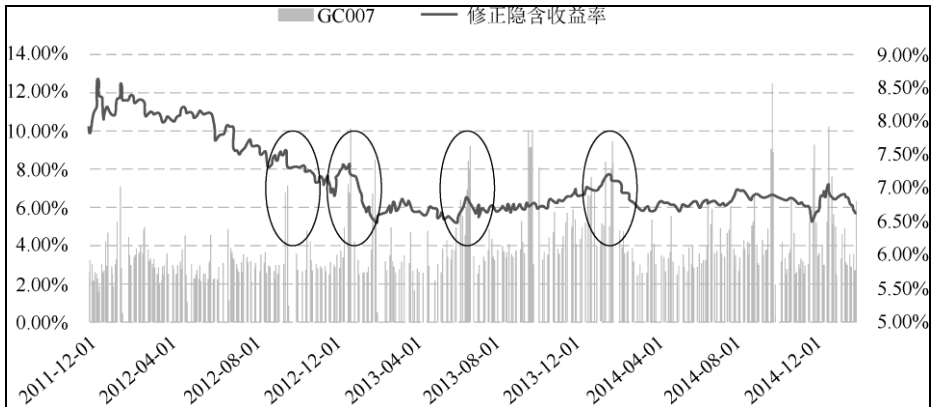
$$\text{银行 A 折溢价率} = 0.845/1.0130 - 100\% = -16.85\%$$

$$\text{银行 A 隐含收益率（简化版）} = (2.75\% + 3\%) / 0.845 = 6.80\%$$

$$\begin{aligned} \text{银行 A 修正隐含收益率} &= (2.75\% + 3\%) / (0.845 - (1.0130 - 1.0000)) \\ &= 5.75\% / 0.832 = 6.91\% \end{aligned}$$

众所周知，市场的利率是不断变化的，同时由于分级基金的配对转换机制，A、B 份额可以不断被创设而且没有上限。A 份额的修正隐含收益率不仅受到市场资金利率的影响，同时也会受到 B 份额溢价率的影响，B 份额的溢价率越大，则 A 份额的折价率越大，即 A 份额的价格越低。影响 B 份额溢价率的因素包括市场走势、投资者情绪、融资成本等。所以 A

份额的修正收益率总是在变化的，2011—2014 年分级基金 A 份额修正隐含收益率如图 5.4 所示。



资料来源：方正证券研究所

图 5.4 2011—2014 年分级基金 A 份额修正隐含收益率

什么是分级基金 A 份额的下折期权价值？假设分级基金 A 份额下折前是 0.85 元，而且下折后 A 份额的合理价格也是 0.85 元，并假设分级基金 B 份额的净值为 0.25 元。

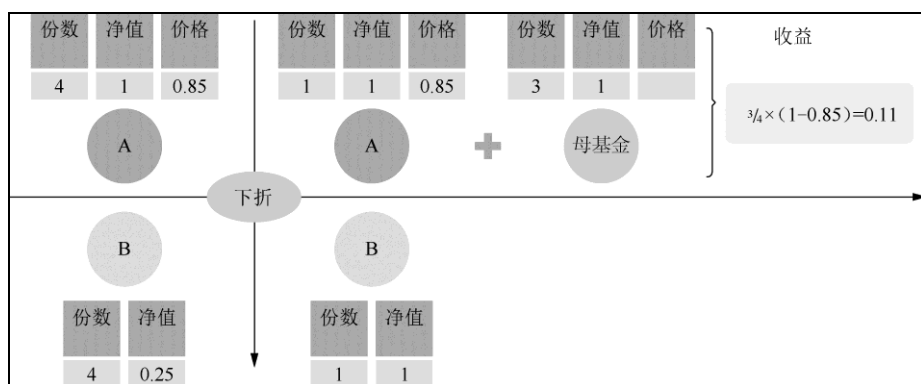
根据下折机制：4 份分级基金 A 份额将变为 3 份母基金与 1 份 A 份额，从二级市场买入 4 份 A 份额的成本为 0.85 元×4，获取 3 份母基金净值为 1.00 元，1 份 A 份额以 0.85 元卖出，即价值 $3 \times 1.00 + 0.85 = 3.85$ 元。4 份 A 份额通过下折可以获利 $3.85 - 0.85 \times 4 = 0.45$ 元，即一份 A 份额获利 0.1125 元，收益率为 13.56%。具体逻辑如图 5.5 所示。

如果分级基金临近下折 A 份额的价格会上涨，那么购买 A 份额进行下折套利的盈亏平衡的价格如何计算？假设下折后 A 份额的合理价格为 0.85 元（由投资者根据经营给出），计算公式为：

$$4 \times \text{盈亏平衡价} = 3 \times 1.00 \text{ 元} + 0.85 \text{ 元}$$

$$\text{盈亏平衡价} = (3 + 0.85) / 4 = 0.9625 \text{ 元}$$

根据公式我们计算出 A 份额的盈亏平衡价格为 0.9625 元，由于未考虑到母基金赎回费、市场风险等因素，预留一些富裕容差量，合理的盈亏平衡价格约为 0.9500 元，而且是否下折并非基于投资者的预测，而是以收盘后的当日净值为准。



资料来源：方正证券研究所

图 5.5 分级基金 A 份额下折期权价值

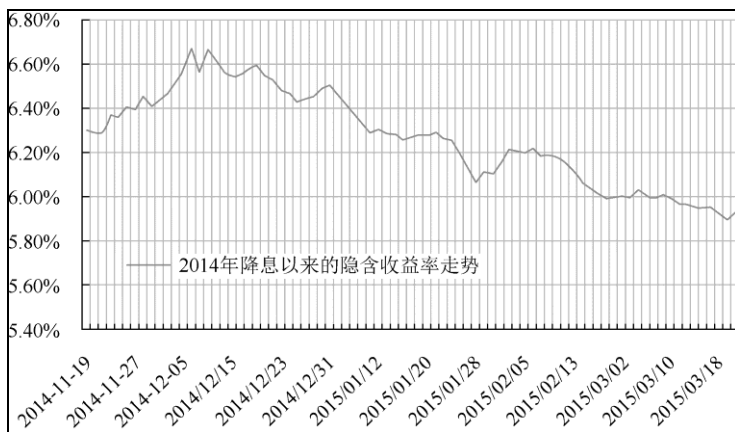
5.4 A 份额的潜在风险分析

简单来说，分级基金 A 份额的回撤可以依赖于时间来解决。下面，分别从短期、中期、极端三个维度对分级基金 A 份额的投资潜在风险进行分析阐述。

1. 短期风险：套利盘抛压的风险

在牛市中，分级基金 B 类投机者和套利者拥有的力量最具爆发力，随着市场的上涨，分级基金 B 类投机的收益风险比变得越来越有吸引力，同时溢价套利机会的大量出现使得套利者积极参与到分级基金 A 份额的定价（其套利抛售对分级基金 A 份额形成压制）。因此在这种阶段分级 A 份额往往会受到短期的打压。

但是每一次调整总是伴随着机会的诞生，分级基金 A 份额由于其本身的债性价值具备极强的向心力，在每一次短期打压之后总能形成强劲的反弹。例如，在 2014 年 11 月行情启动之后，B 份额溢价较高导致分级基金整体溢价，大量套利者进行分级基金溢价套利，A 份额市场承接能力远低于 B 份额，导致分级基金 A 份额价格大跌，同时隐含收益率大幅上行，之后随着市场的高位震荡，分级基金 A 份额之前被砸出的“黄金坑”被填平了。如图 5.6 所示可以看出市场总的隐含收益率指数走势从 2014 年 12 月下旬起走出了一波修复行情。



资料来源：集思录、Wind 资讯

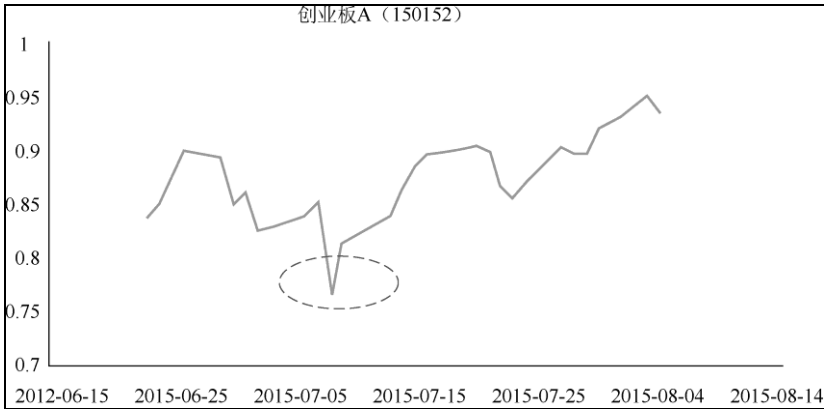
图 5.6 （2014 年 11 月～2015 年 3 月）A 份额的隐含收益率走势

2. 中期风险：市场供给突然放大带来的风险

由于分级基金的属性较为特殊，其具有无限创设性，分级基金 B 端的需求取决于 B 端的投机需求，该需求随着行情的变化而不断改变，而 A 端的需求相对固定，且多为长线资金所持有，就目前的隐含收益率而言是相当大的，因此分级 A、B 两端的需求具有时间和空间上的不对称性。随着行情的逐渐冷却 B 端投机需求减弱，A 端价格会在 B 端谋求退出的过程中合并赎回并被拉涨。因此，可以说分级金 A 份额的中期风险可以依赖于时间来收敛。

3. 极端风险：“闪电熊”中的 A 份额本金受损的潜在风险

2015 年 6 月~7 月证券市场大幅调整，上证综指从最高 5178 点回调至 3373 点，调整幅度高达 34.9%。创业板分级基金将触发下折。原本下折有利于 A 份额投资，但是在本次急速下跌中，A 份额投资者心中也充满恐慌。期间创业板指数成分股近一半停牌，而且市场急速向下的趋势并未扭转，如果下折 A 份额的 75% 都转换为母基金，由于母基金持有股票近一半停牌无法卖出，那么可能导致 A 份额投资者通过下折获取的母基金无法赎回，同时指数继续下跌将导致 A 份额的投资者受损。原本 A 份额投资者期望下折获取下折收益，后来变为担心下折导致投资受损。在 2015 年 7 月 8 日，以创业板 A 为代表的多支 A 份额跌停，幸运的是在第二个交易日国家队救市，指数急速下跌的势头得以缓解，于 7 月 8 日跌停的 A 股又纷纷涨停。如图 5.7 所示。



资料来源：集思录、Wind 资讯

图 5.7 创业板 A 份额价格走势

5.5 投资A份额的“三板斧”

分级基金 A 份额投资“三板斧”最初的提出者为“紫葳侍郎（新浪微博：@紫葳侍郎微博）”，如果不知道他是谁，那么赶紧去百度一下吧。在 2015 年 6 月~7 月证券市场大幅调整中，上证综指从最高 5178 点回调至 3373 点，调整幅度高达 34.9%。“闪电熊”中雪球“大户 A 类”通过分级基金 A 份额投资赚了 20% 多，这个“大户 A 类”账户就是紫葳侍郎的。“三板斧”具体如下：

- A 份额交易活跃且交易量大；
- A 份额修正隐含收益率较高；
- 分级基金整体折价。

“三板斧”之间的关系是“且”的关系，而非“或”的关系，即投资分级基金 A 份额要同时满足以上三个条件，如果遇上分级基金临近下折，则投资效果更佳。

根据金融理论，金融资产的交易量越大，交易价格越有效，即金融资产可以以较低的冲击成本变现或者购入金融资产。如果 A 份额交易活跃且交易量大，则交易成本比较低；如果 A 份额的交易不活跃，则购买一定量 A 份额的成本要高出 1%，A 份额的约定收益率本来就不高，如果交易的冲击成本高，则将严重影响投资 A 份额的投资收益。

由于分级基金 A 份额的约定收益率一般为基准利率 + 3% ~ + 5%，基准利率通常为一年定期存款利率，每年调整一次。如果以 2015 年年初的一年期定期存款利率 2.75% 为基准，有的分级基金约定收益率为一年定期存款利率 + 3%，即 5.75%；有的分级基金约定收益率为一年定期存款利率 + 5%，即 7.75%。如果 A 份额约定收益率相同，A 份额的折（溢）价率越低则越有投资价值。随着分级产品的多样化，A 份额约定收益逐渐分化，由于不同产品约定收益不同，所以 A 份额的折（溢）价率并无明确的代表性。为此在本书中引入 A 份额修正隐含收益率的概念，份额 A 修正隐含收益率越高代表 A 份额的本期有效利率越高。

为什么要选择整体折价的 A 份额投资呢？在牛市中，分级基金 B 类投机者和套利者拥有的力量最具爆发力，随着市场的上涨，分级基金 B 类投机的收益风险比变得越来越有吸引力，同时溢价套利机会的大量出现使得套利者积极地参与到分级基金 A 份额的定价（其套利抛售对分级基金 A

份额形成压制)。因此在这种阶段分级 A 往往会受到短期的打压。简单说，整体溢价分级基金存在申购套利机会，套利者抛售 A 份额，A 份额价格短期上涨不易。如表 5.1 所示为分级基金 A 份额数据。

表 5.1 分级基金 A 份额数据

代码	名称	现价	涨幅	成交额（万元）	折价率	本期利率	修正收益率	参考指数	整体溢价率
150321	煤炭 A 基	1.038	-0.48%	4031.64	-2.87%	7.25	6.81%	中证煤炭	0.07%
150175	H 股 A	0.87	-0.46%	6943.72	16.50%	6.25	6.66%	恒生国企	-0.71%
150221	中航军 A	1.119	0.27%	21450.74	-9.06%	7.5	6.42%	军工指数	-0.51%
150123	建信 50A	1.064	0.38%	174.44	-2.02%	7.25	6.39%	央视 50	0.60%
150323	环保 A 端	0.954	0.21%	1137.8	5.02%	6	6.32%	中证环保	-0.13%
150343	证券 A 端	0.954	-1.45%	113.49	4.89%	6	6.31%	证券公司	9.37%
150335	军工股 A	0.961	-0.83%	212.32	4.47%	6	6.28%	中证军工	-1.05%
150299	银行股 A	0.968	0.94%	532.76	4.14%	6.25	6.27%	中证银行	-0.04%
150247	传媒 A 级	0.963	-0.41%	405.2	4.14%	6.25	6.27%	中证传媒	-1.04%
150293	高铁 A 级	0.972	1.46%	907.32	3.72%	6.25	6.26%	高铁产业	0.17%
150327	新能 A 级	0.965	0.94%	681.03	3.92%	6	6.25%	中证新能	-0.79%
150287	钢铁 A	0.97	0.73%	325.76	3.77%	6.25	6.24%	国证钢铁	-0.98%
150301	证券股 A	0.972	0.73%	2010.41	3.74%	6.25	6.24%	证券公司	-0.42%

数据来源 集思录 2015.8.5

分级基金 A 份额投资的“三板斧”策略所需的交易量信息、修正隐含收益率、分级基金整体折溢价指标如何计算？而且计算需要的数据从哪里来？相关的数据集思录都已经为投资者计算好了，成交额代表交易量，成

交额越大，交易量越高；修正收益率代表修改隐含收益率，修正收益率越高越好；整体溢价率代表分级基金整体的折溢价水平，若整体溢价率为负，则代表分级基金整体折价。

根据“三板斧”原则煤炭 A 基金（150321）虽然交易量很高，修正收益率也最高，但是分级基金整体溢价而非折价。H 股 A（150175）和中航军 A（150221）的交易活跃，修正收益率也错，而且分级基金整体折价，符合“三板斧”原则。

但“三板斧”原则配合邻近下拆的分级最有利，H 股 A（150175）没有下折机制，中航军 A（150221）是有名的空仓基金，所以只能将就另寻机会了。

5.6 央行降息选择A份额 + 3%还是 + 4%

在降息的时候到底是买 + 3% 的 A 份额还是 + 4% 的 A 份额？根据分级基金 A 类份额的债性价值而言，不同品种的差异主要在于降息对其影响各不相同。作为固息品种，证券 A 级在降息周期中其债性价值不会受到负面影响，随着市场收益率的下行，其价值会得到提升，因此在降息预期较强的时候其配置价值较高。+ 4% 品种相对于 + 3% 品种而言受降息影响较小，这是因为浮动的约定收益率占总的约定收益率而言相对较小，因此在降息周期中 + 4% 品种相对于 + 3% 品种单就债性价值而言具备更高的吸引力。

从历史上看，在 2014 年 11 月的降息中+4%品种隐含收益率普遍下调 24BP^①，在 2015 年一季度的降息中隐含收益率普遍下降 23BP。与之相对的，+3%品种在降息周期中所受影响较大，从历史经验上看，2014 年降息后+3%品种隐含收益率普遍下降 28BP，2015 年一季度降息后隐含收益率普遍下降 27BP，分别比+4%品种多 4BP。

^① BP：固定收益投资中常用的术语，BP 单位指万分之一。

6

第 6 章

分级基金套利策略

分级基金两类份额适合不同类型的投资者，并衍生出各种丰富的交易策略。感谢志勇总和明军总的辛苦付出，建议关注过和没关注过分级基金的投资者都好好阅读一下本书，相信会对分级基金的投资有新的认识。

——兴业证券 金融工程资深分析师 陈云帆

A 股市场作为一个以个人投资者为主导的市场，一直以来对杠杆有着强烈的偏好。分级 B 相对融资融券交易简化了保证金管理的复杂性，更适合个人投资者交易。但是我們也需要看到分级 B 产品定价的复杂性，两位作者通过通俗易懂的语句把分级产品讲透，能够帮助投资者更好地掌握分级产品的投资。

——方正证券金融工程高级分析师 楼华锋

6.1 套利理论基础—配对转换机制

配对转换业务是指开放式分级基金的场内份额分拆及合并业务。以鹏华中证 A 股资源产业指数分级基金为例，该基金共分为鹏华资源分级（160620）、鹏华资源 A（150100）、鹏华资源 B（150101）三类份额。在配对转换业务开通后，两份鹏华资源份额可以分拆为 1 份鹏华资源 A 份额与 1 份鹏华资源 B 份额；相反，1 份鹏华资源 A 份额与 1 份鹏华资源 B 份额也可以合并为两份鹏华资源份额。如图 6.1 所示。

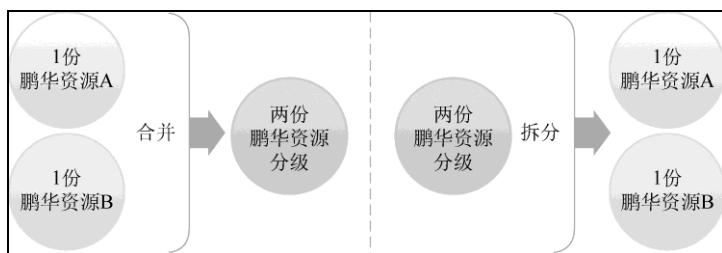


图 6.1 分级基金配对转换

配对转换机制为投资者提供交易之外的参与和退出机制。投资者可以通过申购母基金进行拆分卖出 A 份额得到 B 份额，同样可以卖出 B 份额保留 A 份额，或者 A、B 份额都卖出以获取套利收益。投资者也可以在持有 A 份额或 B 份额的情况下，再分别买入 B 份额或 A 份额进行合并赎回套利。

当 A 份额价格 + B 份额价格 $\geq 2 \times$ 母基金份额净值 + 交易成本时（申购费），可以进行分级基金溢价套利（或称分级基金申购套利），具体流程如图 6.2 所示。

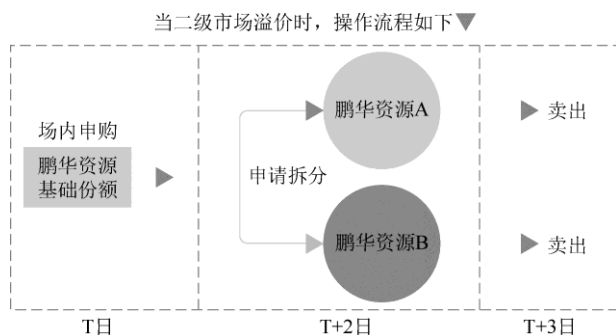


图 6.2 分级基金溢价套利示意图

传统分级基金溢价套利，正常情况下， T 日 15 点前场内申购的母基金，在 $T+2$ 工作日看到母基金份额后才能申请分拆， $T+3$ 日可以卖出 A 份额与 B 份额。如何提高溢价套利效率，将原有溢价套利所需的 3 个交易日缩减到两个交易日？（这样做不仅可以提高资金利用效率，而且可以减少母基金暴露在指数系统风险的时间。）这个问题的方案就是“份额盲拆”。份额盲拆实际上也是分级基金分拆的一种方法，“份额盲拆”是在 $T+1$ 日还未看到母基金份额时就可以申请分拆。

当 A 份额价格 + B 份额价格 $\leq 2 \times$ 母基金份额净值 - 交易成本时（赎回费），可以进行分级基金折价套利（或称分级基金赎回套利），具体流程如图 6.3 所示。

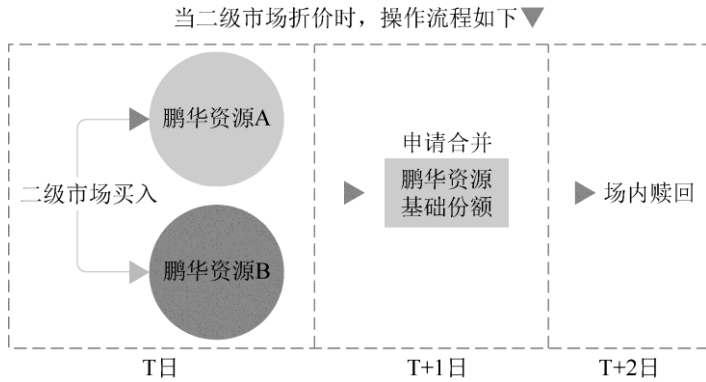


图 6.3 分级基金折价套利示意图

6.2 套利策略的实践

分级基金套利的基础是配对转换机制，分级基金套利分为溢价套利与折价套利，套利的条件更精确一些。

溢价套利：当 A 份额价格（T 日）+ B 份额价格（T 日） $\geq 2 \times$ 母基金份额净值（T 日）+ 交易成本时（申购费），可以进行分级基金溢价套利。

折价套利：当 A 份额价格（T 日）+ B 份额价格（T 日） $\leq 2 \times$ 母基金份额净值（T 日）- 交易成本时（赎回费），可以进行分级基金折价套利。

问题出现了，A、B 份额在 T 交易日内的交易价格是持续变化的，在 T 日收盘后，基金公司进行估值后才公布母基金的净值，即在交易日内投资者无法获取准确的母基金净值，整个套利过程都是基于投资者的预判与计算进行的。如图 6.4 所示为分级基金套利逻辑示意图。

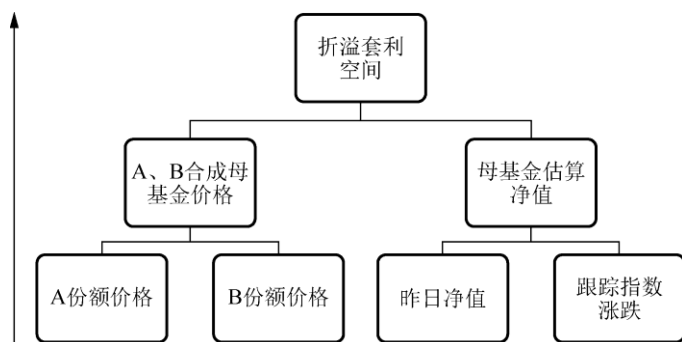


图 6.4 分级基金套利逻辑示意图

分级基金套利的逻辑与步骤分为以下两个方面。

- A、B 份额合成母基金份额的价格（或者是母基金份额拆分为 A、B 份额的价格），根据 A、B 份额的实时交易价格可以计算得出，计算公式为：

$$\begin{aligned} & \text{A 份额价格 (T 时刻)} + \text{B 份额价格 (T 时刻)} \\ & = \text{A、B 份额合成母基金份额的价格 (T 时刻)} \end{aligned}$$

- 母基金份额的净值估算，即母基金份额的盘中净值估算。只有在交易时间才能进行母基金的申购赎回，但是母基金的准确净值只

有在收盘后才知道，分级基金套利需要母基金净值，所以只能通过昨日净值、跟踪指数的涨跌及预估基金仓位来测算母基金份额的盘中净值，计算公式为：

$$\begin{aligned} (\text{T时刻}) \text{母基金盘中净值} = & \text{母基金昨日净值} \times (1 + \text{跟踪指数的涨跌} \\ & \times \text{预估基金仓位}) \end{aligned}$$

$$\text{预估基金仓位} = (\text{T}-1 \text{日}) \text{母基金净值涨跌幅} / \text{跟踪指数的涨跌}$$

将 A、B 份额合成母基金份额的价格与母基金份额的估算净值进行对比，投资者结合自身对市场的判断进行套利。通过上述公式计算，可以发现母基金盘中净值的核心是预估基金仓位。对于分级基金投资者而言，总是期望分级基金的仓位明确，95%的股票仓位，如果仓位明确，则无论是 A 份额、B 份额还是套利投资，在进行投资的时候都可以减少很多不可知的因素，但是分级基金仓位在交易时间总是未知的。是什么因素导致分级基金仓位的变化呢？

- 分级基金管理者主动提高或者降低仓位；
- 分级基金申购赎回等因素。
- 基金申购金额大于赎回金额导致基金净申购：

T 日申购资金通常 T+2 日或 T+3 日才可用于投资，导致 T+1 日的仓位被动降低。

- 基金赎回金额大于申购金额导致净赎回：

T 日赎回份额，基金需要在 T+1 日卖出股票变现并按 T 日的净值给赎回者，变向增加/降低了 T+1 日基金的仓位。

- 市场波动，在建仓的时候股票已经涨了 5%，当日的股票收益仅相当于半仓。

作为普通投资者很难判断基金仓位变化的原因到底是基金管人主观的原因还是基金申购赎回等客观原因导致的。所以投资者使用“母基金净值涨跌幅/跟踪指数涨跌幅”来测算基金的股票仓位，这种方法虽然有误差，但是也是投资者可用的最好方法。

分级基金套利需要获取 A、B 份额的实时价格、分级基金母基金的历史净值、以及分级基金跟踪指数的涨跌等数据。目前市场存量的分级基金有几百支，人工计算难以满足投资者的需求，为此集思录网站专门开发了分级基金套利数据模块，为投资提供 A、B 份额的实时价格、分级基金跟踪指数的涨跌、预估基金仓位、以及 A、B 份额规模变化、分级基金的申购赎回费率等数据并以表格的方式呈现，方便投资者进行分级基金的套利，如表 6.1 所示。

根据分级基金套利流程，无论是溢价套利还是折价套利都不是在单个交易日完成的，都需要持有 1~2 个交易日的母基金份额，即承担 1~2 个交易日跟踪指数的市场风险。

表 6.1 分级基金套利数据表 (数据来源: 集思录, 2015 年 8 月 11 日)

A代码	A名称	A价格	A涨幅	A成交 (万元)	A新增 (万份)	B名称	B代码	B新增 (万份)	B价格	B涨幅	B成交 (万元)	B新增 (万份)	合并		合并溢价	母基金名称	母基金代码	母基金净值	母基金估值	跟踪指数	指数		申购费	赎回费
													A/B	价格							涨幅	仓位		
150209	国企改革A	0.853	-0.23%	1883.41	19363	国企改革B	150210	19363	5.05	0.834	0.47%	161026	国企改革	0.826	0.830	国企改革	0.831	0.826	国企改革	95%	94%	1.20%	0.50%	
150171	证券A	0.883	0.57%	812.61	-6627	证券B	150172	5407.58	0.737	1.38%	5407.58	-6627	5.05	0.81	-1.60%	申万证券	163113	0.8318	0.8232	CSSA证券	-1.09%	95%	1.20%	0.50%
150152	创业板A	0.919	-0.11%	580.87	-9727	创业板B	150153	3121.23	0.452	10.07%	3121.23	-9727	5.05	0.7055	-2.34%	创业板分级	161022	0.725	0.7224	创业板指	-0.32%	95%	1.20%	0.50%
150181	军工A	0.852	-0.12%	515.98	-4326	军工B	150182	7504.29	1.321	1.77%	7504.29	-4326	5.05	1.0865	-1.76%	军工分级	161024	1.096	1.106	中证军工	0.93%	95%	1.20%	0.50%
150106	中小A	1.024	-1.16%	405.93	14913	中小B	150107	3709.56	0.647	7.12%	3709.56	14913	5.05	0.8355	1.53%	易基中小	161118	0.8227	0.8224	中小板指	-0.04%	95%	1.20%	0.50%
150184	环保A	0.845	-0.59%	361	4710	环保B	150185	465.32	1.722	-2.10%	465.32	4710	5.05	1.2835	0.60%	申万环保	163114	1.2781	1.2759	中证环保	-0.19%	95%	1.00%	0.50%
150205	国防A	0.857	0.00%	206.04	-4329	国防B	150206	2808.43	1.166	3.94%	2808.43	-4329	5.05	1.0215	-1.68%	国防分级	160630	1.032	1.0387	中证国防	0.65%	95%	1.20%	0.50%
150085	中小板A	0.989	-0.30%	194.32	9476	中小板B	150086	3536.09	0.647	6.24%	3536.09	9476	5.05	0.818	1.97%	申万中小	163111	0.8025	0.8022	中小板指	-0.04%	95%	1.20%	0.50%
502007	国企改革A	0.872	-0.11%	185.9	2881	国企改革B	502008	1128.94	0.678	10.06%	1128.94	2881	5.05	0.775	-0.15%	国企改革	502006	0.7765	0.7765	国企改革	0.53%	95%	0	0.50%

套利投资者不仅需要承担母基金的市场风险，而且要承担 A、B 份额价格的日内波动风险。承担跟踪指数或者日内波动风险的收益可能为正也能为负。对于厌恶风险的投资者可以通过选择股指期货对冲的方式降低风险，但由于分级基金的跟踪指数主要为行业指数或者主题指数，这些指数并没有相应的股指期货，所以分级基金套利者通常根据自身经验选择中证 50、沪深 300、中证 500 股指期货进行对冲。

6.3 上交所分级基金模式

2015 年之前的分级基金都是深交所模式（母基金代码为 160 开头，A、B 份额代码为 150 开头），2015 年上交所推出自己的分级基金模式，简称上交所模式。上交所分级基金与深交所分级基金最大的区别就是：上交所分级母基金和 A、B 份额同时上市，而深交所分级基金仅 A、B 份额上市交易。

拆分、合并方面：上交所分级间接 T+0。具体来说，当日买入母基金当日可拆分，拆分后得到的 A、B 份额当日可卖出；当日买入 A、B 份额当日可合并，合并后得到的母基金当日可卖出或赎回。深交所分级当日分拆母基金，次日获得 A、B 份额后可以卖出；当日合并 A、B 份额，次日获得母基金后可以申请赎回。

合并门槛方面：上交所分级分拆、合并申报数量应为 100 份的整数倍，且不低于 5 万份（以母基金份额计算）。深交所分级拆分、合并申报数量

不低于 100 份。

上交所分级基金溢价套利模式如图 6.5 所示。

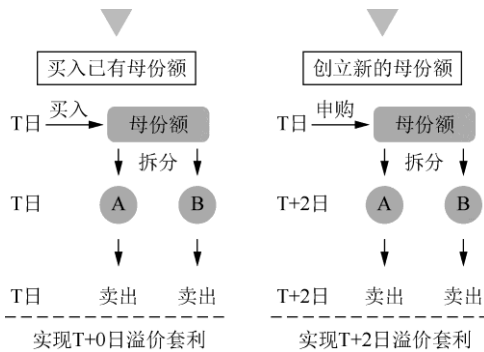


图 6.5 上交所溢价套利模式（图片来源：鹏华基金）

上交所分级基金折价套利模式如图 6.6 所示。

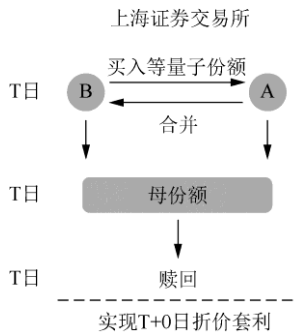



图 6.6 上交所溢价套利模式（图片来源：鹏华基金）

代码方面：目前，上交所上市的分级基金代码都是以“50”开头的，并且母基金与 A、B 份额代码是连号的；深交所分级基金母基金代码是以“160”开头的，A、B 份额是以“150”开头的。

第四部分



AB 联动让你穿越牛熊让你飞

尽管中国股市已经诞生 20 多年了，但还不能摆脱新兴市场的称号，因为投资者不成熟，市场起伏很大，且暴涨暴跌是常态。前面我们讲了分级 B 主要适合牛市，具有趋势性机会的行情。接下来我们就讲讲怎么利用分级 A、B 灵活切换和联动去适应更多的行情，力争在任何行情都有所斩获。

中国股市的脾气就是有些怪，要么好到暴涨，要么坏到暴跌。很多投资者不知道止盈止损，比如跌了不知道止盈，结果做了个倒 U 轨迹，直接进入悲催的底部，不断重复“坐电梯”的故事。再加上中国股市的中小个人投资者其对冲工具欠缺或者说根本就没有，很多人被套牢多年，好不容易遇到一波好行情又满仓踏空，真是为我们的“小散”着急！

但我们要告诉你的是，如果你无法参与股指期货和期权，也无法通过融券做空，那么分级 A 不仅提供了获取稳定收益的机会，在行情急转直下的时候还能起到对冲股市风险甚至做空的作用。考虑到分级 A 门槛极低，这意味着我们“小散”多了一个极佳的组合管理工具。注意：除了加杠杆或者顺应上涨势头投资分级 B，也要关注分级 A 在分级 B 的跌宕起伏中所凸显的价值，顺势切换，可以使得整个组合的风险大幅降低，收益也更加稳定。举个简单的例子：一旦股市转势，连续下挫，就能看到分级 B 的下折预期，正常情况下，分级的另一端——分级 A 也将开启下跌期权，即 B 跌 A 涨。这样是不是感到又多了一个做空工具？这其实不是真正意义上的做空，是下折对于折价的分级 A 存在套利机会。此外，即便没有下折，股市行情不好时，资金需要避险，投资者需要寻找固定收益工具，分级 A 也是极佳的类固定收益工具，这个时候把资金从分级 B 切换到分级 A 就很可能获得较为稳定甚至较好的收益。接下来我们就给大家讲讲分级 A、B 如何进行切换和联动。

7

第 7 章

分级 A 和分级 B 的切换

分级基金通过结构化的风险和收益的分级,衍生出 A 类和 B 类两朵姊妹花,丰富了场内投资工具,受到了广大投资者的喜爱。两位作者不拘泥于死板的投资理论,而是结合生动的实战案例为你展现分级基金活灵活现的风采。作者郑志勇多年从事分级基金产品设计的研究工作;刘明军则因 B 类投资而享誉业内,被网友冠为“B 类之王”。相信两人联手打造的这本分级基金投资策略与实战的宝典,会给读者带来不一样的投资世界。

——网友：海蜇大王

你有个股研究的能力吗?你有指数交易的机会吗?你有个股跌停还能顺利出逃的技术吗?如果你都没有,就请选择结构型交易工具——分级基金,其投机投资两相宜,风险偏好可以实现量化再平衡,是目前 A 股市场里集万千宠爱于一身的好工具。行业两位大咖联手打造的分级宝典值得倾力推荐!这本分级宝典无疑是各类型交易者的案头必备工具书!

7.1 牛市也不能一直持有分级B——情绪过热将B换成A

经典的案例还是最值得揣摩的，如图 7.1 所示是 2014 年 11 月最让大家津津乐道的证券 B（150172）。大家在这个过程中拼命地买。



图 7.1 证券 B 区间统计

你们有谁看到另一端的 A 份额是什么状况吗？

如图 7.2 所示就是证券 A（150171），因为市场太火爆，证券 B（150172）涨太快，导致整体溢价太高，提高了套利资金的申购套利积极性。结果大量资金申购母基金并拆分为证券 A 和证券 B，A 和 B 被同时卖掉，对于 B 份额，价格可能被砸下去，也可能短期内砸不下去（由市场情况决定，像

证券 B 就很难被砸下去，因为 2014 年的证券行业实在是太被看好，买盘相当足，几十亿元最终也能被消化），但 A 份额短期内十有八九就被砸下去了。所以证券 A 就这么被套利资金大甩卖，直到 2014 年 12 月证券行业见顶，证券 B 停歇，A 份额在此期间也形成了它的黄金坑——这个时候就是将 B 份额转换成 A 份额的极佳时机！



图 7.2 证券 A 区间统计

实际上分级基金连续大幅整体溢价，本身也反映了市场过热，即便没有套利资金入场对分级 B 形成打压，分级基金标的指数对应的行业或者主题自身也有短暂调整需求，没有只涨不跌的行情，且管理层看到市场过于火爆也可能会有调控政策出台，这一点大家必须牢记。事实上，自 2014 年 12 月 19 日，证券行业经历了一个多月的大幅调整后，证券 B 下跌超过三成，而此期间证券 A 从黄金坑爬起来，上涨超过 8%。如图 7.3~

7.6 所示。



图 7.3 证券 B (150172) 12 月 18 日至 2 月 25 日走势



图 7.4 证券 B (150172) 12 月 18 日至 2 月 25 日区间统计



图 7.5 证券 A (150171) 12 月 18 日至 2 月 25 日走势



图 7.6 证券 A (150171) 12 月 18 日至 2 月 25 日区间统计

大家可能要问，你怎么知道应该在 2014 年 12 月 18 日那天卖出 B 换成 A 呢？老实说，我们也无法知道证券 B 在那天以后是否会持续调整。但是，我们能够知道那天证券 A 被严重低估了，当时它的价格远远低于其价值，这完全是套利资金打压的原因。而且证券行业实在是涨得太多了，即便当时证券 B 的价格不下来，未来也难以持续。所以，我们建议投资者在这种情况下卖 B 换 A 是有充足的理由的。结论就是，如果某一个分级 B 连续大幅上涨，导致整体溢价高企，就应该出掉此时的分级 B，但不要马上换成分级 A。等待 A 被套利资金砸下来后，导致分级 A 远远低于其合理价时，可以考虑买进分级 A。如果中间资金有空档，就将资金换成货币 ETF（如银华日利 511880 或者华宝添益 511990），货币 ETF 是极佳的现金管理工具，类似于股市中的余额宝，可以与炒股无缝对接。这样切换的好处是不仅能回避市场的短暂调整，还能获取不错的回报，最坏的结果至少

是保住了胜利果实，大幅降低了风险。

7.2 下跌趋势一旦形成——直接切换， 卖B换A

如果短暂调整演变成了趋势性下跌，那么短期内也无法判断出是否牛转熊，但可以借助简单的均线系统来分析，比如连续跌破多条均线，那么至少说明市场处于弱势，尤其是当成交量开始萎缩时，表明投资者的热情在下降，则分级基金的溢价十有八九也开始回落，甚至变成折价，这个时候就不用等待了，直接将 B 换成 A，当然还需要看看此时的 A 是否被高估。

如果你深刻理解了分级 B 的核心是趋势加杠杆，那么一旦上涨趋势发生变化就应该抛弃分级 B，而这个时候分级 A 可能更有投资价值，当然也可以说是投机价值，反正就是大概率上涨！

2015 年 6 月中旬至 7 月上旬的这次股灾，对于中小投资者来说，原本是有机会逃脱的。正如我们前面所说，通过简单的均线系统来分析就可以看到趋势已坏，这个时候所有建立在股市上涨才能获利的品种（包括分级 B），都应该无情地抛弃，无论它过去曾经多么辉煌，给我们带来了多丰厚的回报。当然这是一次极端的行情，若直接卖出会很困难，好在分级 B 确实是个好东西，持有分级 B 的投资者可以再买入分级 A 合并赎回，

实现轻松越狱。说到这里，大家可能也会想到，如果很多人都这么做，那么分级 A 会涨吗？是的，这就是分级 A 配对价值的体现。

这一次极端行情之所以被称为极端，是因为如果按照概率来推算，可能千年不遇！于是出现了罕见的分级 A、B 份额一起暴跌的情况，分级 B 暴跌也就罢了，为何分级 A 还会暴跌？因为投资者担心极端行情下，分级 B 跌太多甚至可能出现违约，无法兑现给分级 A 的约定收益，就算不出现这种情况，也担心下折后分级 A 获得的母基金还没来得及处理就发生大幅亏损。理论上这种情况是可能会发生的，但是概率非常低，好在后来政府的救市政策基本上把这个顾虑给打消了。言归正传，我们想说的是，如果完全执行既定策略，利用均线系统简单分析，在 2015 年 6 月 19 日左右，大盘趋势明显变坏，有牛走熊的迹象时，我们直接把分级 B 换成分级 A，即便因为极端行情，导致分级 A 也经历了下跌，但从长远来看，这样不仅能躲过分级 B 惨烈的下跌，还能获得不错的收益，而且不包括有的分级 B 下折给分级 A 带来的额外收益。

以创业板 A（150152）为例，创业板自 2015 年 6 月 15 日连续下跌，接连跌破多条均线，短期走势十分不乐观，按照策略，我们应该将创业板 B 卖出（卖不出去就买 A 合并赎回），之后再买创业板 A，截至 2015 年 8 月 14 日，创业板 A 上涨接近 10%，虽然期间也经历了一波大幅下跌（如果不是极端行情，股市没有如此快速的下跌，我们相信创业板 A 在创业板下跌期间不会有如此大幅下跌，总的收益会更高）。如图 6.7 和图 6.8

所示。



图 7.7 创业板 A (150152) 区间价格走势



图 7.8 创业板 A (150152) 区间统计

7.3 经历一段强势后，行情犹豫，市场谨慎，将B换A

事后看，K线图还是很清晰的。大多数时候行情并不是那么好提前判断的，比如2015年8月以后的股市就面临上下两难的境地，救市政策使得股市向下的空间有限，但经历股灾之后，很多人惊魂未定，还未完全反应过来。而且有的超跌股票也有较大的反弹，但投资者对于未来经济和货币政策的走向有所担心，明显信心不足。且这个时候也未必是震荡走势，甚至有可能看起来还不错，指数也在涨，但盘中震荡剧烈，走势不明，行情走得很犹豫。

此时尽管指数依然在涨，但分级B遭到冷遇，尤其是经历了下折的痛苦后，不少投资者对分级B持谨慎态度，结果就是分级B很可能跟不上指数的涨幅，由此导致大幅整体折价，整体折价会导致折价套利，由此刺激分级A的需求。因此，如果行情看起来很犹豫，你对股市也不是很有信心，只想求个安稳，那么就可以将分级B切换为分级A。

2015年1月13日至3月18日，大盘也是走得很犹豫，尽管看起来指数在涨，其中创业指数涨了38%。但让人意外的是，这期间很多分级A却很好地表现了一把。例如，创业板A在上述期间就上涨了21%，这个涨幅是在创业板指数持续上涨的情况下完成的，可以说是让人瞠目结舌，如图6.9和图6.10所示。而创业板B只上涨了44%，仅仅比标的指数好

分级基金与投资策略

一点儿，杠杆完全没发挥出来，其收益被创业板 A 吃掉了不少。

当然，最后我们回过头来看，如果标的指数能够持续上涨，还是持有分级 B 收益更高，但从风险角度来看，两者显然是不一样的，问题是怎么知道能够持续上涨呢？因此，如果行情看起来很犹豫，不那么强势，我们就可以将分级 B 换成分级 A，这样做的目的并非为了追求更高的收益，而是为了降低风险，并且不管股市涨跌都可以实现赢利。但从 2015 年 4 月开始创业板走势就完全改头换面，异常强势，很坚定，这种情况下就不要去选择分级 A，而是应该坚定地持有分级 B。



图 7.9 创业板 A (150152) 区间价格走势

区域统计		
开始: 2015/01/13	结束: 2015/03/18	总个数: 42
起始价: 0.89	最终价: 1.08	均价: 0.97
最低价: 0.89	最高价: 1.11	涨跌幅: 21.06%
振幅: 25.31%	板块涨跌幅: -	大盘涨跌幅: -
总手: 3074万手	金额: 29.8亿	换手率: 0.00%
阴线: 10	阳线: 31	平线: 1
资金净流向: -		

图 7.10 创业板 A (150152) 区间统计

7.4 卖A换B的唯一理由——股市行情要来了

由于分级B的核心逻辑是趋势加杠杆,有趋势性行情才考虑做分级B,否则主要配置A来获取稳定收益。那么问题是怎么判断行情要来了呢?

与前面说的道理类似,一是可以参考各种均线,例如指数的5日、10日、20日、60日均线等呈现多头排列,或者参考其他的技术分析指标;二是看政策:宏观政策,包括货币宽松、财政政策、税收政策,甚至是直接针对股市的利好政策。当市场向下趋势反转,大盘走好时,要坚定地做好切换,将资金从获取稳健收益的分级A中撤出,杀入分级B,借助分级B就完全有望逆袭。

2014年上半年股市行情并不理想,但分级A的机会很多,这也充分反映了分级A的防守功能。在经历2015年初因资金面紧张而导致被错杀后,分级A的隐含收益率大幅高于市场公允利率,甚至一度接近8%。还好市场中不乏能够发现此类投资机会的聪明投资者,于是从2014年7月底,分级A几乎一路上涨,一直上涨到2014年11月初,大部分分级A经历了近10个月的持续上涨,涨幅超过了25%。

如果说对2014年7月22日开始的牛市行情在最初3个月还很难确定的话,那么2014年11月开始的行情,尤其是降息之后,无论是从技术分析还是政策层面,牛市几乎就没人怀疑。那么这个时候我们将分级A切换成分级B将是天经地义的事,且此时的背景是沪港通开通,市场利率下行

明显，货币政策十分宽松，在经历了多年的熊市后，大蓝筹开始持续暴涨，带动大盘指数大幅上涨。对于大盘的上涨，如果要形成趋势，最佳的办法就是买入分级 B。

当时的分级基金数量比较有限，但跟踪大蓝筹指数的选择有很多，主要有：150052 信诚沪深 300B、150013 双禧 B、150023 申万进取、150019 银华锐进等。无论你选择哪一个，只要你能拿得住，最后都将收获 100% 以上的回报。有人说如果那个时候买成创业板 B 也不行啊？是的，创业板指数在当时是下跌的，所以分级 B 也是需要选择的。为何要去选择创业板 B 呢？当时明明是大蓝筹在涨，当然应该买蓝筹分级 B。有些投资者就是在那个时候将持有了大半年的创业板 A 换成了后来特牛的证券 B，有些投资者则是选择了宽基指数的沪深 300B，不管怎样，都获得了极高的回报，100% 算是少的了。

8

第 8 章

分级 A、B 好兄弟联手

分级基金是指数基金的升级版，为普通投资者，尤其是资金量少的投资者，提供更灵活的投资工具。通过玩转分级基金，本人取得了高额回报。可是，很多投资人并没有像我这么幸运，在股灾期间，由于投资分级 B 而遭受巨亏，究其原因，是缺乏学习，盲目跟风投资者，不乏其人。引用国泰分级基金经理徐皓先生的话：“理解你的产品，它就是工具，不理解，它就是赌具。”欣闻两位业界专家出版本书，理论与实践相结合，帮助投资人系统地了解分级基金，可谓功德无量，特此推荐。

——新浪财经保险理财专家坐堂嘉宾资深投资人 王静

经历过牛市的繁华似锦，也经历过熊市的血雨腥风，分级基金的双刃剑效应逐渐被广大投资者所熟知，如何了解并玩转这根神奇的杠杆已经引起了越来越多投资人的兴趣，让投资者不再谈下折色变，熟悉这一近两年逐渐走红的投资品种，本书是两位对分级基金颇有研究的基金行业资深人士的最新力作，是想要投资分级基金的广大投资者必备的工具书。

第 8 章 分级 A、B 好兄弟联手

——中国经济网基金频道主编 张桔

从分级基金发明的目的来看，分级 A 和 B 就是为了两类不同的人而生的，其用途也有很大的不同，这哥俩很多时候的走势是相互牵制、甚至是完全相反的，有点“苦大仇深”的味道，从上面两者的切换逻辑就可以强烈地感受到这一点。但是，分级基金之所以拥有无穷魅力就在于它的玩法实在是太多了，可以给投资者带来很多其他产品无法产生的投资机会。接下来我们就要好好给大家讲讲如何将这两个平时是冤家的分级 A、B 联手来实现更多的目的。

8.1 A、B 联手套利

分级基金的套利分为两种，一种是溢价套利，另一种是折价套利。不管是溢价套利还是折价套利，都需要将 A、B 俩兄弟同时考虑进来，是要去计算整体溢价还是折价。申购套利的操作过程是申购母基金拆分，分别卖掉 A、B 即可。如果套利资金多了，为了实现套利收益，降低风险，就需要尽快出掉 A、B，可以说成是 A、B 俩兄弟分道扬镳，各自逃命。而折价套利的操作过程是，分别买入同等数量的 A、B 份额，合并为母基金，然后将母基金赎回（深交所的分级目前只能赎回，而且当天合并的需要到第二天才能赎回，资金到账一般需要 3 天左右），如果是上交所模式，则可以当天就将母基金卖掉，借助专门的套利系统甚至可以实现所谓的瞬时套利。不管是深交所模式还是上交所模式，都需要有足够的空间才可以做套利，要将成本考虑进去，还要考虑到母基金一天的风险敞口（深交所分级）。

还有一种专业投资者用的较多的策略是底仓套利策略。由于也涉及利用整体折价或溢价，所以我们也将其归结为 A、B 联手行动。所谓底仓套利，并非完全意义上的套利，而是一种通过利用折价或溢价操作来实现收益增强的策略。底仓套利的基本前提是看好标的指数，持有母基金，在收盘前（一定要在临近收盘时）进行套利操作。基本操作流程如下。

（1）整体溢价下的底仓策略

按比例买入 A、B 份额→T 日整体溢价时卖出 A、B 份额，申购母基金→T+1 时拆分成 A、B 份额→T+2 日得到 A、B 份额，进入下一个循环。

（2）整体折价下的底仓策略

持有母基金→T 日整体折价时买入 A、B 份额合并，赎回母基金→T+1 日得到母基金份额→T+N 日得到现金，进入下一个循环。

8.2 A、B 联手 T+0

目前 A 股市场能够直接进行 T+0 交易的品种有期权、可转债、货币 ETF、部分 QDII 基金，而能够变相实现 T+0 交易的过去是 ETF^①。但 ETF 的 T+0 交易仅仅是专业投资者的领地，普通投资者无法进行，因为门槛高，最少也要几十万元才能进入，并且由于 ETF 是实物申赎制度，涉及很多股票的买卖，多则几百支，少则几十支，手动无法完成，需要借助专

^① 交易型开放式指数基金，通常又被称为交易所交易基金（Exchange Traded Funds，简称 ETF），是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的开放式基金。

业工具。现在出现了一个大部分投资者都可以参与的 T+0 交易工具——上交所分级。上交所分级有如下交易规则。

(1) T 日买入的 A、B 份额，当日不能卖出，只能 T+1 日卖出，但可以实时合并为母基金，母基金可以当日卖掉或赎回（但不能再拆分）。

(2) T 日买入的母基金当日不能卖出，T+1 日才可以卖出，但可以当日实时拆分为 A、B 份额并可以实时卖出。

从上述两条规则能够看出，我们可以实现 T+0 交易。这样，我们就可以充分利用 A 股市场盘中的剧烈波动，通过 T+0 交易来赚取日内波动的价差，并且在收盘时使账户保持现金，不持股过夜，降低持股风险（防止第二天低开）。对 ETF 交易规则熟悉的投资者应该看出来，上交所分级只有 A、B 两个成份股的 ETF。这种操作是 A、B 联手，已经跟杠杆没有关系了，仅仅是为了做 T+0 交易，赚标的指数日内的价差。

需要注意的是分拆与合并的申报数量必须是 100 的整数倍，且分拆与合并的母基金应不低于 5 万份。

举个例子，假如你想利用上交所分级做 T+0 交易，且拥有 5 万元资金，以上证 50 分级为例，建议可以这样操作：

假如上证 50 指数在盘中大幅跳水，而你判断盘中有可能反弹，有两种途径可以实现 T+0，那么是先买母基金还是子基金呢？这取决于折价还是溢价，如果相对于上市的上证 50 母基金 502048，子基金上证 50A（502049）和上证 50B（502050）是整体溢价的（一般会很低，否则会有套利资金来消

除这个溢价)，则可以买入 5 万母基金 502048，等待一段时间，比如几分钟或者十几分钟，如果反弹了，且扣除成本后还能有赢利，你就可以拆分母基金为 A、B 子份额并马上卖掉。如果是折价的，则可以先买入同等数量的上证 50A 和上证 50B，然后等待一段时间，如果标的指数反弹，有利可图，则可以将两者合并为母基金 502048 并马上卖掉。上述过程可以不断重复，从理论上来说你可以做无数次。当然很难做到每次都赢利，如果形势不妙，出现亏损，则一定要及时止损。我们也不需要做到每次都赢利，只要做到长期下来，总体赢利就行。要么赢利次数多，要么单次操作的赢利比亏损多，这就是所谓的统计套利。你只要保证大概率能赚钱，然后不断重复，统计上致胜就行。

大家肯定会问怎么能知道会反弹呢？什么时候介入比较好？又该何时卖出呢？好吧，既然本书的目的是为了教会大家实战技巧，那么就告诉大家一个确实简单的办法，那就是：利用分时图中的股价和当日均价之间的关系，当标的指数股价向上突破当日均价时可以考虑介入，等待一段时间后，如果指数股价向下跌破了均价，此时若还有赢利就可以考虑卖出了。如果很不幸，买入后指数很快就大跌，亏损一下就达到了止损线，则应立马进行止损，不要犹豫。至于止损线设为多少，很难一概而论，也要结合当时的市场环境而定，如果当时市场波动很剧烈，可以将止损线设为资金的 1%，同样也需要设置止盈，只要达到设置条件就止盈。有一点是很重要的，那就是如果你仅仅是为了做 T+0，不想持股过夜，那就意味着你需要在收盘前变现，无论是赢利还是亏损。

8.3 A、B联手“越狱”

A、B 联手在前面讲分级基金的优势和风险应对办法时已经讲过了，那就是当分级 B 由于市场急剧恶化出现跌停无法卖出时，分级 A 将成为分级 B 的救星，我们只需要买入同等数量的分级 A 合并为母基金再赎回就可以实现越狱。上交所分级甚至能实现 T+0 赎回，而深交所则只能 T+1 赎回。要注意的是合并是有数量要求的，上交所分级需要母基金最低 5 万份，深交所分级一般要求是整数即可，具体参见基金合同。



第五部分

集思录精选

第 9 章 分级英雄之贴

- 9.1 分级 A 究竟如何定价
 - 9.1.1 分级 A vs 浮息债
 - 9.1.2 永续 A 到底是不是永续
 - 9.1.3 浮息债如何定价
 - 9.1.3 A 和 B 谁决定谁
 - 9.1.4 分级 A 的自身特点
 - 9.1.5 分级 A 走势预测
- 9.2 分级折价套利入门贴
- 9.3 四种情况不宜搞分级套利
- 9.4 A 类基金低折
- 9.5 如何利用 T+0 机制套利上交所分级
- 9.6 折套利安全边际速查表

9

第 9 章

分级英雄之贴

9.1 分级A究竟如何定价

——ID：金融起航家

分级基金的结构大家都很清楚，那么直入主题，单说分级 A 吧。做分级 A 投资最好有债券方面的基础，否则可能会一团雾水。

9.1.1 分级 A vs 浮息债

市场上绝大多数分级 A 都是浮动收益率的方式，比如“1 年定存+300BP”这类分级 A 的本质是浮息债。所以，分级 A 的价格走势大致跟随浮息债，且配对转化机制受到股市的影响，同时场内交易的特点也导致了分级 A 的价格波动较大。

可以把分级 A 当成固定收益产品，但有个基本常识需要明白，即债券和定存有一个很大的不同点：定存不上市交易，没有本金价格的变动，属

于典型的到期拿回本息；而债券可以交易，因此久期对债券价格的影响很大。经常有人问，为什么债券每年约定 6% 的收益率，可是在 2013 年的熊市还亏了那么多呢？这正是长久期的原因，当年不拿回本金。熊市中虽然有利息进账，但资本利得大幅为负，比如 2013 年就属于这种情形，而 2014 年的资本利得占了收益的绝大部分。可以简单认为，期限越长则久期越长（此外还跟票面利率有关）。举个例子，2014 年年初 10 年国开债的静态收益率只有 5%，但到 2014 年 11 月时整体回报达到 10% 以上。可以这么估算，7 年久期的品种收益率下降 100BP，资本利得产生的回报率大概就是 7%~8%，另外还有 5 个点的票息收入。

债券的基本规律就应该清楚了：收益率从高往低降的时候，会有一块资本利得，久期越长，资本利得回报越高；反过来也一样，且面临亏损的幅度也大。

永续 A 和固定期限 A 选哪个？其实很简单，固定期限 A 适合持有到期，而永续 A 弹性大。比如 150096（招商中证商品 A 份额）是属于固定期限的，其今年的走势基本和企业债指数相当。随着期限的缩短，持有到期的性质加强，到期收益率成主导因素，即便前两周永续 A 大幅杀跌，150096 也跌幅有限。固定期限 A 相当于短债，适合持有到期；而永续 A 相当于长债，随市场收益率波动较大。当然有人说可以一直持有 150096 下去吃票息，前提是不需要提前支取本金，可以像保险或理财一样按照成本计价。

9.1.2 永续 A 到底是不是永续

市场上通常把永续 A 类和 10 年期 AA/AA+ 债券相比，假设一个约定收益率 6.5% 的永续 A，加上 B 类承担的各种费用，如果跟踪的指数不涨不跌，大概 7 年左右该基金就该触发下折。

迄今已有 4 只永续 A 类触发了下折，但实际存续期并没有 10 年这么长，所以永续 A 并不永续，大概相当于一个 7 年久期的长期债券。也正因为久期长，所以净价的波动经常很大。

9.1.3 浮息债如何定价

既然说永续 A 类与浮息债类似，那么浮息债怎么定价？对于这个问题，即便专业的债券研究人员也不能一句话说清。浮息债和固息债在长周期的走势是一致的，而在升降息周期的始末有不同。在降息周期的初期，浮息债应有折价，而在降息周期的末期，浮息债应有溢价；升息周期则对应相反。

在降息周期的初期，由于预期浮息债的约定收益率减少，资金会流出转向其他固息产品；与此同时，市场上高收益资产减少，因此浮息债的跌幅将有限，一旦继续降息的预期停止，则会存在价格回归（可参见 2012 年降息后永续 A 类的走势）。真正对浮息债/永续 A 类造成较大冲击的是市场利率持续上升但央行不加息（过去几次分级 A 大跌的时间主要都在债券熊市，比如在 2011 年年底和 2013 年年底）。比如在 2014 年，由于大多永续 A 类都是浮息性质，在降息预期的作用下，走势要弱于固息债。

其实分级 A 的市场很小，不如债券一周的发行量，且关注这个市场的

● 分级基金与投资策略 ●●●

资金并不多，因此现在分级 A 承受一定的价格补偿。

9.1.3 A 和 B 谁决定谁

A 和 B 谁决定谁，这个问题被广泛讨论，有人说在熊市中 A 决定 B，在牛市中 B 决定 A。比如 B 类通过向 A 类支付一定的融资成本，换取高杠杆。对比常见的融资工具，如融券费用率大概是 8%~9%，而分级基金 A 类的约定收益率通常是 6%~7% 不等，算上承担的基金管理费+托管费等也是 8%~9%，然后结合公式算出合理收益率。这说法有一些道理，至少对中短期分级 A 的走势至关重要，但这些不是长期影响。

由于溢价套利造成的短期的杀跌，可能带来的是长期的投资机会。毋庸置疑，配对转化机制是对 A 类的重大影响因素。但是 B 本身也是变量，用一个变量定价另一个变量，得出的结论是不是有点不合适？就像物理中，最基本的分析方法在于找到一个闭合稳定系统，然后才能分别判断其中各个部分的状态，如果这个参照物本身就是运动的，那么相关推论都站不住脚。

之所以不把 B 作为长期因素，是因为从长期看，如果溢价套利持续存在则最终一定将被抹平。比如股市情绪高涨，开始出现持续的大幅溢价套利机会，大量套利资金通过申购母基金再拆分进入市场，A 类会受套利资金的打压，最终维持较高的折价，即维持较高的隐含收益率。但从大幅溢价到目前小幅折价也就几天时间，市场自发进行纠偏，这种非稳态是不会长期存在的。

A 和 B 不能单独按照净值申购和赎回，只能按照价格交易，因此单个 A 或 B 的折溢价在短期是没有意义的。对于 A 和 B 而言，不存在绝对的谁决定谁，A+B 的合并折价溢价才是有效并实用的，因为这个才能和母基金的净值对应上。A 和 B 的价格互相影响，单独分拆看意义不大。

9.1.4 分级 A 的自身特点

分级 A 的定价最终跟随债券收益率曲线（类似浮息债曲线）浮动其优点和缺点如下。

1. 分级 A 没有信用风险

绝大多数分级基金通常有向下不定期折算条款，相当于对约定收益及本金进行担保，在 B 类净值低于 0.25 时就强行下折，因此实际风险极低，可和 AAA 债券相比。

2. 不定期折算

(1) 下折时可以提前获利了结

母基金净值下跌超过一定程度（通常是低于 0.25 元）后触发，将 A 份额净值超过 B 净值的部分折算成母基金。绝大多数情况下折对 A 类有利，因为在实际交易过程中，A 类价格处于净值折价（比如现在约定收益率 6% 的折价大约 15%）。当触发下折后，A 类提前按照净值兑换成母基金，享受折价回归。

下折条款对分级 A 来说其实是个隐含的期权，如果将来某天触发，可以将永续提前转化成固定期限，获得一笔资本利得。

(2) 上折对 A 的影响比较复杂

其实上折对 A 的直接影响不大，只是提前拿到了份额，然后价格重新归整市场主流的收益率水平。但因为上折后 B 持有者显然选择拆分后卖出 A，因此 A 类会受到打压。但实际上当 B 类上折后净值归一，反过来更容易出现下折的情形，这对 A 类并不是坏事。

比如之前提到的 150171（申万中证申万证券行业 A 份额）为什么在发生上折后大跌，其实主要源于溢价套利导致抛盘，而非上折本身。但溢价并非长期存在，可以看到当 150171 的隐含收益率和市场其他品种相当时，就不再独立下跌。

3. 永续A类不能做质押回购融资

这个缺点和债券相比缺少加杠杆的能力，需要收益率补偿，这也是为什么分级 A 的约定收益率要更高一些。在此做个测算，如果将来 A 类正式纳入质押库，预计行业永续 A 类的收益率要从目前的 7.10% 下降到 6.50%，作为长久期的永续分级 A，对应价格涨幅约 5%~7%。

4. 配对转化机制

配对转化机制是分级 A 短期走势的重要影响因素

5. 交易所资金的松紧

因为分级 A 全是交易所内可交易的流动性资产，又有固定收益性质，因此对资金的敏感性高。每逢资金紧张时，分级 A 通常就会有所调整。而资金松动后，分级 A 就会有小幅回升。这个在每次 IPO 前后可以看出来。

9.1.5 分级 A 走势预测

按照前面的分析,越临近降息周期的后期,分级 A 的相对价值越显著,长期表现将超越其他固定收益类产品;而债券收益率大幅上升对分级 A 的走势是致命的,但由于分级 A 无信用风险,因此在有限的范围内值得。所以做分级 A 最好有些债券基础,对市场利率走势有个基本的判断。

如果仅仅是因为股市再次大幅上涨而造成出现溢价套利,从而导致 A 的杀跌,那么只会再次提供抄底机会。

9.2 分级折价套利入门贴

——ID: 张翼轸



本文仅针对深市的分级基金，不适用于沪市。

折价套入门，先从裸套开始。

裸套是最简单的折价套利行为，实践要从它开始。

什么是折价裸套？就是纯粹为了套利，不以持仓为目的而参与折价套利的行为。

例如，现在有分级 A 和分级 B 两只上市交易的分级基金份额，临近收盘的时候市价分别是 0.9 元和 1.1 元，如果 A 和 B 的分额比是标准的 5:5，则意味着两者合并价是 1 元（ $0.9 \text{ 元} \times 0.5 + 1.1 \text{ 元} \times 0.5$ ）。如果通过前一晚公布的母基金净值和当日跟踪指数涨跌幅估算时净值是 1.02 元，则意味着 A 级 + B 级的价格比其净值折价 1.96%，这个折价就是我们可以进行折价套利的起点。

需要说明的是，在实际操作中，合并价格和估算净值不需要你自行计算，查看集思录（www.jisilu.cn）的相关数据即可。

为什么有折价就能套利？很简单，分级基金具有价格双轨制，A级+B级在二级市场交易，母基金则像普通基金一样可以申购赎回。这意味着当A级+B级合并价格低于母基金时，我们可以在二级市场买入A级+B级合并成母基金后赎回，套出当中的价差。

1. 买A级+B级

买A级+B级，其操作就像买股票一样，对普通人没有难度。唯一要注意的是查看集思录数据，搞清楚分级A和分级B的份额配比，一般都是5:5，那么A级+B级就可以按照等份额买入，但如果是6:4，那么就要以类似6000份分级A+4000份分级B的比例购买。

理论上，你可以在任何时点买入A级+B级，但是笔者建议你在每天下午14:50~14:57的时段进行买入。因为若买入过早，则需要承担额外的净值波动；若买入过晚，就会遭遇深市尾盘的集合竞价，导致当日无法合并。

2. 合并成母基金

由于分级基金的双轨制，要享受净值，就必须将A级+B级合并成母基金。目前许多靠谱的券商都支持在买入A级+B级当日就合并成母基金的操作，所以在买入A级+B级后，紧接着要做的就是合并成母基金。

不同的券商，其合并功能在交易软件中的不同地方，所以不妨咨询下客户经理，找到对应的功能。需要说明的是，目前绝大多数券商的手机交

易端都不支持合并，所以折价套利最好是在 PC 电脑上操作。

3. 赎回母基金

赎回母基金是折价套利过程中最惊险的一步。

因为根据深交所的交易规则，必须在买入并合并的次日才能按照次日的净值赎回母基金。这意味着进行折价套利，必须承担 1 天市场的波动。

假设你买入次日的市场风平浪静，净值还是 1.02 元，那么赎回并支付 0.5% 的赎回费后，能得到的实际净值是 1.0149 元，相比 A 级+B 级的 1 元买入价，获得了 1.49% 的套利收益。

但是大多数时候，市场不会那么风平浪静。

假如很不幸遇到了频频大跌的行情，买入次日母基金净值下跌了 3%，那么赎回当日的净值是 0.9894 元，再算上赎回费，实际净值是 0.984453 元，这意味着虽然套出了 2% 的折价部分，但因为承担市场波动，反而亏损了 1.6% 的亏损。

当然，凡事有利有弊。如果正好遇到次日市场大涨，母基金上涨 3%，那么收益就是 1.49% 的套利收益+3% 的母基金上涨收益，合计 4.5%。

4. 资金到账

在股市中卖股票，资金是实时到账可用的。但是分级基金赎回，资金到账是一个相对缓慢的过程。即使用的是靠谱的券商，也要 T+2 周期，

比如周一发出赎回指令，周二收盘后当天晚上看到资金到账，周三才实际可用资金。

折价套利速度慢收益低，其大体上是 3 天一个周期：

- T+0 日买入 A 级+B 级并合并。
- T+1 日赎回（当日承担市场波动）。
- T+2 日晚资金到账。
- T+3 日资金可用，可开始新一轮折价套利。

与分级基金的溢价套利做一个简单的对比。

溢价套利的周期大体如下。

- T+0 日申购母基金。
- T+1 日分拆成 A 级+B 级（当日承担市场波动）。
- T+2 日抛售 A 级+B 级，可开始新一轮折价套利。

可以看到，因为赎回的效率低下，所以折价套利 3 天一个周期，要比溢价套利多花一天时间。更要命的是，绝大多数时候，分级基金的折价都在 2% 左右，这意味着一次折价套利可获得的套利收益是有限的，而当市场疯狂时，溢价套利出现 5% 甚至 10% 以上的溢价套利机会也不奇怪。

折价套利速度慢、收益低的弊端导致大部分投机者还是喜欢溢价套利，不愿意参与折价套利，且溢价套利通过申购会让基金规模上升，有利于基金公司收取管理费，所以基金公司热爱宣传溢价套利。折价套利会导致基金规模萎缩不利于基金公司收取管理费，所以折价套利从来是基金公司忌讳的话题。

既然折价套利速度慢、收益低，那么为何还有人喜欢折价套利呢？

相比溢价套利，折价套利的最大的优点就是“所见即所得”。

若发现某个分级的 A 级+B 级份额有 2% 的折价，那么当你买入时这个折价就锁定到手了。

与之相比，溢价套利则完全不是那么回事儿，当你看到某只分级有极为诱人 10% 的溢价而申购入场后，接下来的两天，随之而来的可能就是套利盘砸出来的分级 B 跌停潮，等到你排队离场时，可能压根就没溢价了，甚至变折价了——如果你参与过溢价套利就会知道，大家习惯称之为“踩踏”。

所以，做溢价套利，很多时候依赖于参与者的预判，在套利盘还少的时候提前杀入，在大规模套利盘到来之前离场。与之相比，折价套利技巧性低，是个“苦力搬砖活”，反而适合普通人。

当然，折价套利相比溢价套利还有两个优点。

分级基金与投资策略

(1) 成本低。溢价套利要申购，很多分级都要 1%~1.5% 的申购费；与之相比，折价套利赎回费一般只有 0.5%，成本低。

(2) 机会多。溢价套利虽然溢价很高，但是属于“抽风型”行情，一般一年也就几波，错过或者晚一天就差异极大。与之相比，虽然折价套利一般幅度有限，但是胜在持有，往往会有折价情况。

9.3 四种情况不宜搞分级套利

——ID: gecheng

经过各大媒体的宣传，现在分级基金已经比较普及，很多在下折中受伤的同学，也开始了学习之路，不再单独买分级 B 了，且跑到了集思录来看分级折溢价的数据，也开始参与分级折溢价的套利了。但是初入此门，又是一头雾水，一看到溢价就跑去申购分拆，一看到折价就买 A 和 B 合并赎回，但是操作几次还是没赚钱，为什么呢？因为你参与的分级折溢价套利可能属于以下几种不适宜参与的情况。

1. 分级母基金大跌，分级 B 封死跌停，此时若出现溢价，那么这种溢价实际是不真实的，因为此时 B 类是卖不出去的。以创业板分级、工业 4 分级和国防分级为例，如图 9-1 所示，这 3 支分级基金的指数跌幅均超过 5%，因为 B 类的跌幅只能是 10%，所以这 3 支高溢价的 B 类跌幅实际是不足的，需要明天补跌去适应 B 的杠杆，此时看到整体溢价去申购分拆实际是不合理的，且创业分级和工业 4 还有下折风险。可以说，这种溢价“可远观而不可褻玩焉”！

代码	名称	现价	涨幅	成交额 (万元)	净值	折价率	利率 规则	本期 利率	下期 利率	修正 收益率	剩余 年限	参考指数	指数 涨幅	下折 母基金跌	理论 下折收益	上折 母基金涨	整体 溢价率
150152	创业板A	0.949	2.59%	133248.97	1.0120	6.23%	+3.5%	6.25	5.50	5.890%	永续	创业板指	-5.53%	2.49%	3.68%	131.80%	6.78%
150315	工业4A	0.950	2.93%	13276.13	1.0070	5.66%	+3.0%	5.25	5.00	5.307%	永续	工业4.0	-6.60%	1.39%	1.79%	135.34%	6.45%
150205	国防A	0.873	2.11%	31687.18	1.0140	13.91%	+3.0%	5.75	5.75	5.866%	永续	中证国防	-8.75%	26.83%	11.56%	73.67%	5.42%

图 9-1 创业板分级、工业 4 分级和国防分级

2. 当分级母基金对应的指数大涨（比如涨幅超 5%），此时 A 类价格受到压制，分级 B 类封死涨停，同时显示 A 和 B 类合并出现折价，理论

上看可以买入 A 和 B 合并做折价套利，但此时的问题是無法买入 B 类合并，即此时的折价是虛的，在大涨行情下，一般会通过 B 类的持续上涨消灭这类折价。比如，由于中证国防指数连续暴涨，国防分级一直折价交易，国防 B 基本上每天都涨停，此时显然很难以买入国防 B 的方式与国防 A 合并吃到折价。

3. 做折价套利时，母基金对应指数 beta 值高，即波动幅度较大，但是折价幅度较小，此时做折价套利的风险较高，尤其套利的是行业指数时。以国防军工指数为例，显然国防军工指数属于宽幅波动，大涨大跌，假如国防分级只有两个点的折价，此时买入做折价套利风险较大，安全垫不足，实际上主要还是赌第二天赎回时指数的涨跌幅。假如是银行或食品的分级，若出现折价两个点以上的套利机会，此时在尾盘是可以考虑做折价套利的，因为不同指数的波幅不同，要求的安全垫也不同。

4. 成交额过低（比如日成交金额低于 200 万元）的分级 A 类和 B 类不适宜做折溢价套利，这类成交量低的分级，经常会诡异地出现大幅溢价，吸引散户进场申购套利，但由于场内承接力不足，多数情况下，当你分拆后卖出 A 和 B 时，B 类就开始无量封死跌停了，根本卖不出去；如果这类分级出现折价套利机会，那么因为流动性的原因，经常买一和卖一价格差距较大，很难吃到廉价筹码去折价赎回。

9.4 A类基金低折

——ID: 没钱又丑

近期不断有朋友打听低折到底是怎么回事，是如何获利的，以及有何风险。

1. A类基金低折获利的原理

大多数 A 类基金都是大幅折价的，比如折价 15% 以上。正常情况下这部分折价是可望而不可及的、无法变现的。但是，低折时，A 类持有者能把（1-B）类净值的部分折价变换成母基金来间接吃掉。这部分折价就是 A 类基金获利的源泉。比如，B 类净值是 0.25，那么 75% 的 A 就能设法吃到折价。

2. 并非所有A类基金都能低折获利

看了 A 类基金获利的原理，大家应该明白，折价才是 A 类基金低折获利的源泉。有些约定收益 +4.5、+5 的 A 类基金，几乎没有折价，甚至溢价。那么低折就没有什么收益可言。溢价的 A 类甚至会在低折时产生亏损。

由于 A 类基金发行上市时净值都是 1，大家选择低折的 A 就很简单了，越便宜越好，即折价越大越好。

3. A低折的风险

有些朋友认为，低折包赚不赔，甚至基金公司的客服也这么说，其实，

这样说是不对的。

(1) B类跌没了的风险

A类投资者都是为了稳健的收益而来的，应该没准备承受二级市场的风险。但是当B类低折时，大多数B类约定低折净值是0.25。在0.25附近时，杠杆非常高，此时，如果A股连续崩盘，理论上可能发生B类净值归0。比如，150143（银行中证转债增强分级A份额）在低折时曾发生盘中净值0.012元的情况，B类基金承担母基金二级市场的风险。在极端情况下，B类净值归0了，那么A类基金没有B类基金买单了，就只能自己承担二级市场的波动。

(2) 低折期间股市连续崩盘

在B类基金临近低折时，杠杆非常高，如果大盘连续爆跌，B类的净值可能无限接近0，也就是说B可能快跌没了。此时低折，满手A一下子全变成母基金。假设大家是0.9元的成本，低折要承受两天的母基金净值波动。如果继续崩盘，母基金净值两天再跌10%以上，参与低折的朋友就全部亏钱了。

按照以前的理论，低折时，往往股市超跌严重，此时，大幅反弹往往一触即发。低折时，往往能收到股市反弹的大红包（母基金净值大涨）。

所以风险与收益并存，收益概率大于风险概率，但不是绝对无风险。这样看来，做低折最爽的时候，应该不是大盘泥沙俱下毫无希望的时候，而是要折不折，反弹一触即发的时候。

(3) 不能即时低折的风险

当 B 类基金 7 日达到低折点，比如 0.25 元，实际低折却是按 T+1 日的净值低折，假如 T+1 日股市暴涨，B 类基金涨到 0.4 元以上，实际上只有 60% 甚至更少的 A 类能拿到低折收益，然后股市再连续崩盘。拿到手的母基金大幅减值，而手里持有的 A 类由于失去了短期低折的可能性也会爆跌，会总体形成亏损。

介绍两个好工具：

A 类基金详情：http://www.jisilu.cn/data/sfnew/#tlink_3。

A 类基金低折计算器：<http://www.jisilu.cn/data/utills/lowcalc/>。

当然，参与 A 类低折的前提是看空 A 股，如果看好 A 股，就别参与了。

9.5 如何利用T + 0机制套利上交所分级

——ID: gecheng

最近好多人想薅“国家队”的羊毛，没想到“国家队”现在也很狡猾，指数飘忽不定，做分级折价和溢价套利，即使只有两天的时间敞口，也觉得风险很大，好在现在上海证券交易所上市的分级基金越来越多，相比深交所的分级，上海分级的玩儿法非常合适日内交易，且玩儿法也更多，但是很多刚接触分级基金的同学还是没搞清上海分级的玩儿法，以下用问答的形式解读一下上海分级的玩儿法。

提问：如何识别哪些分级是上交所分级基金？

回答：上交所分级母基、A和B份额的代码是以50开头的，深交所的分级A和B类的代码以15开头，母基的代码以16开头。

提问：上交所分级母基可交易吗？

回答：深交所分级的母基不可场内交易，只能申赎，但上交所的分级母基既可以在场内买卖，也可以申赎。当然，上交所和深交所的A和B份额都是可以正常在场内交易的。

提问：上交所分级可以进行 T+0 交易吗？

回答：场内买入上交所分级母基，可以实时分拆为 A 和 B 份额，当日可以卖出 A 和 B 份额，变相实现了 T+0 交易，但是当日买入母基不可直接卖出，当日直接买入 A 和 B 份额也不可当日单独卖出。

同理，当日买入的 A、B 份额可以马上合并为母基，合并获得的母基当日可以选择直接卖出或者赎回，不能再拆分为 A、B 份额了，也就是说当天的合并操作不可逆。

提问：上交所分级的申购赎回与深交所分级有区别吗？

回答：与深交所分级不同，上交所分级 T 日申购后，不需要在 T+1 日盲拆，要是想分拆的话，在 T+2 日交易时间段内可以实时分拆后实时卖出，当然，申购上交所分级也可以不拆分，直接卖出母基。

就赎回而言，上交所分级可以 T 日买入母基并在当日申请赎回，也可以当天买入 A 和 B 份额后实时合并再当日申请赎回。

提问：交易上交所分级有没有门槛？

回答：上交所分级分拆与合并的申报数量应为 100 份的整数倍，且分拆与合并的母基不低于 5 万份。

提问：上交所分级如何套利？

回答：因为上交所分级的母基、A 和 B 份额均可上市交易，同时可以申购赎回母基，因此套利方法较多。

目前上交所的分级基金总计有 8 支（数据：http://www.jisilu.cn/data/sfnew/#tlink_5）。上交所有 3 个重要的溢价数据，包括“合并溢价”、“母基溢价”和“母子溢价”。上交所分级的折溢价套利主要就是围绕这个 3 个溢价数据展开。

1. 合并溢价

这个与深交所分级的折溢价概念相同，具体计算公式如下：合并溢价 = (A 价格 + B 价格) / 2 / 母基估算净值，也就是说场内交易的 A 和 B 价格较母基净值的折溢价出现折价时，可以买入 A 和 B 份额实时合并赎回母基，出现溢价时，申购母基 T+2 日分拆卖出。

2. 母基溢价

具体计算公式是：母基溢价 = 母基交易价格 / 母基估算净值，因为上交所的分级母基是可交易的，盘中受市场情绪影响，母基的交易价格会较估算净值出现折溢价，出现溢价时，申购母基 T+2 日在二级市场卖出，这个周期较长，不确定性大，当出现折价时，可直接在二级市场买入母基并在当日申请赎回，相比深交所分级赎回要承担 T+1 日母基净值波动的风险，上交所分级当日买入母基当日赎回的风险较低。

3. 母子溢价

具体计算公式是：母子溢价 = 母基价格 / (A 价格 + B 价格) / 2，上海分级母基、A 和 B 份额均可上市交易，因此 3 者的交易价格也会出现折溢价现象，这就是母子溢价，当出现溢价时，可将母基实时分拆为 A 和 B 份额卖出获得溢价收益，当出现折价时，可买入 A 和 B 份额实时合并后当日卖出母基，获得折价收益。

9.6 折套利安全边际速查表

——ID: hikiwa

折算前 B 基的合理价格 = (母基净值 × 2 - A 产生的利息 - A 约定收益率 / A 市场公允收益率)

B 基的净值为 = (母基净值 × 2 - A 净值)

B 的合理溢价 = 合理价格 / 净值 = (母基净值 × 2 - A 产生的利息 -

A 约定收益率 / A 市场公允收益率) /

(母基净值 × 2 - A 净值) - 1

= [(母基净值 × 2 - A 净值) + (A 净值 - A 产生利息 -

A 约定收益率 / A 市场公允收益率)] / (母基净值 × 2 -

A 净值) - 1

= (A 净值 - A 产生利息 - A 约定收益率 / A 市场公允

收益率) / (母基净值 × 2 - A 净值)

= (1 - A 约定收益率 / A 市场公允收益率) / (母基净值 ×

2 - A 净值)

在母基 1.5 上折的情况下，(母基净值 × 2 - A 净值) 结果在 1.9~2.1 之间浮动，简化计算统一取值 2，对计算结果的数量级影响不大。

上面的计算过程简单点来说就是 B 的合理溢价率 = $(1 - A \text{ 约定收益率} / A \text{ 市场公允收益率}) / 2$ ，笔者认为溢价套利至少要有 2% 的套利空间，则在不同 A 的收益率和不同市场公允收益率的情况下，B 上折存在套利空间以及不存在套利空间的情况如表 9-1 和表 9-2 所示。

表 9-1 2%套利空间状态

约定收益率	市场公允隐含收益率				
	6.25%	6.30%	6.35%	6.40%	6.45%
5.50%	4.00%	4.35%	4.69%	5.03%	5.36%
5.70%	2.40%	2.76%	3.12%	3.47%	3.81%
6%	0.00%	0.38%	0.76%	1.13%	1.49%
6.50%	-4.00%	-3.59%	-3.18%	-2.78%	-2.39%

表 9-2 无套利空间的状态

约定收益率	市场公允隐含收益率				
	6.25%	6.30%	6.35%	6.40%	6.45%
5.50%	6.00%	6.35%	6.69%	7.03%	7.36%
5.70%	4.40%	4.76%	5.12%	5.47%	5.81%
6%	2.00%	2.38%	2.76%	3.13%	3.49%
6.50%	-2.00%	-1.59%	-1.18%	-0.78%	-0.39%

表格使用举例：

假设市场 A 类隐含收益率是 6.35%，传媒 A 的约定收益率是 5.5%，如果要相对安全地套利（2% 的空间），则查表 9-1 中 5.5%/6.35% 那格，得出溢价在 4.69% 内可套。

分级基金与投资策略

那么提前埋伏的传媒 B 的要不要卖出呢,查表 9-2 中 5.5%/6.35% 那格,得出溢价 6.69% 左右可卖出。

然后,到分级基金 B 类,查询传媒 B 的溢价率,得到 17%,所以上折套利就不要做了,持有的就要卖出。

风险提示

上折套利跟所有分级基金套利一样,需承担套利期间的指数波动,波动幅度为跟踪指数 $\times 1.5$,新手最好不要做。



第六部分

附 录

附录 A 分级基金 A 份额约定收益表

附录 B 分级基金分类大全

附录 A 分级基金 A 份额约定收益表

代码	名称	利率规则+	本期利率 (%)	剩余年限	参考指数
150186	军工 A 级	3.00%	5	永续	中证军工
502004	军工 A	3.00%	5	永续	中证军工
502011	证券 A	3.00%	5	永续	证券公司
150255	银行业 A	3.00%	5.25	永续	中证银行
150305	养老 A	3.00%	5.25	永续	养老产业
150257	生物 A	3.00%	5.25	永续	CSWD 生科
150271	生物药 A	3.00%	5.25	永续	生物医药
150277	高铁 A	3.00%	5.25	永续	高铁产业
150184	环保 A	3.00%	5.25	永续	中证环保
150307	体育 A	3.00%	5.25	永续	中证体育
150273	带路 A	3.00%	5.25	永续	一带一路
150251	煤炭 A	3.00%	5.25	永续	煤炭等权
150245	互联 A	3.00%	5.25	永续	移动互联网
502007	国企改 A	3.00%	5.25	永续	国企改革
150309	信息安 A	3.00%	5.25	永续	信息安全
150275	一带一 A	3.00%	5.25	永续	一带一路
150311	智能 A	3.00%	5.25	永续	智能家居
150243	创业 A	3.00%	5.25	永续	创业板指
150259	重组 A	3.00%	5.25	永续	CSWD 并购
150283	SW 医药 A	3.00%	5.25	永续	医药生物

附录 A 分级基金 A 份额约定收益表

续表

代码	名称	利率规则+	本期利率 (%)	剩余年限	参考指数
150269	白酒 A	3.00%	5.25	永续	中证白酒
150231	电子 A	3.00%	5.25	永续	申万电子
150315	工业 4A	3.00%	5.25	永续	工业 4.0
150279	新能 A	3.00%	5.25	永续	中证新能
150229	酒 A	3.00%	5.5	永续	中证酒
150241	银行 A 级	3.00%	5.5	永续	中证银行
150227	银行 A	3.00%	5.5	永续	中证银行
150171	证券 A	3.00%	5.5	永续	CSSW 证券
502049	上证 50A	3.00%	5.5	永续	上证 50
150235	券商 A 级	3.00%	5.5	永续	证券公司
150022	深成指 A	3.00%	5.75	永续	深证成指
502014	一带一 A	3.50%	5.75	永续	CSSW 丝路
150295	改革 A	3.50%	5.75	永续	国企改革
150205	国防 A	3.00%	5.75	永续	中证国防
150203	传媒 A	3.00%	5.75	永续	中证传媒
150181	军工 A	3.00%	5.75	永续	中证军工
150225	证保 A 级	3.50%	5.75	永续	800 证保
150169	恒生 A	3.00%	5.75	永续	恒生指数
150209	国企改 A	3.00%	5.75	永续	国企改革
150173	TMT 中证 A	3.00%	5.75	永续	中证 TMT
150179	信息 A	3.00%	5.75	永续	中证信息
150192	地产 A	3.00%	5.75	永续	800 地产
150018	银华稳进	3.00%	5.75	永续	深证 100R
150194	互联网 A	3.00%	5.75	永续	移动互联

续表

代码	名称	利率规则+	本期利率 (%)	剩余年限	参考指数
150051	沪深 300A	3.00%	5.75	永续	沪深 300
150177	证保 A	3.00%	5.75	永续	800 证保
150143	转债 A 级	3.00%	5.75	永续	中证转债
150057	中小 300A	5.80%	5.8	永续	中小 300P
150028	中证 500A	3.20%	5.95	永续	中证 500
150157	金融 A	3.20%	5.95	永续	800 金融
150150	有色 800A	3.20%	5.95	永续	800 有色
150297	互联 A 级	4.00%	6	永续	互联网
150335	军工股 A	4.00%	6	永续	中证军工
150323	环保 A 端	4.00%	6	永续	中证环保
150223	证券 A 级	6.00%	6	永续	证券公司
502001	500 等权 A	3.50%	6	永续	500 等权
150211	新能源车 A	3.50%	6	永续	CS 新能源车
150261	医疗 A	4.00%	6	永续	中证医疗
150196	有色 A	4.00%	6	永续	国证有色
150213	成长 A 级	3.50%	6	永续	创业成长
150200	券商 A	3.00%	6	永续	证券公司
150175	H 股 A	3.50%	6.25	永续	恒生国企
150293	高铁 A 级	4.00%	6.25	永续	高铁产业
150291	银行 A 份	4.00%	6.25	永续	中证银行
150287	钢铁 A	4.00%	6.25	永续	国证钢铁
150299	银行股 A	4.00%	6.25	永续	中证银行
150301	证券股 A	4.00%	6.25	永续	证券公司
150073	诺安稳健	3.50%	6.25	永续	创业成长

附录 A 分级基金 A 份额约定收益表

续表

代码	名称	利率规则+	本期利率 (%)	剩余年限	参考指数
150090	成长 A	3.50%	6.25	永续	创业成长
150198	食品 A	4.00%	6.25	永续	国证食品
150030	中证 90A	3.50%	6.25	永续	等权 90
150152	创业板 A	3.50%	6.25	永续	创业板指
150064	同瑞 A	3.50%	6.25	永续	中证 200
150130	医药 A	4.00%	6.5	永续	国证医药
150117	房地产 A	4.00%	6.5	永续	国证地产
150219	健康 A	4.50%	7	永续	健康产业
150321	煤炭 A 基	5.00%	7.25	永续	中证煤炭
150123	建信 50A	4.50%	7.25	永续	央视 50
150221	中航军 A	5.00%	7.5	永续	军工指数

附录 B 分级基金分类大全

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
沪深 300							
150009	瑞和远见	150008	瑞和小康	161207	瑞和 300	国投瑞银瑞和 300	000300
150052	沪深 300B	150051	沪深 300A	165515	信诚 300	信诚沪深 300	000300
150077	浙商进取	150076	浙商稳健	166802	浙商 300	浙商沪深 300	000300
150105	华安 300B	150104	华安 300A	160417	华安 300	华安沪深 300	000300
150122	银河进取	150121	银河优先	161507	银河增强	银河沪深 300 成长	000918
150141	国金 300B	150140	国金 300A	167601	国金 300	国金通用沪深 300	000300
150146	高贝塔 B	150145	高贝塔 A	161718	高贝分级	招商沪深 300 高贝塔	000828
150168	银华 300B	150167	银华 300A	161811	300 分级	银华沪深 300	000300
中证 100							
150013	中证 100B	150012	中证 100A	162509	双禧 100	国联安双禧中证 100	000903
150136	国富 100B	150135	国富 100A	164508	国富 100	国富中证 100	000903
中证 500							
150029	中证 500B	150028	中证 500A	165511	信诚 500	信诚中证 500	000905
150054	泰达 500B	150053	泰达 500A	162216	泰达 500	泰达宏利中证 500	000905
150056	500B	150055	500A	164809	工银 500	工银瑞信中证 500	000905
150089	金鹰 500B	150088	金鹰 500A	162107	金鹰 500	金鹰中证 500	000905
502002	500 等权 B	502001	500 等权 A	502000	500 等权	西部利得中证 500	000982

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
深证 100							
150019	银华锐进	150018	银华稳进	161812	100 分级	银华深证 100	399330
150084	深证 100B	150083	深证 100A	162714	深 100 基	广发深证 100	399330
150109	同辉 100B	150108	同辉 100A	160809	长盛同辉	长盛同辉深证 100 等权	399632
150113	深 100B	150112	深 100A	164811	100 母基	工银瑞信深证 100	399330
上证 50							
502022	国金 50B	502021	国金 50A	502020	国金 50	国金通用上证 50	000016
502042	上 50B	502041	上 50A	502040	上 50 分级	长盛上证 50	000016
502050	上证 50B	502049	上证 50A	502048	50 分级	易方达上证 50	000016
创业板和中小板							
150058	中小 300B	150057	中小 300A	162010	长城久兆	长城久兆中小板 300	399008
150075	诺安进取	150074	诺安稳健	163209	诺安中创	诺安中证创业成长	000958
150086	中小板 B	150085	中小板 A	163111	申万中小	申万菱信中小板	399005
150091	成长 B	150090	成长 A	161910	成长分级	万家中证创业成长	000958
150107	中小 B	150106	中小 A	161118	易基中小	易方达中小板指数	399005
150153	创业板 B	150152	创业板 A	161022	创业分级	富国创业板指数	399006
150214	国投创 B	150213	国投创 A	161223	国投创业	国投瑞银中证创业成长	000958
150244	创业 B	150243	创业 A	160637	创业指基	鹏华创业板	399006
150304	创业 50B	150303	创业 50A	160420	创业 50	华安创业板 50	399673
非银金融							
150158	金融 B	150157	金融 A	165521	信诚金融	信诚中证 800 金融	000974
150172	证券 B	150171	证券 A	163113	申万证券	申万菱信申万证券行业	399707
150178	证保 B	150177	证保 A	160625	证保分级	鹏华中证 800 证券保险	399966
150201	券商 B	150200	券商 A	161720	券商分级	招商中证证券公司	399975

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
150224	证券 B 级	150223	证券 A 级	161027	证券分级	富国证券	399975
150226	证保 B 级	150225	证保 A 级	160516	博时证保	博时中证 800 证券保险	399966
150236	券商 B 级	150235	券商 A 级	160633	券商指基	鹏华中证证券	399975
150282	金融地 B	150281	金融地 A	160814	金融地产	长盛中证金融地产	000934
150302	证券股 B	150301	证券股 A	160419	证券股基	华安中证全指证券	399975
150330	保险 B	150329	保险 A	167301	保险分级	方正富邦中证保险	399809
150344	证券 B 端	150343	证券 A 端	161629	融通证券	融通中证全指证券	399975
502012	证券 B	502011	证券 A	502010	证券分级	易方达证券公司	399975
502055	券商 B	502054	券商 A	502053	券商分级	长盛中证全指证券	399975
银行							
150228	银行 B	150227	银行 A	160631	银行指基	鹏华中证银行	399986
150242	银行 B 级	150241	银行 A 级	161029	银行分级	富国中证银行	399986
150250	银行 B 端	150249	银行 A 端	161723	银行基金	招商中证银行	399986
150256	银行业 B	150255	银行业 A	161121	银行业	易方达中证银行	399986
150268	银行 B 类	150267	银行 A 类	160517	博时银行	博时中证银行	399986
150292	银行 B 份	150291	银行 A 份	168205	银行母基	中融中证银行	399986
150300	银行股 B	150299	银行股 A	160418	银行股基	华安中证银行	399986
房地产							
150118	房地产 B	150117	房地产 A	160218	国泰地产	国泰国证房地产	399393
150193	地产 B	150192	地产 A	160628	房地产	鹏华中证 800 地产	399965
150208	地产 B 端	150207	地产 A 端	161721	地产分级	招商沪深 300 地产	399983
医药卫生							
150131	医药 B	150130	医药 A	160219	国泰医药	国泰国证医药卫生	399394
150149	医药 800B	150148	医药 800A	165519	信诚医药	信诚中证 800 医药	000841

附录 B 分级基金分类大全

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
150220	健康 B	150219	健康 A	164401	健康分级	前海开源中证健康	H30344
150240	医药 B 级	150239	医药 A 级	×160635	医药分级	鹏华中证医药卫生	399933
150258	生物 B	150257	生物 A	161122	生物分级	易方达生物科技	399993
150262	医疗 B	150261	医疗 A	162412	医疗分级	华宝兴业中证医疗	399989
150272	生物药 B	150271	生物药 A	161726	生物医药	招商国证生物医药	399441
150284	SW 医药 B	150283	SW 医药 A	163118	医药生物	申万菱信医药生物	000808
502058	医疗 B	502057	医疗 A	502056	医疗分级	广发中证医疗	399989
农业							
150254	大农业 B	150253	大农业 A	*164403	农业分级	前海开源中证大农业	399814
150350	农业 B	150349	农业 A	*161631	融通农业	融通中证大农业	399814
TMT							
150174	TMT 中证 B	150173	TMT 中证 A	165522	信诚 TMT	信诚中证 TMT 产业	000998
150180	信息 B	150179	信息 A	160626	信息分级	鹏华中证信息技术	399935
150195	互联网 B	150194	互联网 A	161025	移动互联	富国中证移动互联网	399970
150204	传媒 B	150203	传媒 A	160629	传媒分级	鹏华中证传媒	399971
150216	TMT B	150215	TMT A	160224	国泰 TMT	国泰深证 TMT50	399610
150232	电子 B	150231	电子 A	163116	申万电子	申万菱信电子行业	399811
150234	传媒业 B	150233	传媒业 A	163117	申万传媒	申万菱信传媒行业	399810
150248	传媒 B 级	150247	传媒 A 级	164818	传媒母基	工银瑞信中证传媒	399971
150310	信息安 B	150309	信息安 A	165523	信息安全	信诚中证信息安全	399994
互联网							
150195	互联网 B	150194	互联网 A	161025	移动互联	富国中证移动互联网	399970
150246	互联 B	150245	互联 A	160636	互联网	鹏华中证移动互联网	399970
150298	互联 B 级	150297	互联 A 级	160137	互联基金	南方中证互联网	H30535

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
150318	E 金融 B	150317	E 金融 A	164907	E 金融	交银互联网金融	399805
150332	网金融 B	150331	网金融 A	165315	网金融	建信中证互联网金融	399805
502038	网金 B	502037	网金 A	502036	互联网金融	大成中证互联网金融	399805
环保							
150185	环保 B	150184	环保 A	163114	申万环保	申万菱信中证环保产业	000827
150191	NCF 环保 B	150190	NCF 环保 A	164304	新华环保	新华中证环保产业	000827
150238	环保 B 级	150237	环保 A 级	160634	环保分级	鹏华中证环保产业	000827
150320	环境 B	150319	环境 A	*164908	环境治理	交银环境治理	399806
150324	环保 B 端	150323	环保 A 端	164819	环保母基	工银瑞信环保产业	000827
资源与大宗商品							
150060	资源 B 级	150059	资源 A 级	161819	中证资源	银华中证内地资源主题	000944
150097	商品 B	150096	商品 A	161715	大宗商品	招商中证大宗商品	000979
150101	资源 B	150100	资源 A	160620	资源分级	鹏华中证 A 股资源产业	000805
150151	有色 800B	150150	有色 800A	165520	信诚有色	信诚中证 800 有色	000823
150197	有色 B	150196	有色 A	160221	国泰有色	国泰国证有色金属行业	399395
150334	金属 B	150333	金属 A	*165316	有色金属	建信中证申万有色金属	000819
钢铁							
150288	钢铁 B	150287	钢铁 A	168203	钢铁母基	中融国证钢铁	399440
502025	钢铁 B	502024	钢铁 A	502023	钢铁分级	鹏华国证钢铁	399440
国防军工							
150182	军工 B	150181	军工 A	161024	军工分级	富国中证军工	399967
150187	军工 B 级	150186	军工 A 级	163115	申万军工	申万菱信中证军工	399967
150206	国防 B	150205	国防 A	160630	国防分级	鹏华中证国防	399973
150222	中航军 B	150221	中航军 A	164402	中航军工	前海开源中航军工	399959

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
150336	军工股 B	150335	军工股 A	161628	融通军工	融通中证军工	399967
150352	国安 B	150351	国安 A	*161832	国安分级	银华中证国防安全	399813
502005	军工 B	502004	军工 A	502003	军工分级	易方达军工	399967
新能源							
150212	新能源车 B	150211	新能源车 A	*161028	新能源车	富国中证新能源汽车	399976
150218	新能源 B	150217	新能源 A	164905	交银新能	交银国证新能源	399412
150280	新能 B	150279	新能 A	160640	新能源	鹏华中证新能源	399808
150328	新能 B 级	150327	新能 A 级	164821	新能母基	工银瑞信中证新能源	399808
150358	新汽车 B	150357	新汽车 A	160225	新汽车	国泰国证新能源汽车	399417
可转债							
150144	转债 B 级	150143	转债 A 级	161826	中证转债	银华中证转债	000832
150165	可转债 B	150164	可转债 A	165809	东吴转债	东吴中证可转换债券	000832
150189	转债进取	150188	转债优先	161719	转债分级	招商可转债	主动
高铁							
150278	高铁 B	150277	高铁 A	160639	高铁分级	鹏华中证高铁产业	399807
150294	高铁 B 级	150293	高铁 A 级	160135	高铁基金	南方中证高铁产业	399807
150326	高铁 B 端	150325	高铁 A 端	164820	高铁母基	工银瑞信高铁产业	399807
502032	高铁 B	502031	高铁 A	502030	高铁分级	中海中证高铁产业	399807
煤炭							
150252	煤炭 B	150251	煤炭 A	161724	煤炭分级	招商中证煤炭等权	399990
150290	煤炭 B 级	150289	煤炭 A 级	168204	煤炭母基	中融中证煤炭	399998
150322	煤炭 B 基	150321	煤炭 A 基	161032	煤炭基金	富国中证煤炭	399998

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
食品饮料							
150199	食品 B	150198	食品 A	160222	国泰食品	国泰国证食品饮料	399396
150230	酒 B	150229	酒 A	160632	酒分级	鹏华中证酒	399987
150270	白酒 B	150269	白酒 A	161725	白酒分级	招商中证白酒	399997
重组与国企改革							
150210	国企改 B	150209	国企改 A	161026	国企改革	富国国企改革	399974
150260	重组 B	150259	重组 A	161123	重组分级	易方达并购重组	399992
150296	改革 B	150295	改革 A	160136	改革基金	南方中证国企改革	399974
502008	国企改 B	502007	国企改 A	502006	国企改革	易方达国企改革	399974
一带一路及基础设施建设							
150266	一带 B	150265	一带 A	168201	一带一路	中融一带一路	399991
150274	带路 B	150273	带路 A	160638	带路分级	鹏华中证一带一路	399991
150276	一带一 B	150275	一带一 A	167503	一带分级	安信中证一带一路	399991
150314	基建 B	150313	基建 A	*165525	基建工程	信诚中证基建工程	399995
150354	一带路 B	150353	一带路 A	*161833	一带路	银华中证一带一路	399991
502015	一带一 B	502014	一带一 A	502013	一带一路	长盛中证申万一带一路	000853
502018	带路 B	502017	带路 A	502016	带路分级	长信中证一带一路	399991
502028	新丝路 B	502027	新丝路 A	502026	新丝路	鹏华新丝路	399429
主动管理型							
150017	合润 B	150016	合润 A	163406	兴全合润	兴全合润分级	
150037	建信进取	150036	建信稳健	165310	建信双利	建信双利策略主题	
150048	消费 B	150047	消费 A	161818	消费分级	银华消费主题	
150050	消费进取	150049	消费收益	160127	南方消费	南方新兴消费增长	

续表

B 代码	B 简称	A 代码	A 简称	母基代码	母基简称	母基名称	指数代码
港股							
150170	恒生 B	150169	恒生 A	164705	添富恒生	汇添富恒生指数	HSL.HI
150176	H 股 B	150175	H 股 A	161831	H 股分级	银华恒生 H 股	HSCEI.HI
其他							
150023	深成指 B	150022	深成指 A	163109	申万深成	申万菱信深证成指	399001
150031	中证 90B	150030	中证 90A	161816	90 分级	银华中证等权重 90	000971
150065	同瑞 B	150064	同瑞 A	160808	长盛同瑞	长盛同瑞中证 200	000904
150093	诺德 300B	150092	诺德 300A	165707	诺德 S300	诺德深证 300	399007
150095	泰信 400B	150094	泰信 400A	162907	泰信 400	泰信基本面 400	000966
150124	建信 50B	150123	建信 50A	165312	建信 50	建信央视财经 50	399550
150139	中证 800B	150138	中证 800A	161825	800 分级	银华中证 800 等权重	000842
150264	1000B	150263	1000A	162413	1000 分级	华宝兴业中证 1000	000852
150306	养老 B	150305	养老 A	168001	国寿养老	国寿安保养老产业	399812
150308	体育 B	150307	体育 A	161030	体育分级	富国中证体育产业	399804
150312	智能 B	150311	智能 A	165524	智能家居	信诚中证智能家居	399996
150316	工业 4B	150315	工业 4A	161031	工业 4	富国中证工业 4.0	399803

注：数据来源，中泰金工马刚、吕思江、井子恺、数据截至 2015 年 9 月 6 日，加“*”者尚未上市；代码“502”开头的为上交所分级，其他均为深交所分级