



分级基金

概念 · 原理 · 策略

陶伟◎著

熊市做防御，牛市炒分级

深入浅出地全方位解析分级基金

采用大量真实案例，浓缩多年实战经验

用知识武装起来的投资者，才是真正受保护的投资者



分级基金

概念 · 原理 · 策略

陶伟◎著

图书在版编目(CIP)数据

分级基金:概念·原理·策略/陶伟著. —上海:上海财经大学出版社,2016.1

ISBN 978-7-5642-2298-7/F·2298

I.①分… II.①陶… III.①基金-投资-基本知识 IV.①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 306674 号

□ 责任编辑 台啸天

□ 封面设计 杨雪婷

□ 责任校对 王从远

FENJI JIJIN

分级基金

概念·原理·策略

陶 伟 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装潢印刷厂印刷装订

2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷

710mm×1 000mm 1/16 18.75 印张 287 千字

印数:0 001—4 000 定价:42.00 元

目 录

第一章 初识分级基金/1

第一节 背景介绍/3

第二节 谁是分级基金的最合适投资者/10

第三节 本书的结构/13

第二章 分级基金的结构和运作原理/17

第一节 资产负债表及其衍生概念/20

第二节 分级基金的结构和净值计算/35

第三节 基金市场的一些基本概念和分级基金的运作/42

第四节 分级产品的其他案例/58

第三章 公募基金市场概述/65

第一节 基金管理公司/68

第二节 基金分类/73

第三节 基金经理/102

第四节 货币市场型基金专题/103

第五节 保本型基金专题/108

第六节 Wind 资讯的基金分类法/115

第四章 分级基金的投资策略/119

第一节 分级基金三类份额的独立投资策略/121

第二节 分级基金的组合投资策略/151



第三节 常见的基金投资方式/162

第四节 基金定投操作指南/164

第五章 基本面分析/169

第一节 基本面分析的基本框架/173

第二节 基金投资中的基本面分析方法/190

第六章 技术分析/193

第一节 假设条件对技术分析有效性的限制/198

第二节 主观性对技术分析有效性的限制/200

第三节 我所使用的技术分析框架/202

第七章 综合案例:我的分级 B 基金投资手记/215

第一节 准备工作/217

第二节 基金池及套利和不定期折算监控模型的建立/218

第三节 分级 B 基金的深入分析/224

第四节 市场和行业的基本面分析和技术分析的应用/234

第五节 小结/240

第八章 风险! 风险! /241

第一节 多大的风险是合适的? /243

第二节 投资者应该具备的风险观/245

附录/247

附录 1 分级基金一览表/249

附录 2 分级基金的分组及分级 A 基金的约定收益率一览表/256

附录 3 用电子表格(EXCEL)构建住房按揭贷款还款进度表/266

附录 4 基金公司一览表/267

附录 5 QDII 基金一览表/271

附录 6 货币市场型基金一览表/275

附录 7 保本型基金一览表/290

参考文献/292

致谢/293

初识分级基金

绝代有佳人，幽居在空谷。

第一章

第一节 背景介绍

2010年夏天,我尚在位于北京金融街丰汇园11号的中国出口信用保险公司工作。在一次基金公司组织的机构投资者交流会上与一位朋友聊天,首次接触到分级基金。至今我还很清楚地记得,我们谈论的那只基金是银华锐进(基金代码:150019),目前它仍然是所有分级基金中少数规模较大、交易最为活跃者之一,在本书后面的章节中我会多次以它为例。

我在中国出口信用保险公司工作的部门是资产管理部,当时部门一共15人左右,管理着大约40亿元的人民币资产和10亿美元的外币资产(欧元、日元、英镑等其他外币均折算成美元计算),我所在的处室负责人民币部分的资产投资。根据当时的监管政策,保险公司投资于权益类资产的比例不得超过25%,据此测算,在合计100亿元人民币的可投资资产中,我们可投资权益类资产的金额在25亿元左右。当时,我们的外币几乎全部配置固定收益类产品,权益类投资的职责都落在了人民币资产上,因此,可用于权益类资产投资的资产占人民币资产的比例约为60%(25亿元/40亿元),所以,实际上我们是在运作一只规模为40亿元的平衡型风格的混合型基金。

当时市场上可供我们投资的权益类产品主要有两种:股票和偏股型公募基金(包括股票型基金和混合型基金)。监管机构对于保险公司的投资(特别是股票投资)管理非常严格,保监会制定了一整套标准,只有达到这些标准的保险机构才能够申请直接投资股票的资格并从事股票投资业务。那时,中国出口信用保险公司尚未取得这项业务资格(在本书完结的时候,我与一位老朋友聊天,得知他们现在已经获得了此业务资格),所以权益类投资的唯一选项就是偏股型基金。同时,债券型基金和货币市场型基金也是我们进行固定收益类投资和现金管理的重要工具,人民币资产中的固定收益类资产投资品种就是以这两类基金为主。因此,公募基金在我们的人民币资产投资中占据了绝对的主力地位。从这个意义上讲,我们运作的这只规模为40亿元的平衡型风格的混合型基金



实际上是一只 FOF(Fund of Funds)产品。

在接触分级基金之前,我从事当时的工作将近两年,主要的工作是和部门的其他同事一起研究经济金融形势、制定投资策略、定期对中国内地 60 多家基金公司(现在已经增长至将近 100 家)的几百只产品(现在已经增长至超过2 000 只)进行跟踪和研究,从中挑选合适的投资标的。2010 年时的公募基金市场,产品以开放式为主,数量约为上百只,封闭式产品只有几十只。直到今天,这两类基金发展悬殊的局面仍然如此,而且呈现出开放式基金持续发展、封闭式基金不断萎缩的局面(见表 1.1)。

表 1.1 公募基金市场统计

基金类型	数量 (只)	占比 (%)	份额 (亿份)	占比 (%)	资产净值 (亿元)	占比 (%)
开放式基金	1 870	93.36%	40 250.15	97.15%	43 821.12	95.11%
封闭式基金	133	6.64%	1 179.15	2.85%	2 253.33	4.89%
合 计	2 003	100.00%	41 429.30	100.00%	46 074.45	100.00%

资料来源:Wind 资讯(截至 2014 年 12 月 31 日)。

注:(1)在统计基金数量时,有些基金是合并统计的,例如,货币基金 A 和货币基金 B 只统计为一只;

(2)不同的统计口径可能得到不同的统计数据,若读者在别处读到不同于 Wind 资讯的数据,请予识别。

从基金数量上来看,封闭式基金只有 133 只,在全部基金中占比约为 6.64%,而开放式基金有1 870只,在全部基金中占比约为 93.36%,是封闭式基金的 14 倍之多。从基金份额和基金资产净值来看,两者的差距也同样悬殊:开放式基金的份额和资产净值分别是封闭式基金的 34 倍和 19 倍。

站在 2010 年的时点来看,基金市场发展的重心完全在开放式基金上。从 2002 年 8 月份最后一只封闭式基金“基金银丰”(基金代码:500058)上市交易之后,一直到 2009 年 10 月份国投瑞银瑞和远见(基金代码:150009)与国投瑞银瑞和小康(基金代码:150008)上市交易,这 7 年间封闭式基金的发展几乎停滞,而同时期开放式基金发行了约 550 只。基金市场的创新,包括指数型基金、量化对冲投资基金等,都集中于开放式基金领域,人们谈论的焦点也集中于此。封闭式基金似乎从人们的视野中消失了,我们对它们的关注,也仅限于通过观



察其折价率来判断市场风向。这几十只封闭式基金的命运,好像只是在静静地等待时间的流逝,一旦封闭期结束,就按照市场惯例转换为开放式基金,从那张并不长的封闭式基金清单列表上一消失而已。我们对封闭式基金如此轻视,以至于从 2009 年 10 月份到 2010 年上半年,一共 4 组分级基金成立、共有 8 只封闭式基金上市之后,才引起少数投资者的关注[国投瑞银瑞和远见(基金代码:150009)与国投瑞银瑞和小康(基金代码:150008)是其中一组]——我正是在那时初识了分级基金,并在接下来的 4 年之中不断跟踪和研究它们,亲眼见证了分级基金家族的发展壮大——在截至 2014 年的 5 年里,它们的数量几乎扩张了大约 30 倍。

我们研究的传统开放式指数型基金,都以追求标的指数的表现为目标。例如,国泰沪深 300 基金(基金代码:020011)的投资目标是:

“运用以完全复制为目标的指数化投资方法,通过严格的投资约束和数量化风险控制手段,力争控制本基金的净值增长率与业绩衡量基准之间的日平均跟踪误差不超过 0.35%,实现对沪深 300 指数的有效跟踪。”

——摘自该基金《招募说明书》

我们可以简单地理解为:国泰沪深 300 基金的投资目标就是力争取得与沪深 300 指数涨跌幅一致的业绩,即追求标的指数(或称为“追踪指数”)沪深 300 指数的表现。

我们的长期研究表明:战胜市场,取得比指数更高收益率(又称市场平均收益率)的概率并不大。大部分投资者的目标就是在市场上涨的时候取得与之相当的收益率,而在市场下跌的时候能够控制风险、争取跌幅不超过指数跌幅。事实上,对于各类投资者来说,这并不是一个容易达成的目标,仍然有相当比例的投资者的收益率低于市场指数的收益率。

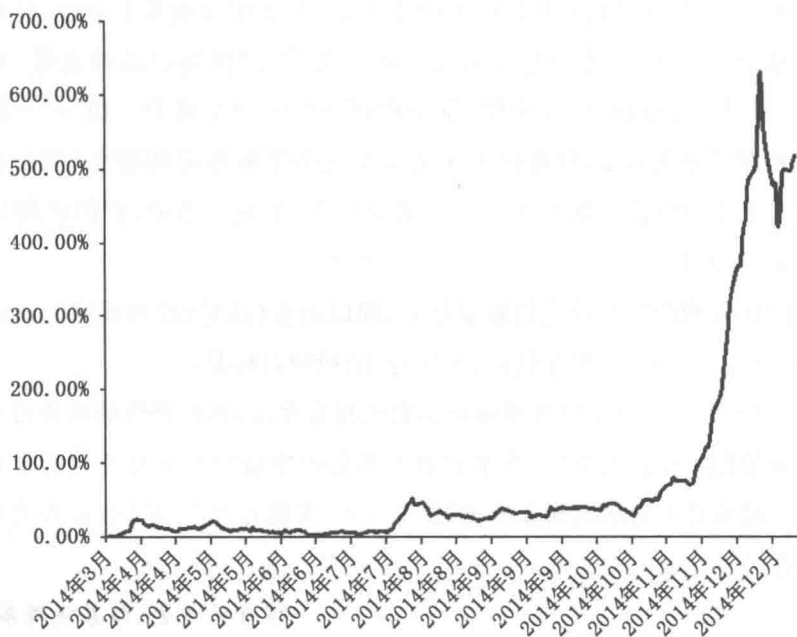
在长期的投资工作中,我们正努力争取获得与指数收益率相当的收益率时,突然有人告诉我们:有这么一只基金,也是指数型,但是它在牛市或者反弹市场中的表现好于大多数股票和基金,可能还并不亚于市场热门的龙头股票。

这样的基金产品,怎能不让人眼前一亮而为之心动?

没错,这就是分级基金。

我们来看一个例子。

申万证券行业 B 基金(基金代码:150072)于 2014 年 3 月 31 日上市,截至 2014 年 12 月 31 日,它在 9 个月中上涨了 518.45%(见图 1.1)。



资料来源:Wind 资讯。

图 1.1 申万证券行业 B 基金(基金代码:150072)的市场表现(复权后)

同时期,19 家上市交易的证券公司股票表现不一,差距巨大(见表 1.2)。

表 1.2 2014 年 3 月 31 日~12 月 31 日上市证券公司股价表现

序 号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅
1	000783. SZ	长江证券	322.70%
2	000562. SZ	宏源证券	275.62%
3	601788. SH	光大证券	266.34%
4	000728. SZ	国元证券	262.82%
5	601377. SH	兴业证券	251.34%
6	601099. SH	太平洋	237.88%
7	002673. SZ	西部证券	236.82%



续表

序 号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅
8	601688.SH	华泰证券	224.18%
9	600030.SH	中信证券	221.68%
10	601555.SH	东吴证券	215.26%
11	600999.SH	招商证券	180.81%
12	600369.SH	西南证券	169.29%
13	000776.SZ	广发证券	164.89%
14	600837.SH	海通证券	159.85%
15	601901.SH	方正证券	158.06%
16	000686.SZ	东北证券	157.96%
17	002500.SZ	山西证券	151.53%
18	600109.SH	国金证券	111.11%
19	000750.SZ	国海证券	78.26%

资料来源:Wind 资讯。

19 家上市证券公司的股价中,上涨幅度最大的是长江证券,其股价翻了 3 倍多,上涨幅度最小的国海证券股价上涨不足 1 倍;19 只股票平均涨幅为 202.44%(简单算术平均)。而申万证券行业 B 基金的涨幅为 518.45%,远远高于所有券商股票的股价涨幅(注:该基金进行过两次上折,此处的收益率是复权后的收益率)。

但是,分级基金并不是如此简单。

一组典型的分级基金由三个部分构成:

(1)母基金。一般是开放式基金,在场外交易,投资者可以向基金公司申请申购和赎回。

(2)子基金的稳健份额。又称 A 类份额或分级 A 基金,事先约定收益率,净值每日稳定增长,一般是封闭式基金(也有小部分为开放式基金,在场外交易,后文将有详细介绍),在证券交易所上市交易。

(3)子基金的激进份额。又称“B 类份额”或“分级 B 基金”,享受母基金的收益扣除 A 类份额的约定收益之后的剩余收益,一般是封闭式基金(也有小部

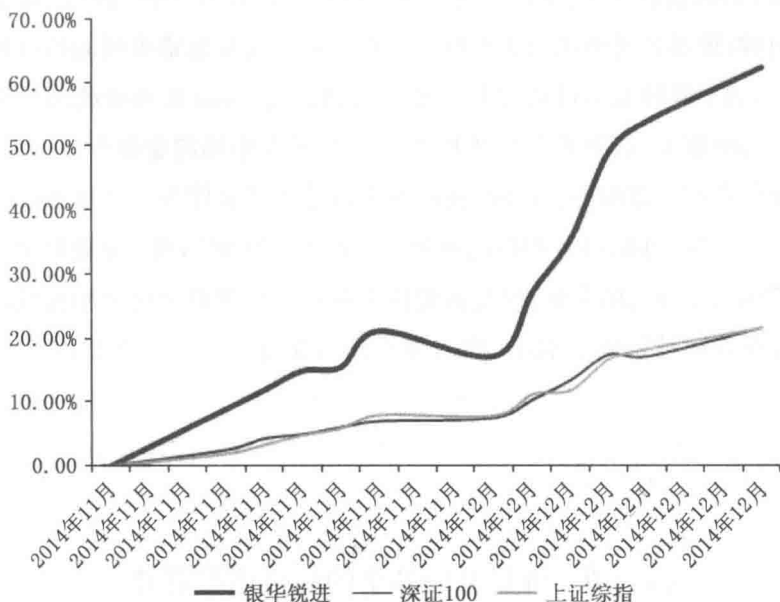
分为开放式基金，在场外交易，后文将有详细介绍），在证券交易所上市交易——在口头语中，我们所讲的“分级基金”或“杠杆基金”就是指这一类份额。在后文中，我们使用“分级基金”这个名词时，有时候是指一组分级基金，有时候是特指分级 B 基金，请读者注意区分。

我们最初看到的 2009 年后上市的 8 只封闭式基金就是 4 组分级基金的两类子基金——到目前为止，对于许多非专业的基金投资者来说，“母基金”“子基金”“约定收益率”等概念看起来比较晦涩难懂，但是请读者不必烦恼，在后面的章节中，我会用平实的语言和具体的实例来阐释它们，这也正是我写作此书的目的——经过近 5 年的发展，到我完成此书的 2015 年初，市面上可供投资的分级基金多达 125 组，涵盖了股票指数型、股票主动管理型、债券型、QDII 型等多种类型，形成了比较完整的产品序列，本章附录 1.1 列举了它们的基本情况——还有一些同类产品仍在候审待发，待到本书出版发行时，这张列表可能就不全了，需要在后面再追加新的成员。

我们当时谈论的银华锐进（基金代码：150019），是银华深证 100 分级基金的一个组成部分，另外两个部分分别是母基金银华深证 100（基金代码：161812）和子基金稳健份额银华稳进（基金代码：150018），这组分级基金追踪的是深证 100 指数（指数代码：399330）。银华锐进是激进份额，初始杠杆率为 2 倍。理论上，如果不考虑二级市场资金供求状况的影响，它的净值增长率和二级市场交易价格涨跌幅应该大约是标的指数深证 100 价格指数的 2 倍——在实际中，资金状况的影响比较大，在市场上升的时候，由于资金的追逐，往往对其交易价格有推波助澜的作用，基金的二级市场交易价格涨幅可能会远超其净值增长率（见图 1.2）。

2014 年 11 月底至 12 月初，股票市场经历了一波较为明显的上升，沪深 300 指数和深证 100 指数上涨幅度均超过 20%，而银华锐进的二级市场价格涨幅超过 60%，是其追踪标的指数深证 100 指数的 3 倍之多。

然而，即便离第一组分级基金问世已有 5 年，分级产品的数量也已超过 100 组，但是在大部分的投资者眼中（包括一些金融从业者在内），分级基金仍然是一个复杂艰深的领域。在谈起这些产品的时候，人们对于分级基金的激进类份额（“杠杆基金”）在市场反弹时的表现印象深刻，迫不及待地询问为什么会这



资料来源: Wind 资讯。

图 1.2 银华锐进与深证 100 指数和沪深 300 指数表现对比

样、它们到底是怎样运作的、我们应该怎样选择合适的投资标的,等等。我很想将我们多年来积累的有关分级基金的知识 and 技巧倾囊相授,但是的确一言难尽——也许你可以要求我们用一两句话来概括这类产品的运行机制或风险特征,也能很快知道如何进行交易买卖,但是到了实际操作层面,你也许仍会一筹莫展,因为许多问题仍然是难以逾越的障碍,例如:

为什么它有两种“价格”:一个是“净值”,一个是“二级市场价格”?

它们之间有什么关系?

什么是折价率?它为什么会出现?它的合理范围是多少?

如果折价率偏离达到一定程度会有何风险?

为什么盘面的报价并不连续?

.....

2011 年,我回到家乡武汉,在天风证券股份有限公司供职,主要工作之一就是进行金融产品研究。当时国内证券公司主要研究领域是宏观经济、配置策略、股票、债券和股指期货等,主要关注的金融产品也只是股票、债券和期货,对

公募基金、私募基金、商业银行理财产品、保险产品、信托产品等缺乏足够的关注。这时候，证券公司的经纪业务由于长年的价格战和股票市场的持续低迷而面临困境，到了非转型不可的时候。转型的路径之一，就是由单纯的经纪业务转向综合理财服务，这项工作的要求之一，就是对全市场的金融产品加以研究，为客户提供资产配置服务。这时，我们继续将分级基金作为一类单独的金融产品加以深入研究，并取得了积极的成果。3年之后的2014年，分级基金市场已经发展成为一个庞大的家族，但是各类投资者对于分级基金这个相对较新的投资品种存在着种种疑问和混淆，我们感觉到写作这样一本专著时机已经成熟。

第二节 谁是分级基金的最合适投资者

分级基金几乎适合所有类型的投资者。

一、机构投资者与分级基金

机构投资者是金融市场中最为活跃的一群投资者，他们拥有专业的投资知识和技能，能够对金融市场和金融产品做全面、细致的研究和分析，运用各种投资组合技术追求稳健的收益。

1. 机构投资者与分级 B 基金

分级 B 基金又称杠杆基金(激进类份额)，由于带有杠杆，它不会减小、反而会增大投资组合的波动性，这也是我们在保险公司之时，研究过分级基金之后不得不将它排除在投资标的的范围之外的主要原因。因此，从资产的收益率波动性和市场流动性上考量，分级 B 基金目前并不是机构投资者理想的投资标的。

2. 机构投资者与分级 A 基金

不过，分级 A 基金却是机构投资者良好的投资标的。

分级 A 基金一般享受约定收益率，例如，银华稳进(基金代码：150018)的约定收益率为“一年期同期银行定期存款利率 + 3%”(见该基金的《招募说明

书》),在2014年11月21日降息之前,一年期同期银行定期存款利率为3%,因此,银华稳进的约定收益率为6%,在定期折算日,基金公司向投资者分红。如果投资者持有10 000份,则可以分得价值600元($10\ 000 \times 6\%$)的母基金份额,投资者只需要向基金公司赎回母基金份额就可以得到现金了。因此,实际上,约定收益率与债券的票面利率非常相像——不同的是,债券一般有固定期限,而分级A基金没有固定期限,投资者一般将其视作一只永续债券;另外一个不同点是,债券(特别是信用债)面临着信用风险,而分级A基金基本不存在此类风险。

正是由于分级A基金的这种特性,使它成为机构投资者所青睐的资产。目前,保险公司、商业银行等机构投资者是分级A基金最主要的机构投资者。

3. 机构投资者与母基金

母基金与一般的开放式基金一样,都可以向基金公司进行申购和赎回,因此,实际上为机构投资者增添了新的投资品种。

4. 机构投资者与分级基金套利

由于母基金与子基金之间可以进行配对转换,例如:1份银华锐进和1份银华稳进可以合并成2份银华深证100母基金,反之亦然。当母基金的净值与子基金的二级市场价格发生偏离时,就会出现套利机会,机构投资者特别是持有分级A基金的机构投资者,可以买入相应份额的分级B基金,合并成母基金后向基金公司申请赎回,获得套利利润,反之亦然。

以上的种种投资策略,我们将在第四章中详细说明。

二、个人投资者与分级基金

1. 个人投资者与分级B基金

对积极的个人投资者来说,分级B基金提供了良好的杠杆工具,成为他们在牛市或反弹市中的投资利器。我们经常看到投资者在市场发生阶段性反弹时手忙脚乱的情形,因为在大多数情况下,反弹持续的时间既短,幅度也有限,等到他们找到合适的标的(市场热点、龙头股票等)时,行情已经结束。但是如果平时就关注一些分级基金,了解它们的特性,在行情到来时就能很快出手,获得的收益也几乎与龙头股票旗鼓相当,图1.3显示了几只分级基金在反弹行情