投资眼

银行理财：

分级产品风险有多大

本报记者 钱箐旎

近日，一条有关监管部门窗口指导多家商业银行，要求暂停新发分级型理财产品的消息引发市场关注。

何为分级型理财产品？据了解，分级型理财产品是结构化产品中的一种，但目前市场上存续的此类结构化产品数量比例并不高，根据普益标准数据库进行粗略统计，不到0.5%。从存续规模看，国有行及股份行所占比例较高，高于城商行。

普益标准研究员李林夏向《经济日报》记者介绍，结构上，分级型产品通常分为“优先级+劣后级”的两层或多层结构，银行发行此类产品一般有两种方式：一种方式是拆分成两款发行：优先级产品+次级产品，或是A级产品+B级产品；另一种方式是在同一款产品里同时包含优先份额及次级份额，投资者也可自由选择所认购的类型。

“次级并不是‘不好’的意思。”李林夏表示，优先级、次级的区别体现在两个方面：一是受偿顺序，一般来讲，产品到期后要先保证A级产品的本金及收益的兑付，然后才是次级产品；二是风险收益特征的不同，A级产品为固定收益，同一般银行理财产品无异，风险较小，B级产品则具有杠杆投资属性，风险高、预期收益高，一般的产品设计为B级产品以其份额净值为限为A份额的本金及约定投资收益的实现提供有限担保，在完成对A级认购者的本金及收益的兑付后，剩余收益才归B级认购者所有。

值得注意的是，业内人士表示，虽然国有行和股份行都发行此类产品，但之所以城商行此次成为重点关注对象的原因可能有二：

首先，国有行及股份行都有发行此类产品，但产品设计相对风险较小。股份行的分级产品次级方杠杆倍数多在3.5倍以内，且多以净值型产品的方式发行；国有行分行产品次级方杠杆倍数多在5倍以内，但国有行的产品同时向优先方和次级方募集资金，并且多是面向私人银行的高净值客户。二者所发行的产品，在投资起点上设置了门槛，个别产品次级端的认购起点在100万元以上。城商行所发行的分级产品的杠杆倍数不一，偏保守的杠杆倍数在4倍左右，但也有极个别的城商行发行的极少量的分级产品，其次级端杠杆倍数高达10倍。

其次，尽管城商行部分产品也以净值型产品的形式发行，但其优先端的投资期限较次级端短，也就是说，在次级端不变的情况下，优先端的产品存在滚动发行的情况，也有存在资金池运作的可能。

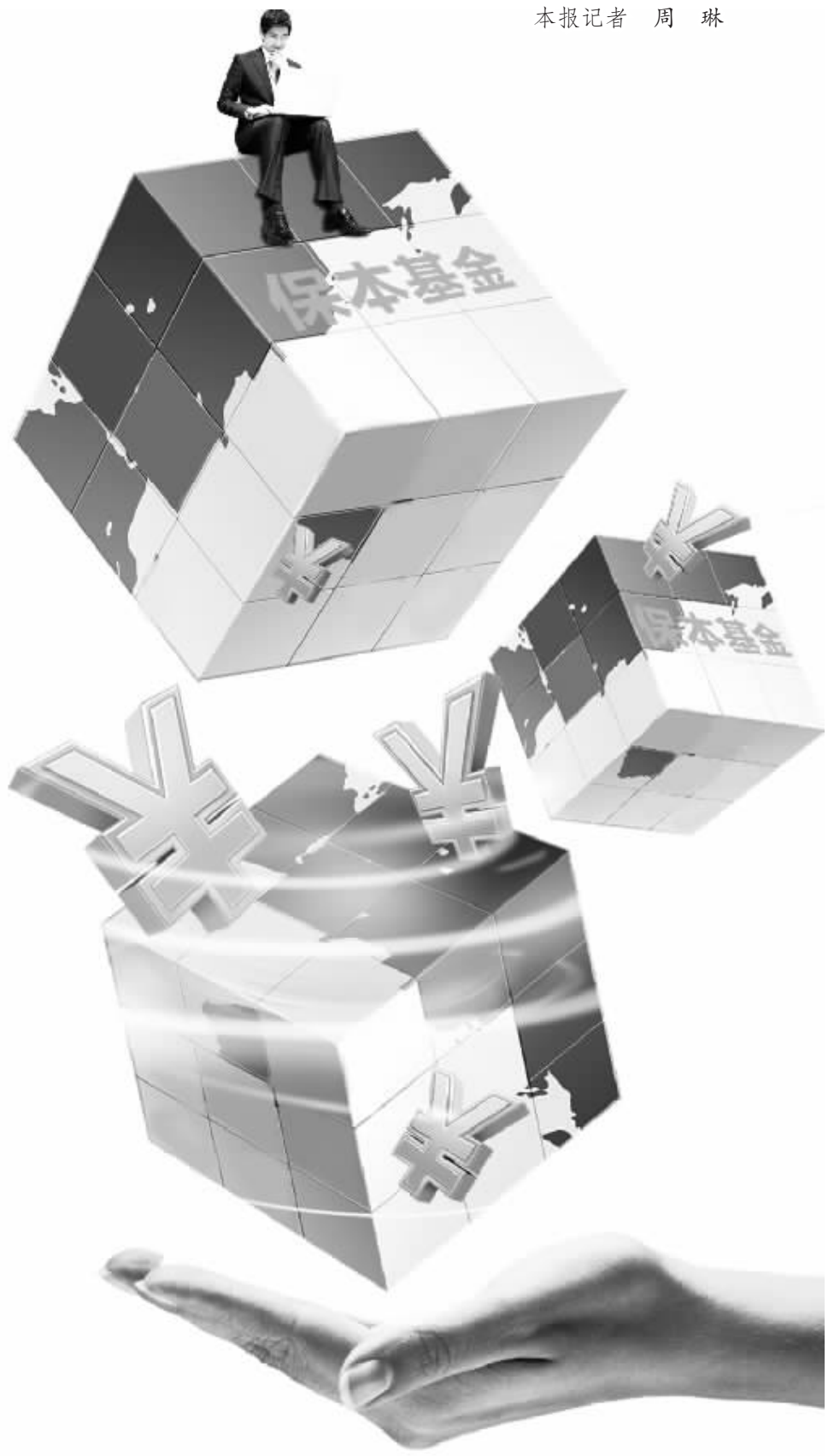
李林夏表示，从分级产品的投向看，近来的产品主要是投向债市，一些国有行在早期也发过投向艺术品等另类投资方向的分级产品。一般而言，会通过信托计划、基金公司资产管理计划、券商资产管理计划等中间投资标的投向债券、交易所债权类资产及收益权。近期债市去杠杆，债市价格出现波动，投向债市的分级产品风险加剧，这也可能是监管层叫停城商行分级产品发行的原因之一。

值得一提的是，不只是分级型产品，当前结构性银行理财产品普遍出现“雷声大、雨点小”的现象，实际收益率远不如预期收益率高。

“年初以来，结构性产品不但月度不达标数量较去年有所增多，而且每月都有亏损产品出现，值得引起投资者注意。”银率金融研究中心理财组分析师闫自杰说。

保本基金能否“保本”

本报记者 周 琳



5月份以来，曾经发行火爆的保本基金迎来调整期。Wind资讯显示，截至5月26日，目前在售的60只开放式基金中，保本基金仅有10只，不及4月份的数量，而5月份发行最多的混合型基金超过20只，债券型基金达16只。

在募资规模方面，5月份多只保本基金募资规模不及预期。5月4日成立的山西证券保本基金募集目标是30亿元，最后只募得11.89亿元。金鹰元祺保本基金目标募资15亿元，实际募得6.79亿元。国寿安保保本基金募集目标40亿元，实际只募得6.21亿元。相比而言，4月份多只新发保本产品接近50亿元，其中诺安和鑫保本、中银证券保本1号和建信安心保本六号基金募集金额分别达到49.81亿元、49.53亿元和47.78亿元。

与保本基金募集难相呼应，多只保本基金出现“滞销”。5月20日，万家基金发布关于万家颐达保本混合型证券投资基金延长募集期公告，决定将该基金募集期延长至5月27日，比原定认购截止日延长了7天。同样宣布延长募集期的还有大成景荣保本混合型证券投资基金、金鹰元和保本等基金产品，平均都延长了约7天。

保本基金缘何“失宠”？规模缩水是否会影响“保本”？投资者该如何看待其中的风险？

同质化背后存隐忧

所谓保本基金，即有担保公司保证本金兜底的公募基金产品。《关于保本基金的指导意见》规定，基金公司保本基金规模不能超过自身净资产的30倍。担任保本基金的担保人或保本义务人，为保本基金承担保证责任或偿付责任的总金额，不超过上一年度经审计净资产的10倍；如保本基金的担保人或保本义务人为担保公司，除满足上述条件外，担保公司已对外提供的担保资产规模不应超过其净资产总额的25倍。

保本基金降温与监管部门近期对于连带责任担保发行的表态不无关系。根据中国证监会官方消息，在《关于保本基金的指导意见》中提出的连带责任担保方式和买断式担保方式两种保本保障机制，而目前已发行保本基金产品均采用连带责任担保方式，且多数规定担保方拥有无条件追索权条款。这样的保本保障安排，将由基金公司承担最终的可能风险损失，与基金公司的资本金制度不相匹配，可能损害基金持有人利益，并可能危及基金公司体系，潜在风险不容忽视。基于以上考虑，监管部门将尽快弥补制度性缺失。

连带责任担保，俗称“反担保”，即除了第三方担保公司之外，基金公司也会捆绑承担风险。在市场行情较好时，表面上由担保机构兜底，投资者“旱涝保收”，而一旦市场出现下跌，这部分风险将直接由基金公司承担。

众禄研究中心统计显示，今年以来各类证券期货资管机构新发行的保本基金总计55只，占当前保本基金总量的40%左右。截至今年一季度末，保本型基金总规模达2216.31亿元，总净值环比上涨45.72%，份额环比增长51.52%。

“这2200多亿元的保本基金，一旦由于反担保问题产生链式反应，恐怕任何一家基金公司都难以承受。况且这样的规模还没有将基金公司非公募业务的保本专户计算在内。”凯石金融产品研究中心高级分析师桑柳玉说，监管部门对于保本基金担保发行的方式进行风险提示非常及时和必要。申请注册连带责任担保方式保本基金产品的公司，须提前做好压力测试，妥善安排最终风险承担机制。而对于采用买断式担保方式的保本基金产品，基金公司在充分评估风险、合理测算风险承受能力基础上，可正常申请注册。

事情看起来似乎很简单，要么基金公司在与担保机构的合作中尽可能抽身，让担保机构以买断式来进行担保，要么则控制自身操作风险。其实不然。目前市场上以第三方担保机构主导的买断式保本基金极为少见。有业内人士坦言，毕竟在合作中基金公司处于弱势，担保机构没必要将自己拖下水。

从长远发展看，保本基金之所以大规模采用反担保模式，与公募基金发展史上一贯的同质化竞争有关。“每一轮产品同质化发行的背后都必然伴随着规模暴涨暴缩，一些跟风的基金公司为降低成本快速发行产品，往往忽视了风险控制，丧失市场判断力，造成的损失也十分惨重。分级基金如此，曾经的短期理财基金也是如此。公募基金应从过去总结教训，避免再犯同类错误。”桑柳玉说。

“破净”之后如何突围

金牛理财网统计显示，截至5月25日，在140余只保本基金中有33只保本基金跌破1元单位净值，占比超过两成，其中最差的3只保本基金国泰金鹿保本、交银荣和保本、华富旺财保本单位净值仅为0.8970元、0.9730元和0.9830元。

金牛理财网研究员何法杰认为，这些“破净”的保本基金可能面临两种选择：一是尽快清仓股票等权益类资产，尽可能高仓位配置信用较佳的固定收益类资产，回到1元以上净值再进行操作；二是鼓起左侧交易勇气，加大权益类配置，尽快“翻本”。

两种选择各有利弊，第一种选择容易在很长时间内导致收益摊薄，而且目前债市的情况也不容乐观。华福基金公司基金经理陈博亮认为，近期信用风险事件的发生会降低债券的估值，甚至伤及本金的兑付。但另一方面，不同债券信用风险的高低差异导致不同的信用风险补偿，从而形成各异的债券收益率变化。

第二种选择虽然有可能尽快“翻本”，但也更容易加大后续投资风险。建信基金经理叶乐天认为，目前的市场将保持存量博弈格局，跨市场联动较强。值得注意的是信用风险等不确定性的加大，会导致避险情绪上升。

专家表示，目前，投资者想通过保本基金取得超额回报的概率正在降低。在反担保和极端市场情况下，基金公司一旦成为第一还款人，保本基金也不一定能够实现“刚性兑付”。

对于部分“破净”保本基金，部分投资者产生了能不能抄底的疑问。

国元证券分析师冯迪昉表示，投资者不应盲目“抄底”跌破面值的保本基金。保本基金规则仅是对持有满保本期的认购者的特别承诺，对中途加入的投资者并不保证。另外，一般持有保本基金的第1年赎回费用在1.5%至2%之间，对保守型投资者来说，如果选择中途“抄底”保本基金，赔钱的概率依然不小。

济安金信基金评价中心主任王群航也认为，投资者在购买保本基金前，一定要清楚投资的相关规则。要认购、要持有期满；尽量不要申购，尽量不要提前赎回。他认为：“普通投资者认购保本基金，最好是买3年期限的品种，因为期限太短，若遇到债市行情不好的时候，对于做好安全垫不利。”

财富学堂

蝶式套利：

套利的套利

本报记者 何 川

在经历前期大幅上涨之后，最近大商所铁矿石期货不同月份合约的价格走势出现分化，近月合约大多处于盘整状态，而远月合约则明显回调，导致不同月份间的合约价差已有偏离历史上合理波动区间的趋势，市场中有人说，蝶式套利的机会来了。什么是蝶式套利？蝶式套利的风险有哪些？

以5月23日为例，当日大商所6月份、8月份、10月份的铁矿石期货合约盘中价格分别为455元/吨、373元/吨、339.5元/吨，如果交易者认为6月份和8月份之间的82元/吨的价差过大，而8月份与10月份之间的33.5元/吨的价差过小，预计未来6月份和8月份的价差会缩小，而8月份与10月份的价差会扩大，那么，该交易者就可按照上述价格，同时卖出100手（1手为100吨）6月份期货合约、买入200手8月份期货合约、卖出100手10月份期货合约。

之后，如果铁矿石基本面仍不见明显好转，3个合约价格均出现不同幅度的下跌，假设某日铁矿石6月份、8月份、10月份的合约价格分别跌至438元/吨、369元/吨、320元/吨，于是该交易者同时将3个合约平仓。从操作结果来看，100手的6月份期货合约方面，该交易者盈利17元/吨；200手的8月份期货合约方面，亏损4元/吨；100手的10月份期货合约方面，盈利19.5元/吨。总体来看，该交易者净盈利为285000元，不仅规避了铁矿石期货整体下跌的风险，还实现了一定盈利。

实际上，像上述操作中的卖出较近月份合约，同时买入居中月份合约，并卖出较远月份合约，其中，居中月份合约的数量等于较近月份和较远月份合约数量之和的这一策略，就是蝶式套利，它由共享居中交割月份一个牛市套利和一个熊市套利组合而成。由于较近月份和较远月份的期货合约分别处于居中月份的两侧，形同蝴蝶的两个翅膀，所以称之为蝶式套利。

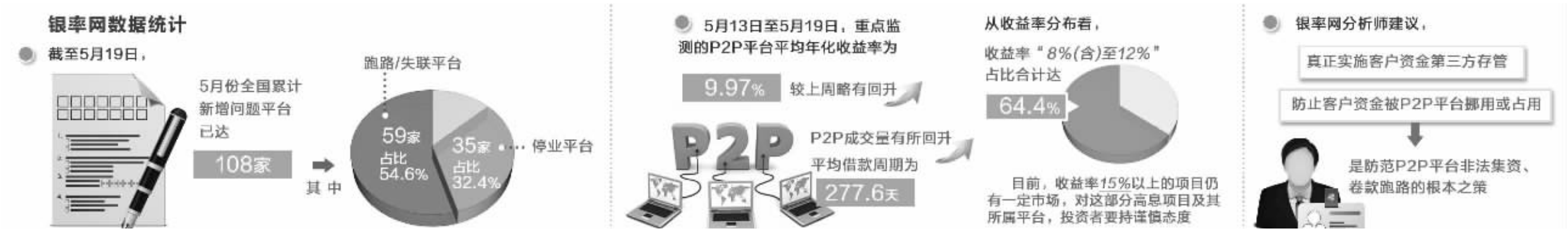
从蝶式套利特征来看，两组交易所跨的是3种不同的交割期，3种不同交割期的期货合约不仅品种相同，而且数量也相等，差别仅仅是价格。正是由于不同交割月份的期货合约在客观上存在着价格水平的差异，而且随着市场供求关系的变动，中间交割月份的合约与两旁交割月份的合约价格有可能会偏离历史上的合理区间。当然这也只是一个理论上的“合理区间”。由于市场瞬息万变，在实际操作过程中，套利者也可能出现判断失误。

蝶式套利与普通跨期套利的相似之处在于，认为同一商品但不同交割月份之间的价差出现了不合理的情况；不同之处在于，普通跨期套利只涉及两个交割月份的价差，而蝶式套利认为居中交割月份的期货合约价格与两旁交割月份合约价格之间的相关关系出现了不合理价差。

总体来看，蝶式套利是两个跨期套利互补平衡的组合，可以说是“套利的套利”，蝶式套利与普通跨期套利相比，从理论上来看，其风险和利润都较小，因而比较适合投资风格偏稳健的套利者。

P2P平台风险持续发酵

资料来源：银率网



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负

社址：北京市西城区白纸坊东街2号 读者服务窗：dzzs@ced.com.cn 010-58393509 查号台：58392088 邮编：100054 传真：58392840 定价：每月24.75元 每份：1.00元 广告许可证：京西工商广字第8166号 广告部：58392178 发行部：58393115 昨日（北京）开印时间：3:25 印完时间：4:35 本报印刷厂印刷