

# 分级 A 理性回归

本报记者 周琳

从曾经火爆的溢价交易到如今逐渐降温,分级基金A份额的市场开始步入调整通道。由于多数产品流动性不佳,一旦出现下折等风险事件,此前全面溢价的产品,将不得不承受溢价消失带来的损失,积累的账面浮盈可能无法兑现



基民赵先生是分级基金产品A份额的忠实拥趸。让他没想到的是,本来被当作固定收益类产品持有的分级A,自去年下半年至今平均涨幅近30%,业绩远好于不少权益类基金产品。在2015年上半年持续几个月、动辄10%以上的折价交易分级基金A,今年以来成为溢价交易的“香饽饽”,从预期年化收益率6%左右到今年以来实际平均涨幅达10%,这一业绩不但跑赢同期部分债基,甚至比一些混合基金的业绩都要好。

但是,在经历了大幅上涨之后,近期的分级A市场开始明显走弱、进入调整通道。如何看待分级A的投资热度变化?这类基金产品是否具备后市投资价值?有哪些风险?

## 内外因素催热市场

分级基金又称结构型基金,它是把一份完整的母基金拆分成两份或者多份子基金,并予以不同的收益分配。

自诞生起,分级基金不但具备场内流动性,即能在场内交易,与股票的涨跌属性相通,而且具备普通基金的净值增长特质。它既能申购、赎回和买卖,又能够分拆、合并、上折和下折等。一般分级基金A、B两份都有两个价格:场内交易价格和单位净值,当前者高于后者时称为溢价,反之为折价。投资者在券商交易软件上看到的往往都是分级基金的场内价格。

据兴业证券统计,在经历了连续2周大幅上涨之后,10月30日至11月6日,分级A的场内交易价格有所调整,累计跌幅达1.18%,日均成交额增加3.01亿元。

自2015年下半年以来,分级A类份额跟随债券市场开启了长时间的上涨行情,其折价率不断收窄,乃至转为全面溢价。第三方研究平台集思录发布的分级A指数由2015年10月20日的1304.94点上升至2016年11月9日的1534.04点,期间日均成交额在10亿元以上,最高的2016年1月8日成交额达44亿元。

量价最能说明问题。从场内交易价格看,2015年下半年至今,大多数分级A的涨幅远超出市场预期,平均收益率约为30%,显著高于货币市场基金、债券基金、ETF基金等固收基金产品。目前,成交额前20位的分级A平均隐含收益率已上升至4.82%左右,多数分级A处于溢价交易状态。从规模看,同花顺iFIND系统显示,2015年11月30日至2016年11月9日期间,分级基金的总数从192只下降至166只,份额却由2402.70亿份增加至2830.81亿份,资产净值由2023.85亿元增加至2551.87亿元,说明市场分级基金市场交投依然活跃,认、申购者较多。

“从大类资产配置角度看,目前各类市场上高收益资产的供给在不断减少,分级A隐含收益率较高,并且违约风险很低,成为各路机构资金追捧的对象。”在金牛理财网分析师何法杰看来,虽然分级A价格短期出现调整,但对于增量的低风险偏好资金而言,仍具备一定配置价值。

“今年以来,分级A价格一路走高,根本原因是利率持续下行,各类资产收益率下降。而分级A作为一个对利率弹性较大的‘类债券’品种,其价格也一路走高。”中国银河证券分析师朱人木认为,从技术上分析,分级A的平均隐含收益率略有下降,但仍处于相对高位,对应的是分级A价格一路上涨。

作为“类债券”投资产品,分级A的成立日、约定收益率、交易价格等不同,因此一般不同的分级A间无法直接比较价格。不过,隐含收益率提供了一个统一标准。实际上,隐含收益率是分级A作为“类债券”的“票息收益率”,即在当前市场上,存在着约定收益率为一年定存加上3%、加上3.5%、加上4%等浮动利率品种,以及6%、7%等固定利率的分级A产品。分级基金一般会以现金形式分红,但会以派发基金份额的方式变相分红。在每个定期折算基准日,持有分级A的基民会得到按约定收益率派发的相应份额的母基金(相当于分红),然后分级A的净值回归为1元。定期支付“票息”的特性使得目前市场上普遍将永续A类份额当作“永续债”来处理。尤其是进入定期折算节点时,许多分级A派发母基金份额,这样的“分红”还能得到税收优惠,因此受到机构投资者追捧。

目前看,分级A的主要买家是机构投资者,包括保险资管机构、私募产品、公募基金专户、量化基金等,部分分级A几乎被机构投资者“完全控盘”。主要购买方式是买入母基金再拆分成分级A和分级B,卖B留A,这在一定程度上提高了分级A的整体份额。

## 警惕风险叠加效应

在受到投资者过度追捧后,近期的分级A市场出现价格回调,投资价值开始受到质疑。由于是“类债券”投资产品,分级A的后市走势影响因素基本与债券影响因素趋同。“今年影响分级市场主要有几方面因素:一是主要驱动因素利率,利率风险是分级A目前的主要风险,如果未来

利率上行,分级A可能会随利率的上行而下跌。这样的调整或许会非常迅速;二是投资者比之前更加集中,主要是机构投资者和资金较多的散户参与;三是交易习惯由此前的轮动交易、捕捉低估值分级A产品,变为长期持有;四是分级A市场流动性有所缩减带来的潜在交易风险。”朱人木说。

从政策层面看,分级市场的投资门槛可能抬高,场内交易的流动性风险不可不防。沪深交易所发布《分级基金业务管理指引(征求意见稿)》指出,以后开通分级基金投资相关权限,最近20个交易日名下日均证券类资产合计不低于30万元。

大成基金产品研发与金融工程部总监罗瑾认为,“监管部门目前已经暂停注册新的分级基金产品,市场大概率以现有的存量产品为主。一旦门槛提高可能会使分级基金的投资者更加大客户化、机构化。对于市场的流动性来说,门槛的提高和投资者数量的减少对于市场的流动性必然会有一些影响,但是相较融资融券和股指期货,分级基金此次门槛提升幅度相对较小,影响也相对有限。”

从技术层面看,由于多数分级A流动性并不佳,一旦出现下折等风险事件,经历此前大涨、全面溢价的分级A,将不得不承受溢价消失所带来的损失,积累的账面浮盈可能无法兑现。“此外,如果市场大幅下跌,则对于下折损失的预期以及A份额相对较弱的流动性,可能加剧A份额价格的下跌。如果股市大幅上涨,分级B重获投资者青睐,A、B份额的“跷跷板”效应会导致A份额下跌。”何法杰说。

针对后市,不少业内人士表达了对分级A配置的谨慎态度,建议在分级A价格上涨的过程中趁机降低仓位,落袋为安。同时,对于仓位不重的投资者来说,建议尽量回避前期涨幅过大、流动性不佳的分级A配置。

朱人木认为,“未来分级A的影响因素主要仍是利率和股票指数期权,其他影响因素渐渐淡化。具体分级A的涨跌判断,依赖于利率市场和股票市场,应将分级A作为一种固定收益的配置工具进行投资研判、谨慎配置。”



## 期货投资:“一夜暴富”心态要不得

何川

上周五恰逢一年一度的“双11”购物节,原本是“剁手党”的狂欢节,却成为了无数期货人的不眠之夜。当日期货市场夜盘,郑棉、沪镍等多个品种盘中出现直线“跳水”,有的甚至在短短1分钟内就完成从涨停到跌停的切换,整个市场哀鸿遍野。一时间,“爆仓”“闪崩”等字眼占据了多个财经公众号的头条,不少业内人士纷纷感慨要“珍爱生命、远离期货”。

“太阳底下无新事”。如果抛开这些公众号“标题党”耸人听闻的语句,从空间和时间两个维度来剖析这波商品市场行情的话,不难发现,其实一切还算正常。从K线图来看,自9月中旬以来的这波大宗商品走势,属于典型的逼空行情,尤其是黑色系品种在这一阶段涨得太快、太猛,以焦煤主力合约为例,该品种一度达到惊人的日线“十六连阳”。

历史经验告诉我们,任何一波行情快速上涨之后,伴随的多半是急速回调,因此,此次在短时间内的迅速回调也有其内在合理性。

问题在于,11日夜盘的回调比之前来得更猛烈了些,如此迅猛的震荡速度和幅度,即便是期货老手盯盘操作,也很难应对得当。为什么会出现这样的情况?有业内人士分析认为有以下一些原因:比如,夜盘规则设置不合理,极端行情专挑半夜启动;比如,交易所调高保证金和手续费,以及首次使用交易限额制度,压缩了市场流动性,加剧了价格波动风险;比如,程序化止损单被触发后引起了连锁反应,导致自动止损多头与短期获利盘、恐慌跟风者相互踩踏等。

上述理由都有其合理之处。但对于投资者而言,这种剧烈震荡风险真的是没法

预防和规避吗?其实也不一定,如果你做好了风控的话。

做好风控,首先意味着要重视监管机构的风险预警。实际上,在近期市场出现交投过热、涨幅过大之际,从11月8日起,三大商品期货交易所几乎每天调控一次,包括调高相关品种的保证金和手续费,甚至还首次使用交易限额制度。可以说,监管部门已打出一手的明牌,做足了风险警示。正如一位资深期货人士在微信朋友圈写道:“任何一个理智的投资者,在交易所连发十二道金牌后,最好的选择就是观望,而不是幻想暴利。”

做好风控,关键在于做好仓位和资金管理。在期货市场上,人性的弱点很容易被放大,比如可以一天交易无数次,满足频繁交易的冲动和欲望;可以做多或做空,能有机会实践自己对于市场的偏见;可以加很高的杠杆,充分以小博大。但是对于做投资的人而言,重要的是知道自己的能力边界,要做好资金管理。在前期市场涨幅惊人之后,投机者已把鱼头、鱼身都吃了,还要满仓赶着吃鱼尾,即使没在“双11”遭遇剧烈震荡,在之后的某一天也难免会碰到。一些投资者在痛诉市场的无情之后,请不要忘记反思自己的贪婪本性,并牢牢记住通过仓位控制来弱化杠杆这一浅显的道理。

说到底,风控意识其实就是对市场要保持敬畏之心。一念天堂,一念地狱,任何不敬畏市场的行为无疑都是“走钢丝”。只有尊重市场、敬畏市场,才能在市场中活得更长久。

但愿经历这场期货市场的剧烈波动之后,期货投资者能少一些疯狂,多一些理性;少一些盲从,多一份清醒。如此才能少一些挫折,多一些成功。



## 贺岁金条“闻鸡起舞”

本报记者 温济聪

日前,菜百公司全国首发“2017丁酉(鸡)年贺岁金条”,掀起新一轮投资贺岁金条热潮。

“贺岁金条有很高的投资和收藏价值。”菜百公司相关负责人介绍说,2002年,中国金币总公司正式发行了新中国第一根生肖题材贺岁金条——2003癸未(羊)年贺岁金条,开创了我国贺岁金条市场的先河,迄今已连续发行了15组。2017丁酉(鸡)年贺岁金条共有1000克、500克、200克、100克、50克和30克6个规格,售价为315元/克,发行量分别为120条、400条、1500条、12100条、18000条和9000条,成色均为99.99%,发行总重量为3000公斤。北京地区销售量最多1000公斤左右。菜百公司作为中国金币特许零售商,限量进行销售,并且每根金条均配有中国金币总公司出具的防伪鉴定证书,证书编号与金条号码一致。

明富金融研究所研究员徐则熙认为,就投资价值而言,目前国际金融市场动荡,负利率盛行,市场恐慌情绪有所增加,多重因素促使最佳避险工具黄金的需求量依旧较大。所以黄金作为保值和避险的投资品种,投资者合理配置并长期持有可以增强资产配置结构的稳定性。

在收藏价值方面,北京太阳金店总经理于桂英认为,贺岁金条与普通投资金条相比,具有更多工艺价值和收藏价值,因此价格也相对较高。贺岁金条的收藏意义主要是题材特殊,每年一个生肖的主题符合中国人的消费喜好。她建议有条件的消

费者能够连续收藏不同主题的贺岁金条,再次出售时更具溢价空间。

徐则熙表示,站在资产增值的角度,贺岁金条与其他投资金条相比,其收藏的价值具体体现在发行量、发行机构、年份以及生肖属性上。“发行量的因素更大,2003年刚开始发行金条时,发行量只有1.25吨,而随着时间的推移,发行量也不断增加,如果发行量低,市场保有量减少,其升值的空间将大大增加。”

“从功能上来讲,贺岁金条的回购渠道没有普通投资金条一般通畅,作为投资,普通投资金条更适合成为投资工具。购买鸡年贺岁金条的投资者,不应过分注重当前国际金价的走势,而是更要注重贺岁金条在工艺、发行数量、题材等方面的价值因素。”于桂英说。

“回购时,要选择大型黄金卖场等正规场所和途径回购。目前,金条的回收标准大致为:需要金条完好无损,拥有金币总公司配发的原包装、防伪证书和与实物相符的相关黄金卖场销售凭证。此外,回收相关手续费费用约为2%。也就是说,只有金条上涨2%以上,投资者才不会赔本。”世元金行研究中心分析师李彬说。

徐则熙建议,投资者在没有鉴别能力的情况下,尽量选择官方发行机构进行购买。同时,作为实物,自然有不同程度磨损的因素发生,如果未保存完好,一旦实物出现磨损情况,其价值肯定会大打折扣,因此打算投资贺岁金条变现的投资者,要注意将其保存完好。



## ★ 课堂

### 【差价合约】

差价合约是一种场外交易工具,就是常说的保证金交易。差价合约允许交易者利用现货市场上的杠杆,在指数和商品市场上开展交易,而不需要实际购买相关证券。简而言之,差价合约指双方同意在合约平仓时结算开盘价与收盘价之间的差价,乘以合约中指定的股份数目。

### 【帕累托改进】

帕累托改进是福利经济学常用的概念,主要探讨的是如何在没有牺牲任何一方的福利下改善另一方或双方的福利。比如,你早上出去买早餐,你填饱了肚子,早餐店老板也赚了钱,而双方的利益都没有受损。其要义是,一个人处境变好的同时并没有损害其他人的利益。

### 【你的保留工资是多少?】

求职者在工作前通常对自己未来的工资水平抱有心理预期,如果雇主开出的工资低于预期,求职者宁愿失业,“保留”自

己的劳动力,这就是保留工资。影响保留工资的因素有:求职者所知的劳动力市场的工资状况;寻找超过保留工资的职业用的时间;找工作花的成本。

## ★ 茶座

### 【100次和101次】

凿石的石匠在同一位置上已敲过了100次,却丝毫没有改变。但第101次的时候,石头突然裂成了两块。并不是这第101下使石块裂开,而是先前敲的那100下。许多的努力不是一下子可以看到成果,需要耐心和坚忍。

### 【鲨鱼效应】

鱼依靠鳔才能在大海中自由沉浮。但没有鳔的鲨鱼,为了不使自己下沉就得不停游动。长此以往,它们身体的肌肉越来越结实,体格也越来越强壮,终成“海洋霸王”,这就是“鲨鱼效应”。先天不足不一定是坏事,通过不懈努力能让劣势变成优势。

### 【预防式定价】

企业开发了一种极受欢迎的新产品,它可以凭借暂时垄断地位把价格定得极高吗?实践告诉我们,这种策略并不明智。因为高利润会吸引更多企业进入,导

致价格战。理性的做法是,把价格定在比行业平均利润略高一点的水平,在较长时间内容维持稍高利润,这比短暴暴利要好得多。

### 【价格越高越畅销?】

一双在普通鞋店卖80元的皮鞋,进入大商场要卖几百元,却还是有人愿意买;上万元的包和手表等商品,往往也能在市场上走俏。有时消费者购买这类商品并不仅是为了获得物质上的满足,而是为了心理上的满足。这就是凡勃伦效应,反映了人们挥霍性消费的心理愿望。

(文/王琳整理)