

2013 年 10 月 10 日

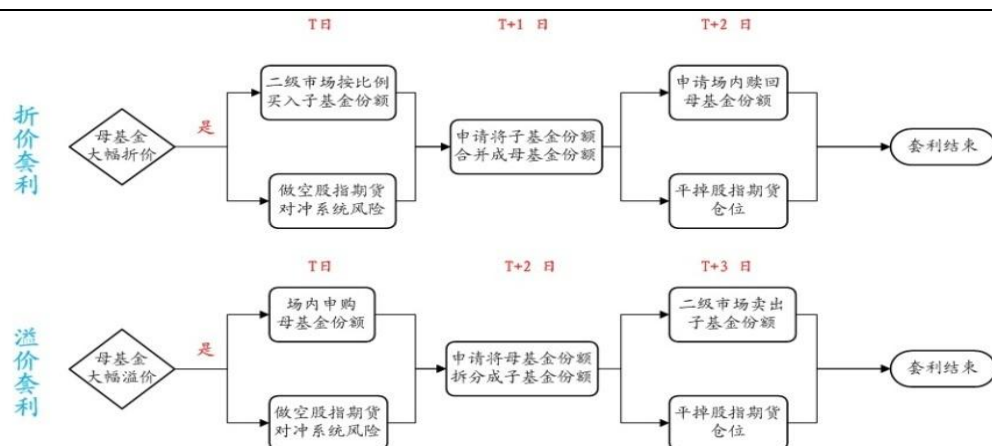
分级基金的套利“盛宴”

高级分析师：倪韵婷
SAC 执业证书编号：S0850511010017
电话：021-23219419
Email: niyt@htsec.com

作为国内创新最为成功的产品之一，分级基金通过将子基金收益的重新分配，提供了具备杠杆属性以及类固定收益两类风险特征完全不同的需求投资工具而备受市场青睐，从 2007 年上市至今得到了投资者越来越多的认可。随着投资者对于产品的熟悉，分级基金的玩法也越来越被大家所熟知，除了激进份额的趋势投资以及稳健份额的长期配置等耳熟能详的基础投资，越来越多的投资者参与到了套利投资中。

分级基金的套利机会主要有两类，分别为整体折溢价套利和到点折算套利，其中后者出现概率极低且需要对市场有所预判，因而更多的套利操作来自于整体折溢价套利。所谓整体折溢价套利指的是当稳健份额和激进份额配比后的整体价格高于或低于基础份额净值时，利用一级市场中赎回母基金以及二级市场买卖子基金的双重交易机制获得两者差异收益。由于目前整体折溢价套利需要 T+2 以及 T+3 个交易日才能完成，为了规避净值波动侵蚀套利收益，通常需要套保。具体套利流程如下：

图 1 整体折溢价套利操作示意图



资料来源：海通金融产品研究中心

但我们发现，随着投资者对于分级基金套利机制的熟悉，整体套利机会逐渐减少。但事件性所导致的整体折溢价套利机会仍然存在，这些事件性机会主要存在于产品上市初期以及长假附近。前者的原因主要在于产品采用合并募集、分拆上市的模式，不同风险偏好的投资者在份额上市后需要卖出不愿意持有的部分，后者的原因可能在于套利交易的活跃度因假期临近而下降以及假期导致的资金时间成本抬升所致。

截止 2013 年 10 月 9 日的数据显示，十一长假归来后目前市场上大量股票型分级基金存在整体折溢价套利机会，堪称整体折溢价套利的盛宴，但我们关注到折溢价幅度较大的基金中有很多成交不活跃，市场容量不够导致套利冲击成本极高从而无法实际操作，但也有几只分级基金市场容量较大且整体存在大幅的折溢价，这些基金均来自于事件性套利机会的第二种情况——新基金上市，这其中又以富国创业板分级最具代表性。

表 1 股票型分级基金整体折溢价套利机会（截止 2013-10-9）

母基金名称	整体折溢价率(%)	激进份额近七日日均成交额（元）	稳健份额近七日日均成交额（元）
中欧盛世成长分级	8.435	1,445,221.10	67,242.00
富国创业板指数分级	8.113	8,812,443.50	3,499,065.75
信诚中证 800 医药	6.648	6,515,227.75	2,127,066.95
泰信基本面 400	3.713	21,156.00	26,510.95
国泰国证医药卫生	3.605	16,912,459.85	5,295,293.80
工银瑞信中证 500	1.255	91,198.85	30,470.00
申万菱信中小板	-0.319	30,768,072.60	4,383,447.80
兴全合润分级	-0.466	317,574.45	223,749.35
银华中证内地资源主题	-0.431	56,215,889.65	5,491,913.55
招商沪深 300 高贝塔	-0.592	164,553.75	130,753.40
万家中证创业成长	-0.627	109,906.90	33,167.15
长盛同辉深证 100 等权	-0.702	8,047,568.25	0
国联安双禧中证 100	-0.704	43,036,500.50	8,865,791.75
信诚沪深 300 分级	-0.745	29,464,257.65	7,384,885.95
申万菱信深证成指分级	-0.782	29,800,220.90	28,384,572.20
鹏华中证 A 股资源产业	-0.883	52,798,375.00	37,188,697.15
银华深证 100	-0.886	268,530,672.20	143,995,626.95
国投瑞银瑞和 300	-0.900	892,696.05	161,107.05
银华中证等权重 90	-0.923	14,984,236.45	590,143.85
广发深证 100 分级	-0.923	88,704.10	122,294.80
信诚中证 500 分级	-1.031	67,020,418.65	30,423,253.95
国泰国证房地产	-1.053	49,079,478.05	5,965,581.00
华安沪深 300	-1.092	97,372.30	53,148.75
长盛同庆中证 800	-1.142	2,204,213.55	3,009,729.05
建信央视财经 50	-1.186	2,541,545.75	318,770.25
招商中证大宗商品	-1.203	4,521,131.70	1,919,676.40
浙商沪深 300	-1.347	25,277.10	12,350.05
国金通用沪深 300	-1.349	147,919.85	48,004.05
信诚中证 800 有色	-1.411	173,212.25	152,333.65
金鹰中证 500	-1.561	74,557.35	53,838.70
诺安中证创业成长	-1.570	620,214.50	128,689.20
国联安双力中小板	-1.659	1,244,630.20	30,095.85
南方新兴消费增长	-1.799	527,989.20	297,836.80
工银瑞信深证 100	-1.872	127,404.30	9,877.50
银河沪深 300 成长	-1.921	158,505.00	185,453.25
泰达宏利中证 500	-2.212	943.20	0
建信双利策略主题	-2.214	128,543.50	140,152.40
银华消费主题分级	-2.708	272,119.45	61,742.65
长城久兆中小板 300	-2.778	151,628.75	104,401.05
长盛同瑞中证 200	-2.914	65,783.05	50,483.00
华商中证 500 分级	-2.937	147,922.05	143,344.60
诺德深证 300 分级	-3.975	37,664.10	0
易方达中小板指数	-4.189	1,981,863.35	128,010.65

资料来源：海通证券金融产品研究中心

富国创业板 A/B 份额于 2013 年 9 月 30 日上市，截止 2013 年 10 月 9 日，在历经 3 个交易日后，富国创业板分级整体溢价达到 8.11%。事实上，多数分级基金上市初期由于产品采用合并募集、分拆上市的模式，不同风险偏好的投资者在

份额上市后需要卖出不愿意持有的部分，譬如保险等低风险投资者偏好于收益稳定的稳健份额，在上市时需要卖出高风险的激进份额，因此两类份额均有因风险偏好错配所导致的卖出压力，从而导致整体折价的产生，而富国创业板分级不仅整体没有折价，反而整体大幅溢价，究其原因我们认为有以下两点所致：

首先，激进份额契合市场风格导致追捧。今年以来市场结构化行情鲜明，这其中以创业板指最为鲜明，从年初到现在创业板指的涨幅高达 98.33%，赚钱效应直接导致了眼球效应，众多投资者选择各类投资工具介入到创业板中，而带有杠杆属性的创业板分级基金激进份额正是在这样一种市场氛围中诞生，尽管目前创业板指数的估值极高，但市场的对于其走势的分歧仍使得看好的投资者持续参与其中，在众多买盘的推升下，富国创业板 B 上市三天几乎天天涨停，溢价也一路抬升。

其次，稳健份额的约定收益位居市场中上，稳健投资者时刻关注。富国创业板 A 的约定收益为 6.5%/年，目前处于市场中上水平，类似保险等稳健的长期投资者会积极关注这类产品，假设其二级市场折价变大导致即期收益率提升，这类机构将会积极介入，此外尽管富国创业板分级是永续型的产品，但到点折算的存在实质上变相提供了稳健份额本金退出的渠道，找到了本金退出的规律，即可计算其本金的期望回收期，并进而得到其到期收益率，只要将其与同期限同等级债券收益率或同类产品进行比较，就能判断投资价值的高低，从而为永续稳健份额进行精确定价，相比目前市场上的其他分级基金标的指数，创业板指数的波动无疑较高，较大的波动也使得市场对于其到点折算的预期有所抬升，因而相比约定收益类似的产品，富国创业板 A 的折价或略小。

正是由于激进份额受到追捧溢价飙升，稳健份额又有大资金实时关注导致折价锁定，因而富国创业板分级上市后整体出现了大幅溢价，提供了市场良好的套利机会，对于追逐套利机会的投资者而言可积极关注。

风险提示：1) 整体折价套利需要 T+2 日，溢价套利需要 T+3 日，净值波动或蚕食套利收益；2) 利用套保做整体折溢价套利时，当标的指数与套保工具（如股指期货）标的指数不一致时，存在贝塔不稳定，对冲不干净的风险；3) 整体溢价套利时，对冲只能锁定净值波动，无法锁定二级市场价格变动，因而不确定性较高；4) 子基金二级市场活跃度较低将导致冲击成本，从而使得整体折溢价套利失败。

信息披露

分析师声明

倪韵婷：金融产品研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

金融产品研究中心声明

海通证券金融产品研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。