

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号 : 15620131152142

UDC\_

# 厦 门 大 学

## 硕 士 专 业 学 位 论 文

### 分级基金投资价值及折溢价影响因素分析

Analysis of the investment value and the factors affecting  
discount premium of Classification funds

杨泉文

指导教师(校内): 蔡庆丰 教授

指导教师(校外): 周世成 博士

专业名称: 金融 硕士

论文提交日期: 2015 年 9 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人： \_\_\_\_\_

2015年9月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

分级基金作为一种创新的结构化产品，其投资门槛低，满足了广大普通投资者进行杠杆投资的投资需求。随着 2014 年 6 月牛市行情的到来，分级基金的规模和数量也快速增长，已被广大投资者所接触，但对分级基金仍缺乏足够认识，对分级基金的业务规则更是了解甚少，不少投资者在分级基金触发下折时仍大量买入分级 B 份额，造成巨大损失；国内有不少文献也对分级基金业务规则进行过介绍，但不够具体和系统，中间有不少规则介绍与现有规则存在偏差。

首先本文对分级基金的业务规则做了系统的研究分析，并将上海分级基金与深圳分级基金做了详细的比较；其次结合分级基金的业务规则，深入剖析了分级基金的价值，研究了分级 A 类份额与分级 B 类份额的价值决定关系；再次延伸由分级基金业务规则、分级基金交易套利规则和分级基金的价值所共同决定的分级基金折溢价，研究了分级基金的折溢价影响因素，基于基金管理人、投资者等角度深刻剖析了折溢价对分级基金规模、投资者套利行为的影响，并逐一进行实证检验分析；最后通过分级基金折溢价的影响因素和外部效应分析，对今后基金管理人关于分级基金条款设计、监管层关于分级基金审核监管以及投资者有关分级基金教育等方面提出了合理化建议。

笔者综合运用例证分析、理论分析、比较分析等多种分析方法，合理利用 ZSJJ 的真实客户数据，得出相应结论认为当前市场交易规则不适用于分级基金运作模式，也不利于投资者区别教育，容易造成基金管理人的发行冲动，造成概念分级产品泛滥，投资者盲目投资，不利于监管，亦有碍于分级基金的长远发展。

**关键词：**分级基金；折溢价；套利

## Abstract

As an innovative structured product, the investment threshold is low, and it meets the demand of the general investors to make the investment. With the arrival of the bull market in June 2014, the scale of the fund is growing rapidly, as well as the number. It has been known by the majority of investors, but still lack of some knowledge to understand the classification fund. Many investors still buy a large number of B shares when it touch the downward conversion point. There are a lot of domestic literatures talk about the classification of the fund business rules, but not specific and system, some even are not right.

Firstly, this paper makes a systematic analysis of the classification of the fund's rules, and compares the Shanghai fund with the Shenzhen fund. Secondly, combined with the rules of the classification fund, the value of the classification fund is deeply analyzed, and the relationship between the value of the class A shares and class B shares is studied. Thirdly, we studied the factors of affecting the discount premium of the classification funds which are decided by the fund's business rules, the classification of fund trading rules and the value of the fund's. Based on the analysis of the fund manager and the investors, the impact of the discount premium on the scale of the fund and the investors' arbitrage behavior is analyzed. Finally, through the analysis of the impact factors and the external effects of grading fund discount, the paper puts forward reasonable suggestions on the design of the fund managers, the supervision and the supervision of the fund management, and the education of the investors.

This paper use examples analysis, theoretical analysis, comparative analysis etc. various analysis methods, rational use of Merchants Fund Management Co., Ltd. real customer data, We conclude that the current market rules do not apply to the classification of the fund operation mode, are not conducive to investor education, easy to cause the fund managers issuing impulse, lead to blind investment and hard supervision. All of these are not conducive to long-term development of the fund.

**Keywords:** Classification fund; discount premium; arbitrage

# 目 录

摘 要 .....	III
Abstract .....	IV
1 绪论 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	1
1.3 研究方法 .....	2
1.3.1 研究数据说明 .....	2
1.3.2 研究方法 .....	2
1.3.3 研究可能存在的创新 .....	2
1.4 分级基金发展历史 .....	3
1.4.1 海外分级基金发展史 .....	3
1.4.2 我国分级基金发展现状 .....	4
1.5 分级基金业务规则研究 .....	8
1.5.1 分级基金定义 .....	8
1.5.2 分级基金折算 .....	8
1.5.3 分级基金申购赎回 .....	8
1.5.4 分级基金配对转换 .....	8
1.5.5 上交所与深交所分级基金异同比较 .....	10
2 国内外相关研究综述 .....	12
2.1 文献检索说明 .....	12
2.2 分级基金相关研究 .....	13
2.2.1 分级基金规模研究 .....	13
2.2.2 分级基金折溢价 .....	14
2.2.3 A 类份额价值分析 .....	14
2.2.4 分级基金折算 .....	14
2.2.5 分级基金配对转换与套利 .....	15
3 分级基金价值分析 .....	16
3.1 A 类份额的价值分析 .....	16

3.1.1 约定收益债券价值属性分析 .....	16
3.1.2 配对转换价值和供求关系分析 .....	16
3.1.3 分级 A 份额的期权价值分析 .....	17
3.2 异常情况分析 .....	18
3.3 A 份额与 B 份额定价权 .....	21
3.3.1 净值决定分析 .....	21
3.3.2 价格决定分析 .....	21
4 分级基金折溢价影响因素分析 .....	23
4.1 分级基金折溢价 .....	23
4.1.1 分级基金折溢价概述 .....	23
4.1.2 分级基金净值、折溢价与杠杆关系 .....	23
4.1.3 分级基金杠杆调节机制：折算实质分析 .....	24
4.2 约定收益率对分级基金折溢价影响 .....	25
4.2.1 理论分析 .....	25
4.2.2 实证检验 .....	28
4.3 申购赎回费率对分级基金整体折溢价的影响 .....	32
4.3.1 理论分析 .....	32
4.3.2 实证检验 .....	32
4.4 套利效率的提高对分级基金折溢价的影响 .....	35
4.4.1 上交所与深交所套利效率比较 .....	35
4.4.2 实证检验 .....	37
4.5 市场指数对分级基金折溢价影响 .....	40
4.5.1 市场阶段划分 .....	40
4.5.2 实证检验 .....	42
4.5.3 理论分析 .....	46
5 分级基金折溢价外部效应分析 .....	47
5.1 分级基金折溢价对分级基金规模影响 .....	47
5.1.1 理论分析 .....	47
5.1.2 实证检验 .....	49
5.2 分级基金折溢价与投资者行为 .....	50



5.3 分级基金折溢价与市场情绪 .....	52
6 结论和建议 .....	53
6.1 规范优先级份额的约定收益 .....	53
6.2 建议放开 A 份额和 B 份额的每日涨跌幅度 .....	54
6.3 规范指数分级基金的发行 .....	54
6.4 改进折算方式 .....	54
6.5 加强投资者教育工作 .....	55
参考文献 .....	56
致谢 .....	58

厦门大学博硕士论文摘要库

## CONTENTS

Abstract .....	IV
1 Introduction.....	1
1.1 Research background .....	1
1.2 Research significance.....	1
1.3 Research method .....	2
1.3.1 Research data description .....	2
1.3.2 Research method .....	2
1.3.3 Innovation of research .....	2
1.4 Classification fund development history.....	3
1.4.1 Overseas Classification fund development history .....	3
1.4.2 Status quo of the development of the classification fund in China .....	4
1.5 Classification fund business rules .....	8
1.5.1 Classification fund definition.....	8
1.5.2 Classification fund conversion.....	8
1.5.3 Classification of purchase and redemption.....	8
1.5.4 Classification fund paired conversion .....	8
1.5.5 Shanghai and Shenzhen classification fund comparison.....	10
2 Overview of domestic and foreign related research .....	12
2.1 Literature retrieval.....	12
2.2 Research of Classification Fund .....	13
2.2.1 Research on the scale of the fund .....	13
2.2.2 Classification fund discounts and premium .....	14

2.2.3 Class A share value analysis.....	14
2.2.4 Classification fund conversion.....	14
2.2.5 Classification fund conversion and matching arbitrage .....	15
3 Value analysis of classification fund.....	16
3.1 Value analysis of class A shares.....	16
3.1.1 Bond value attribute analysis.....	16
3.1.2 Analysis of paired conversion value and supply-demand relationship .....	16
3.1.3 Analysis of the option value of A shares.....	17
3.2 Exception analysis .....	18
3.3 A share and B share price.....	21
3.3.1 Net worth decision analysis.....	21
3.3.2 Price decision analysis.....	21
4 Analysis of factors affecting classification fund discounts.....	23
4.1 Classification fund discounts .....	23
4.1.1 Classification fund premium overview.....	23
4.1.2 Classification fund net, discount premium and leverage.....	23
4.1.3 Classification fund leverage adjustment mechanism: a real analysis.....	24
4.2 The impact of the agreed rate of return on the discount premium .....	25
4.2.1 Theoretical analysis .....	25
4.2.2 Theoretical analysis .....	28
4.3 Effect of subscription and redemption rates on the overall discount.....	32
4.3.1 Theoretical analysis .....	32
4.3.2 Empirical test .....	32
4.4 Effect of arbitrage efficiency to classification fund discounts .....	35

4.4.1 Compare with Shanghai and Shenzhen arbitrage efficiency .....	35
4.4.2 Empirical test .....	37
4.5 The relationship between classification fund premiums and market index.....	40
4.5.1 Market subdivision .....	40
4.5.2 Empirical test .....	42
4.5.3 Theoretical analysis .....	46
5 Analysis of the external effect of discount premium .....	47
5.1 Impact of the overall discount premium on the scale of the fund.....	47
5.1.1 Theoretical analysis .....	47
5.1.2 Empirical test .....	49
5.2 The classification of fund discounts and investor behavior .....	50
5.3 The classification of the fund discounts and market sentiment.....	52
6 Conclusions and recommendations .....	53
6.1 Specification agreed priority share earnings .....	53
6.2 Recommend A share and B share liberalization daily ups and downs .....	54
6.3 Published specification Index Fund's .....	54
6.4 Improved conversion mode .....	54
6.5 Strengthen investor education.....	55
Reference .....	56
Acknowledgements.....	58

## 图表目录

图 1 分级基金配对转换图	9
图 2 分级基金投资操作流程	9
图 3 净值杠杆与母基金净值关系图	24
图 4 基金个人投资者对互联网金融产品的看法	35
图 5 分级基金溢价套利路径	48
图 6 分级基金折价套利路径	48
表 1 英国分割资本信托结构	3
表 2 分级基金规模统计表	5
表 3 分级 A 类、B 类和母基金份额持有结构汇总分析表	6
表 4 上交所分级基金母基金申赎、转托以及分拆规则	10
表 5 上交所分级基金子基金申赎、转托以及分拆规则	10
表 6 深交所分级基金母基金申赎、转托以及分拆规则	10
表 7 深交所分级基金子基金申赎、转托以及分拆规则	11
表 8 招商和银华转债 B 类份额折溢价统计表	17
表 9 招商煤炭分级指数基金折溢价情况	18
表 10 投资者 M 操作结果 1	19
表 11 投资者 M 持有结果 1	19
表 12 投资者 M 操作结果 2	20
表 13 分级基金约定收益情况	25
表 14 分级基金杠杠比例	27
表 15 招商中证全指证券公司指数分级以及华安中证证券分级基金信息	29
表 16 统计量	30
表 17 独立样本检验	31
表 18 富国军工分级以及申万军工分级基本信息	33
表 19 西部利得中证 500 等权指数分级和银华中证 800 分级基本信息	38
表 20 上证指数快速上涨阶段统计	41
表 21 上证指数快速下跌阶段统计	42
表 22 快速上涨阶段及快速下跌阶段整体折溢价率	44
表 23 上涨平稳阶段以及下跌平稳阶段折溢价率	45
表 24 分级基金不同阶段的规模情况	49
表 25 招商券商分级 B 下折投资者交易行为分析	51

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

首先自 2007 年第一支分级基金发行，我国分级基金发展迅猛，尤其是 2014 年 7 月份开始随着股市行情转暖，分级基金的规模和数量更是急剧增长，分级基金套利成为公众热议话题；其次目前关于分级基金相关研究比较少，不少文章中有关分级基金运作规则方面介绍与当前分级基金实际运作模式存在偏差，同时关于分级基金的运作模式的微观设计对分基金的折溢价影响方面涉及较少；再次有关分级基金的套利行为，有些学者试图计算理论套利的区间，并且设计了相关对冲模型确保套利收益，但实际是否有投资者进行套利，多大套利空间才会驱使投资者进行套利交易，目前笔者尚未发现有人对这方面进行过研究，而且关于分级基金的折溢价于市场指数关系研究方面，很多学者以市场指数作为变量，进行了相关的线性回归分析，笔者在他们的基础上，对市场的表现行为进行进一步的划分，进行相关数据分析，相对全面地解释了分级基金折溢价与市场指数之间的相互关系；最后就分级基金投资者结构层面，对这方面进行研究说明的文章比较少，本文进行了实证分析，也尝试从另一个侧面对分级基金的市场表现进行解释。

## 1.2 研究意义

本文旨在详细剖析分级基金的运作规则，从理论模型设计、实际论证分析两个方面深刻地剖析了我国不同类别份额的分级基金的投资者结构、分级基金的套利模式、分级基金的投资价值，重点介绍了分级基金的折溢价影响因素和外部效应。本文的主要研究意义有以下几点：第一，补充了国内前任学者有关分级基金的研究观点，为投资者深刻了解和认识分级基金有重要意义；第二，为我国今后分级基金的微观机制设计提供了参考意见，譬如与分级基金制度不适应的涨跌停板制度、难以理解的折算制度等；第三，为我国今后分级基金监管方向、投资者教育提供良好的参考建议。

### 1.3 研究方法

#### 1.3.1 研究数据说明

本文研究所用的很多数据均来自 ZSJJ 真实数据，根据中国基金业协会数据最新数据，ZSJJ 总规模在 2015 年第二季度排名位列 12 名。ZSJJ 现旗下有分级基金 9 支，是我国分级基金领域的领先提供商，截止第二季度末，ZSJJ 旗下分级基金总规模约 198 亿，且涉及沪深 300 指数、券商、银行、可转债、医药、煤炭等多个行业领域，多支分级基金是行业首发，因此笔者用 ZSJJ 的分级基金数据来做分析，得出的结论具有很强的参考意义。

#### 1.3.2 研究方法

本文主要采用理论分析和实证分析相结合的分析方法，并采用比较分析和案例分析的分析方法，通过对理论的分析、描述，对数据进行分析挖掘，得出相对真实客观的结论，进而指导实践。文中对大量的数据进行了整理，对巨量数据信息进行了相对科学客观的筛选，同时获取了 ZSJJ 真实客户资料数据，运用图表形式进行形象直观展示，利用 excel 软件和 spss 软件做了大量的统计分析和数据样本比对工作，对得出的结论给予了合理的解释。

#### 1.3.3 研究可能存在的创新

本文综合并吸收了国内外有关分级基金研究成果，试图在以下几个方面取得一点突破和创新：一、数据来源更加真实有效；二、深刻分析了分级基金折溢价的影响因素，创造性地对市场指数进行了四阶段的划分，并且分别研究了不同阶段对分级基金折溢价和规模的影响；三、本文将上海的分级基金纳入分析范畴，首次对比了两个市场分级基金的运作模式，并且从实证上对套利效率提高是否会影 响分级基金折溢价进行了有效论证；四、结合分级基金的特点，进一步提出建立与分级基金特点相适应的交易制度、折算方式和监管措施，建立与分级基金风险相适应的投资者教育制度。

## 1.4 分级基金发展历史

### 1.4.1 海外分级基金发展史

#### (1) 英国分割资本信托基金发展

英国的资本信托可以分为两种形式：一种是传统型信托，而另一种是分割资本信托。分割资本一般会将信托进行结构化设计，将其分拆成两种或多种份额来进行资金的募集。下表是英国分割资本信托的份额结构：

表 1 英国分割资本信托结构

		募集资金的来源				
一般封闭式基金		同一份额				
分割资本信托	传统分级结构	收入型份额	资本型份额			
	准分级结构	零息优先型份额	普通收入型份额			
	更复杂的分级结构	零息优先型份额	收入型份额	资本型份额	银行贷款	****

资料来源：罗忠洲, 邱虹宇. 英国分割资本信托研究[J]. 浙江金融, 2012, 01:25-28

英国分割资本信托的发展原因主要有：一是避税的动机，二是规避高折价，三是追求杠杆化投资。20 世纪 80 年代全球范围牛市到来之后，由于杠杆性的投资工具能够投资者能够获得超额收益，分割资本信托于 20 世纪 90 年代中规模不断地增长。在 2000 年，分割资本信托规模也一度占到整个英国投资信托业的 18%。

然而全球互联网泡沫的破裂，使得上市公司的业绩下滑，从而股息减少，导致了分割资本信托中以股息收入为基础的收入型份额价值下跌，加上激进的资本结构、分割资本信托的广泛交叉持有和不完整的信息披露，持有相对较低风险、稳定收益份额部分投资者收益难以兑付，导致分割资本信托的大量破产，给投资者带来巨大损失。

根据英国投资信托公司协会(AITC)提供的资料，假如按照发行价进行计算，由于分割资本信托破产而给投资者带来的损失将高达 7 亿英镑。Adams (2004) 指出，以 2004 年 2 月的市值计算，投资者在所有未破产的分割资本信托中的损失也高达 5 亿英镑。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.