

# 我国纯债分级基金信用评级的可行性和意义

联合资信评估有限公司 李振宇 黄龙

## 一、我国纯债分级基金发展历史

按照中国证监会的定义，分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其中部分或全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金，其中，分级基金的基础份额称为母基金份额，预期风险、收益较低的子份额称为A类份额，预期风险、收益较高的子份额称为B类份额。按照基金投资范围的不同，分级基金可分为股票型分级基金和债券型分级基金。纯债分级基金即指基金投资范围仅为固定收益类金融工具（短期融资券、中期票据、企业债、公司债、金融债、地方政府债、次级债、中小企业私募债、资产支持证券、国债、央行票据、债券回购等）和货币市场工具（通知存款、银行定期存款、协议存款等）的分级基金。

2007年7月，国内第一只分级基金国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金成立。2011年12月，国内第一只纯债分级基金鹏华丰泽分级债券型证券投资基金成立。截止2013年6月末，国内共有11只纯债分级基金在运营，基金概要见表1。

表1 已发行纯债分级基金概要

基金简称	基金管理公司	基金成立日	分级A简称	约定年收益率表达式	约定年收益率	分级B简称	拆分比例
鹏华丰泽分级	鹏华基金管理有限公司	2011-12-8	鹏华丰泽分级A	一年期银行定期存款利率*1.35	4.05%	鹏华丰泽分级B	7:3
长盛同丰分级	长盛基金管理有限公司	2012-12-27	长盛同丰分级A	约定年收益率在分级运作期内恒定为4.25%	4.25%	长盛同丰分级B	7:3
中海惠裕纯债分级	中海基金管理有限公司	2013-1-7	中海惠裕纯债分级A	1年期银行定期存款基准利率+1.4%	4.40%	中海惠裕纯债分级B	7:3
银华永兴纯债	银华基金管理有限公司	2013-1-18	银华永兴纯债A	人民币1年期银行定期存款利率*1.4	4.20%	银华永兴纯债B	7:3
中欧纯债分级	中欧基金管理有限公司	2013-1-31	中欧纯债A	1年期银行定期存款利率+1.25%	4.25%	中欧纯债B	7:3
招商双债增强分级	招商基金管理有限公司	2013-3-1	招商双债增强A	MAX[4%,金融机构一年期存款基准利率+1.3%]	4.30%	招商双债增强B	7:3
鹏华丰利分级	鹏华基金管理有限公司	2013-4-23	鹏华丰利A	一年期银行定期存款利率+1.4%	4.40%	鹏华丰利B	7:3
东吴鼎利分级	东吴基金管理有限公司	2013-4-25	东吴鼎利A	一年期银行定期存款利率*0.7+6个月Shibor*0.5	4.15%	东吴鼎利B	7:3
德邦德信中高企债指数分级	德邦基金管理有限公司	2013-4-25	德邦企债分级A	一年期银行存款利率+1.2%	4.20%	德邦企债分级B	7:3
金鹰元盛分级	金鹰基金管理有限公司	2013-5-2	金鹰元盛分级A	max(1年期银行定期存款利率(税后)+1.5%,2.5%)	4.50%	金鹰元盛分级B	7:3
信诚新双盈	信诚基金管理有限公司	2013-5-9	信诚新双盈A	一年期银行定期存款利率(税后)+(0至2%)	4.40%	信诚新双盈B	7:3

可以看出，在经历了2011年和2012年的市场探索后，纯债分级基金在2013年上半年出现了爆发式增长。随着股市收益率走低和债市收益率走高，预计2013年下半年，纯债分级基金只数仍将保持爆发式增长态势。

## 二、我国纯债分级基金信用评级的可行性

纯债分级基金具有与CBO（Collateralised Bond Obligation）类似的结构设计和风险特征，在欧美等国已有评级机构对部分分级基金进行了评级。就目前国内市场来看，我国纯债分级基金已经很接近CBO。主要特征有：一是投资对象基本为固定收益产品和货币市场产品，投资者面临的风险主要是信用风险；二是其对投资的集中度都有一定限制；三是纯债分级基金基本都为优先和次级档（A类份额与B类份额），优先档证券可以优先得到利息和本金，次级档证券为优先档证券提供支持和保护；四是一定时期内基金份额基本不变。也就是说，在一定意义上，纯债分级基金可以概括为：以债券资产为基础资产池，以该资产池产生的现金流来为基础发行优先档证券和次级证券，并按照约定条款进行资产管理和证券兑付。因而对纯债分级基金进行信用评级初步具备了条件。

但是，目前我国对纯债分级基金的设计条款还不够精细，也没有明确发展为CBO的导向或思路，因而目前进行信用评级尚存在一定的难度，需要在以下方面进行完善。

### 1. 基金投资范围应进一步明确和细化

虽然已发行的纯债分级基金都规定投资范围，如固定收益类资产不低于80%等，也对投资标的的品种占比做了一定限制，如目前已发行的纯债分级基金针对股票、权证、资产支持证券、债权回购、中小企业私募债券等特殊投资标的的占比进行了规定，但投资范围仍较宽泛，如未对投资标的的信用级别和期限进行明确约束等。再者，部分纯债分级基金投资标的的品种占比限制只在开放日有效，这意味着在封闭期间投资标的并没有约束。

另外，大部分已发行的纯债分级基金的投资范围中都包含可转债和分离交易可转债，甚至包含可转换公司债券转股形成的股票和因投资于分离交易可转债而产生的权证，这使得基金面临的市场风险的增加，评估分级基金的信用风险非常困难。因此，需要成为更纯的债券分级基金。已发行纯债分级基金投资范围详见表2。

表2 已发行纯债分级基金投资范围

基金简称	投资范围	投资组合比例
鹏华丰泽分级	固定收益类金融工具；不直接买入股票、权证等权益类金融工具，因所持可转换公司债券转股形成的股票、因投资于分离交易可转债而产生的权证，在其可上市交易后不超过10个交易日的时间内卖出。	对包含金融债、企业债、公司债、短期融资券、可转债、分离交易可转债、资产支持证券等在内的非国家信用债券的投资比例不低于基金资产的80%；分级运作期内对主体信用评级为AA+、AA、AA-级别的金融债、企业债、公司债、短期融资券、可转债、分离交易可转债、资产支持证券等在内的非国家信用债券的投资比例不低于基金投资上述债券资产的80%（分级运作期届满后不受此限制）；现金或到期日在一年以内的政府债券的投资比例不低于基金资产净值的5%。
长盛同丰分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，也不参与一级市场新股申购和新股增发，可转换债券仅投资二级市场可分离交易可转债的纯债部分。	固定收益类资产的比例不低于基金资产的80%；现金或到期日在一年以内的政府债券的比例合计不低于基金资产净值的5%。

中海惠裕纯债分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，也不参与一级市场新股申购和新股增发。	投资于固定收益类金融工具的比例不低于基金资产的80%，其中投资于中小企业私募债券的比例不高于基金资产净值的20%，现金或到期日在1年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
银华永兴纯债	固定收益类金融工具；不投资股票（含一级市场新股申购）、权证和可转换公司债券（含可分离交易的可转换公司债券）。	投资于固定收益类金融工具比例不低于基金资产的80%，现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
中欧纯债分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证、可转换债券等，也不参与一级市场的新股、可转换债券申购或增发新股。	债券等固定收益类资产的比例不低于基金资产的80%，现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
招商双债增强分级	固定收益类金融工具；不从二级市场买入股票，因通过发行、行权、可转债转股等原因形成的股票等权益类资产的比例不超过基金资产的20%。	固定收益类资产（含可转债）的投资比例不低于基金资产的80%，其中，本基金对可转债及信用债的投资比例不低于基金资产的70%，现金或者到期日在一年以内的政府债券投资比例不低于基金资产净值的5%。
鹏华丰利分级	固定收益类金融工具；不直接买入股票、权证等权益类金融工具，因所持可转换公司债券转股形成的股票、因投资于分离交易可转债而产生的权证，在其可上市交易后不超过10个交易日的时间内卖出。	对债券等固定收益品种的投资比例不低于基金资产的80%；现金或到期日在一年以内的政府债券的投资比例不低于基金资产净值的5%。
东吴鼎利分级	固定收益类金融工具；不能参与一级市场新股申购，也不能在二级市场上投资股票、权证等权益类资产。	固定收益类资产的投资比例不低于基金资产的80%；现金或者到期日在一年以内的政府债券的投资比例合计不低于基金资产净值的5%。
德邦德信中高企债指数分级	固定收益类金融工具；不投资股票（含一级市场新股申购）、权证和可转换公司债券（不含可分离交易可转债的纯债部分）。	投资于债券资产的比例不低于基金资产净值的90%，其中，投资于标的指数成份券及备选成份券的比例不低于债券资产净值的80%。现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%。
金鹰元盛分级	固定收益类金融工具；不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，不参与一级市场新股的申购或增发，但可持有因可转债转股所形成的股票、因所持股票所派发的权证以及因投资分离交易可转债而产生的权证等。因上述原因持有的股票和权证等资产，本基金将在其可交易之日起90个交易日内卖出。	对固定收益类金融工具的投资比例不低于基金资产的80%，其中中小企业私募债券的投资比例不超过基金资产的20%；持有现金和到期日不超过一年的政府债券不低于基金资产净值的5%。
信诚新双盈	固定收益类金融工具；不参与一级市场新股申购和增发新股申购，也不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，但允许将可转换债券转股。	投资于固定收益类证券的比例不低于基金资产的80%。其中，本基金在任一开放日及开放日前二十个工作日内及开放日后二十个工作日内可不受上述比例限制，但在开放日本基金投资于现金或者到期日在一年以内的政府债券的比例不低于基金资产净值的5%；投资于权益类资产（包括股票、权证等）的比例不高于基金资产的10%，其中持有的全部权证市值不超过基金资产净值的3%。

## 2. 基金本身投资集中度应进一步降低

从投资标的的集中度来看，目前已发行的纯债分级基金对投资标的的债务人集中度均有一定的限制，值得注意的是，大部分投资标的的集中度限制是以基金管理人管理的全部基金为统计口径，而不是以特定的纯债分级基金为统计口径，而且对于投资标的的行业和地区集中度均未做任何限制，这就使得分析特定的纯债分级基金投资标的的集中度风险比较困难。已发行纯债分级基金的投资标的的集中度限制详见表3。

表3 已发行纯债分级基金的投资标的集中度限制

基金简称	投资标的集中度限制
鹏华丰泽分级	1、由本基金管理人管理的其他基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；2、在银行间市场进行债券回购融入的资金余额不超过基金资产净值的40%；3、持有的同一（指同一信用级别）资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；本公司管理的全部证券投资基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%。
长盛同丰分级	1、本基金与本基金管理人管理的其他基金共同持有一家公司发行的证券总和，不超过该证券的10%；2、基金管理人管理的全部公募基金投资于一家企业发行的单期中期票据合计不超过该期证券的10%；3本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；4、投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%，中国证监会规定的特殊品种除外；本基金持有的同一（指同一信用级别）资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；5、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%。
中海惠裕纯债分级	1、本基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；2、本基金持有的全部权证，其市值不得超过基金资产净值的3%；3、本基金管理人管理的全部基金持有的同一权证，不得超过该权证的10%；4、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；5、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；6、本基金持有的同一（指同一信用级别）资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；7、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；8、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；9、基金管理人管理的全部公募基金投资于一家企业发行的单期中期票据合计不超过该期证券的10%；10、本基金持有的全部中小企业私募债券，其市值不得超过基金资产净值的20%；本基金持有单只中小企业私募债券，其市值不得超过基金资产净值的10%。
银华永兴纯债	1、本基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；2、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；3、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；4、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；5、本基金持有的同一(指同一信用级别)资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；6、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%。
中欧纯债分级	1、本基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；2、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；3、本基金投资于单只中小企业私募债券的市值，不得超过该基金资产净值的10%；4、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；5、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；6、本基金持有的同一（指同一信用级别）资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；7、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%。
招商双债增强分级	1、本基金持有一家上市公司的股票，其市值不超过基金资产净值的10%；2、本基金与由基金管理人管理的其他基金持有一家公司发行的证券总和不超过该证券总和的10%；3、本基金在全国银行间债券市场回购融入的资金余额不超过基金资产净值的40%；4、本基金持有的同一（指同一信用级别）资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；5、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；6、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；7、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%，中国证监会规定的特殊品种除外；8、因通过发行、行权、可转换债券转股等原因所形成的股票和权证资产合计不超过基金资产的20%；9、本基金持有的全部权证，其市值不得超过基金资产净值的3%；10、本基金管理人管理的全部基金持有的同一权证，不得超过该权证的10%；11、本基金持有一家公司发行的流通受限证券，其市值不得超过基金资产净值的2%；本基金持有的所有流通受限证券，其市值不得超过基金资产净值的10%。

鹏华丰利分级	1、持有一家上市公司的股票，其市值不超过基金资产净值的10%；2、持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；3、持有的全部权证，其市值不得超过基金资产净值的3%；4、持有的同一权证，不得超过该权证的10%；5、投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；6、持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；7、持有的同一(指同一信用级别)资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；8、投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；9、进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；10、投资于一家企业发行的单期中期票据合计不超过该期证券的10%；11、持有单只中小企业私募债券，其市值不得超过本基金资产净值的10%。
东吴鼎利分级	1、本基金持有一家上市公司的股票，其市值不超过基金资产净值的10%；2、本基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；3、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；4、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；5、本基金持有的同一(指同一信用级别)资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；6、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；7、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；8、本基金持有单只中小企业私募债券，其市值不得超过基金资产净值的10%。
德邦德信中高企债指数分级	1、本基金与基金管理人管理的其他基金持有一家公司发行的证券总和，不超过该证券的10%，但本基金跟踪标的指数的指数化投资部分不计入本项限制；2、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；3、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；4、本基金持有的同一(指同一信用级别)资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；5、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；6、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%。
金鹰元盛分级	1、本基金持有一家上市公司的股票，其市值不超过基金资产净值的10%；2、本基金持有的全部权证，其市值不得超过基金资产净值的3%；3、本基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；4、本基金管理人管理的全部基金持有的同一权证，不得超过该权证的10%；5、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；6、本基金投资固定收益类金融工具的比例不低于基金资产的80%，其中对中小企业私募债券的投资比例不超过基金资产的20%；对股票、权证等权益类金融工具的投资比例不超过基金资产的20%；7、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；8、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值20%；9、本基金持有的同一(指同一信用级别)资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；10、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%；11、基金财产参与股票发行申购，本基金所申报的金额不超过本基金的总资产，本基金所申报的股票数量不超过拟发行股票公司本次发行股票的总量；12、本基金在任何交易日买入权证的总金额，不得超过上一交易日基金资产净值的0.5%；13、本基金持有单只中小企业私募债券的市值不超过本基金资产净值的10%。
信诚新双盈	1、本基金持有一家上市公司的股票，其市值不超过基金资产净值的10%；2、本基金持有的全部权证，其市值不得超过基金资产净值的3%；3、本基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不超过该证券的10%；4、本基金管理人管理的全部基金持有的同一权证，不得超过该权证的10%；5、本基金进入全国银行间同业市场进行债券回购的资金余额不得超过基金资产净值的40%；6、权益类资产(包括股票、权证等)的比例不高于基金资产的10%；7、本基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券的比例，不得超过基金资产净值的10%；8、本基金持有的全部资产支持证券，其市值不得超过基金资产净值的20%；9、本基金持有的同一(指同一信用级别)资产支持证券的比例，不得超过该资产支持证券规模的10%；10、本基金管理人管理的全部基金投资于同一原始权益人的各类资产支持证券，不得超过其各类资产支持证券合计规模的10%。

### 3. 需要降低市场风险的不确定性

由于纯债分级基金均为开放式可交易结构化证券投资基金，子份额的基金净值、折/溢价率处于不断变化中，并且受投机因素的影响较大，使得纯债分级基金的市场风险较难估计。

### 4. 进一步明确分级基金A类份额与B类份额的最低比例

纯债分级基金通常设有申购和赎回机制，导致A类份额与B类份额的比例不确定，从而使得B类份额对A类份额提供的信用支持程度不稳定。不过，目前已发行的纯债分级基金中，除德邦

德信中高企债指数分级基金始终保持德信A份额及德信B份额的基金份额配比为7:3外，其他基金均以A类份额和B类份额的份额配比不超过7:3为申购/赎回申请成交确认原则，这在一定程度上降低了A类份额面临的不确定性风险。已发行纯债分级基金的申购/赎回机制详见表4。

表4 已发行纯债分级基金的申购/赎回机制

基金简称	申购/赎回机制
鹏华丰泽分级	封闭期内丰泽A每半年开放申购/赎回，丰泽B不接受申购/赎回；以丰泽B的份额余额为基准，在丰泽A和丰泽B的份额配比不超过7:3的范围内对丰泽A的申购进行确认；所有经确认有效的丰泽A的赎回申请全部予以成交确认。
长盛同丰分级	封闭期内同丰A每半年开放申购/赎回，同丰B不接受申购/赎回；以同丰B的份额余额为基准，在不超过7/3倍同丰B的份额余额范围内对同丰A的申购进行确认；所有经确认有效的同丰A的赎回申请全部予以成交确认。
中海惠裕纯债分级	封闭期内惠裕A每半年开放申购/赎回，惠裕B不接受申购/赎回；以惠裕B的份额余额为基准，在不超过7/3倍惠裕B的份额余额范围内对惠裕A的申购申请进行确认。
银华永兴纯债	封闭期内永兴A每半年开放申购/赎回，永兴B不接受申购/赎回；以永兴B的份额余额为基准，在不超过7/3倍永兴B的份额余额范围内对永兴A的申购申请进行确认；所有经确认有效的永兴A的赎回申请全部予以成交确认。
中欧纯债分级	封闭期同纯债A每半年开放申购/赎回，纯债B不接受申购/赎回；以纯债B的份额余额为基准，在不超过7/3倍纯债B的份额余额范围内对纯债A的申购申请进行确认；所有经确认有效的纯债A的赎回申请全部予以成交确认。
招商双债增强分级	封闭期内双债增强A每半年开放申购/赎回，双债增强B不接受申购/赎回；以双债增强B的份额余额为基准，在不超过7/3倍双债增强B的份额余额范围内对双债增强A的申购申请进行确认；所有经确认有效的双债增强A的赎回申请全部予以成交确认。
鹏华丰利分级	封闭期内丰利A每半年开放申购/赎回，丰泽B不接受申购/赎回；以丰利B的份额余额为基准，在丰利A和丰利B的份额配比不超过7:3的范围内对丰利A的申购进行确认；所有经确认有效的丰利A的赎回申请全部予以成交确认。
东吴鼎利分级	封闭期内鼎利A每半年开放申购/赎回，鼎利B不接受申购/赎回；以鼎利B的份额余额为基准，在鼎利A和鼎利B的份额配比不超过7:3的范围内对鼎利A的申购进行确认；所有经确认有效的鼎利A的赎回申请全部予以成交确认。
德邦德信中高企债指数分级	对德邦德信基金份额开放场外申购、场外赎回及场内申购、场内赎回，不对德信A份额或德信B份额单独开放场内申购、场内赎回；德信A份额及德信B份额的基金份额配比始终保持7:3的比例不变。
金鹰元盛分级	封闭期内元盛A每半年开放申购/赎回，元盛B不接受申购/赎回；所有经确认有效元盛A的申购申请，基金管理人按照历史累计申购份额数不超过历史累计赎回份额数的原则进行成交确认；所有经确认有效的元盛A的赎回申请全部予以成交确认。
信诚新双盈	封闭期内新双盈A每4个月开放申购/赎回，新双盈B每运作周年到期日开放申购/赎回；新双盈A和新双盈B的份额配比不超过7:3。

由于大部分纯债分级基金为每半年开放一次申购/赎回，评级机构可以考虑根据其申购/赎回频率确定跟踪评级频率，从而降低申购/赎回机制引致的不确定风险。

#### 5. 增设和完善部分特殊条款

部分纯债分级基金可能会有一些特殊条款，可能导致分级基金的风险收益发生改变，引发新的不确定性风险。例如，德邦德信中高企债指数分级基金基金合同规定，当德信B份额的份额净值小于或等于0.400元，或者自基金合同生效日或上一基金份额折算日次日始至满两年且期间每个工作日德信B份额的份额净值都大于0.400元的，则基金管理人将对本基金所有份额进行折算，所有的基金份额净值调整到1.000元。该触发机制在一定程度上增加了德信A份额和B份额

风险收益的不确定性。

在其他类型的结构化融资工具的设计中，如信贷资产证券化交易中，通常会有一些防范特定风险的触发机制。这些触发机制在改变结构化融资工具下的某类产品的风险收益时，可能对其他类产品或者该产品本身的收益形成一定的保护，或者降低其风险。

目前已发行的纯债分级基金的触发机制很少，未来发行的纯债分级基金在这方面可能会有更多的考虑。评级机构需要针对特定的触发机制去分析其带来的可能影响。

#### 6. 基金管理人的信用风险

基金管理人的管理能力和风险控制措施对分级基金的有效运作非常重要，评级机构需要对其进行较为全面深入的考察，才能准确评估其管理的基金面临的风险。另外，部分基金管理公司利用监管漏洞或疏忽，与其他市场参与机构、个人或公司内部发生关联交易或利益输送等行为，使得评级机构评估基金管理人的信用风险更加困难。

总体来看，目前我国纯债分级基金市场尚处于初步发展阶段，交易结构还存在诸多模糊地带，分级基金风险收益的不确定性较大，需要在一些条款方面进行完善，才能对纯债分级基金进行信用评级。

### 三、我国纯债分级基金信用评级的意义

虽然目前评级机构对国内纯债分级基金进行信用评级的难度较大，但从欧美等国分级基金发展的历史来看，分级基金信用评级又是一种必然的趋势。从我国的实际情况来看，纯债分级基金信用评级也具有非常重要的意义。

首先，对投资者来说，尤其是机构投资者，对纯债分级基金进行信用评级，不仅能够帮助其更确切地了解所投资产品的风险和收益，而且为其提供了一种简单明了的可与其他投资产品相比较的评级符号。另外，部分投资者（如保险机构）要求其投资的产品必须达到一定的级别以满足监管要求。

其次，对基金管理公司来说，对纯债分级基金进行信用评级，可以对分级基金进行更能满足市场需求的、更科学的产品设计，从而进行更精细、准确的定价（如份额A的定价，份额A占比的确定）。信用评级也为基金管理公司提供了一种对不同产品进行比较的基准。同时评级有助于扩大投资者范围，只要分级基金的信用等级满足一定的准入门槛，就为吸引某些机构投资者创造了条件。

再次，对监管部门来说，对纯债分级基金进行信用评级，有利于监管部门针对不同层级风险的金融工具进行分类监管，提高监管的有效性，维护我国金融市场的健康稳定发展。

另外，对中小企业来说，纯债分级基金可以发挥组合投资的优势，投资部分中小企业融资工具，如中小企业私募债。未来，随着投资者需求的细分和多元化，甚至可能会出现主要或专门投资于中小企业融资工具的高风险高收益纯债分级基金。这对提高中小企业融资工具的流动性、缓解中小企业融资难有所助益。

最后，从金融市场创新来看，信用评级不仅能帮助纯债分级基金市场朝更加规范的方向发展，而且也是培育市场创新的一项重要的基础工作和激励机制。未来，随着我国纯债分级基金市场的进一步发展，信用评级的意义必将更加凸显。