

方正证券研究所证券研究报告

分级基金跟踪报告

金融工程定期报告
2015.12.13

金融工程首席分析师：高子剑
执业证书编号：S1220514090003
TEL: 021-68386225
E-mail: gaozijian@foundersc.com

联系人：陶勤英
TEL: 021- 58435536
Email: taoqinying@foundersc.com

相关研究

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

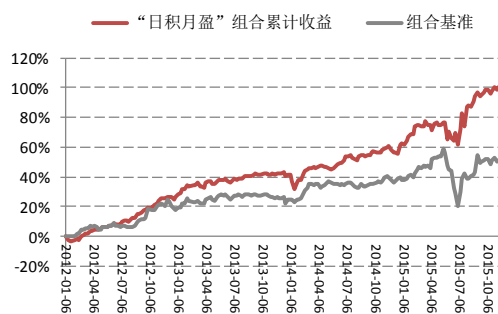
《源于杠杆，高于杠杆-分级 B 专题研究》

《分级基金溢价套利收益全透视》

《分级基金综合选择全解析》

《定期折算是不是天上掉馅饼？》

“日积月盈”组合 2012 年以来累计收益



数据来源：方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

报告摘要

➤ 本周思考：居安思危，下折并不总是利好 A

截至周五，+3 的 A 下折收益率在 6%左右，临近下折的+3 分级 A 下折收益率更低一些，券商 A 级、电子 A 下折收益率在 3.5%~4%。+4 的 A 下折收益率在 0 值附近，已经丧失隐含的“看跌期权”。随着隐含收益率不断下行，A 可能由折价变溢价，进而“期权”价值由正转负。

假设市场可以接受的 A 下折收益率为-5%（即触发下折 A 亏损 5%），我们推算了 A 的隐含收益率下限，+3，+3.5，+4 的 A 隐含收益率分别为 4.3%，4.7%和 5.2%。从这个角度看，A 未来大幅上涨的空间有限。如果隐含收益率向下破四、破三，那 A 类投资者将难以承受下折带来的损失。尽管下折会导致 A 类供给减少，增加 A 类稀缺性，但如果下折本身造成巨大亏损，分级 A 价格料难大幅上行。

➤ 分级 A 投资策略：

12/15，1/04 分级 A 将迎来定折潮。方正金工认为，定折对 A、对 B 都没有获取超额收益的机构性机会，投资者不要盲目参与，详情可以参见周报《定期折算是不是天上掉馅饼？》。

➤ 分级 B 投资策略：

目前临近下折的 B 都没有整体大幅溢价。临近下折的创业股 B，价格杠杆约 4 倍，券商 B 级的杠杆约 3.1 倍，投资者可谨慎投资。

➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”。上周组合收益率为 1.13%，本周组合调出国企改 A，调入金融 A。组合目前持有证券 A（150171）、创业板 A（150152）、医药 A（150130）、金融 A（150157）。

目 录

1. 分级 A/B 投资策略	4
2. 分级定价理论	5
2.1 分级 A 定价理论	5
2.2 分级 B 定价理论	5
3. 分级 A 市场回顾	6
4. 分级 B 市场回顾	9
5. “日积月盈” 分级 A 组合策略.....	11

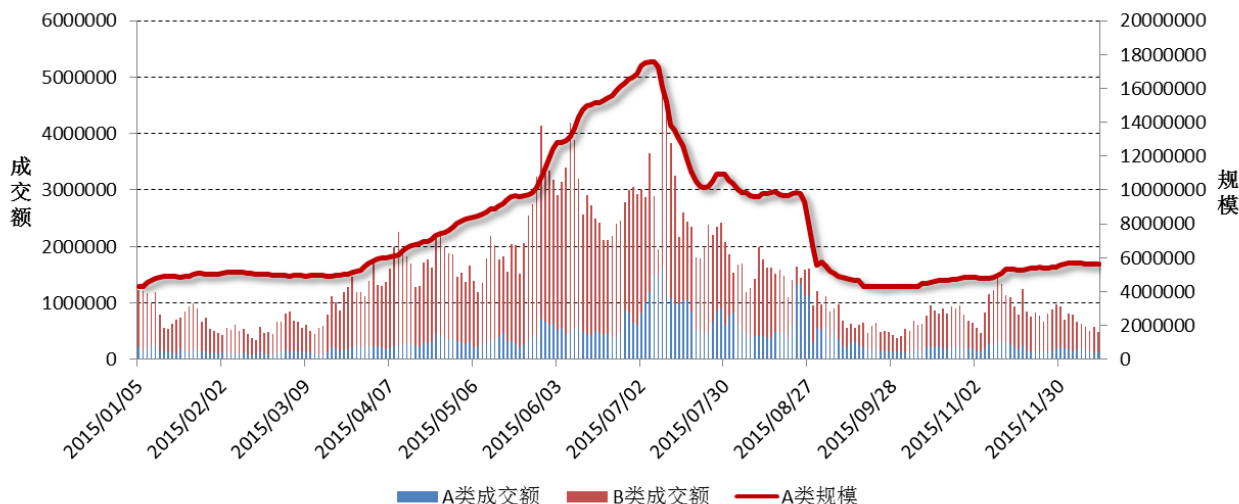
图表目录

图表 1: 分级基金成交额与规模	4
图表 2: 分级 A 净价与国债期货	6
图表 3: 分级 A 净价与资金面	6
图表 4: 母基金折价率 (A 份额大于 2 亿)	6
图表 5: 母基金折价率 (A 份额大于 2 亿)	7
图表 6: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿)	8
图表 7: 市场主要指数和分级基金 AB 表现.....	9
图表 8: 上周行业表现	9
图表 9: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿)	10
图表 10: “日积月盈”组合收益	12

1. 分级 A/B 投资策略

上周永续分级 A 平均上涨 0.84%，分级 B 平均下跌 4.98%。分级份额下跌 1.37%，A 成交额下跌 23.41%，B 成交额下跌 28.17%。

图表 1：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

分级 A 方面，本周分级 A 稳中有升，目前分级 A 整体隐含收益率达到 5.07% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.48%，+3.5 的隐含收益率在 5.05%，+3 的隐含收益率在 4.90%。

截至周五，+3 的 A 下折收益率在 6% 左右，临近下折的 +3 分级 A 下折收益率更低一些，券商 A 级、电子 A 下折收益率在 3.5%~4%。+4 的 A 下折收益率在 0 值附近，已经丧失隐含的“看跌期权”。

这正是我们之前一篇周报《期权价值压制 A 类上涨空间》想要阐述的逻辑，随着隐含收益率不断下行，A 可能由折价变溢价，进而“期权”价值由正转负。

假设市场可以接受的 A 下折收益率为 -5%（即触发下折 A 亏损 5%），我们推算了 A 的隐含收益率下限，+3，+3.5，+4 的 A 隐含收益率分别为 4.3%，4.7% 和 5.2%。从这个角度看，A 未来大幅上涨的空间有限。如果隐含收益率向下破四、破三，那 A 类投资者将难以承受下折带来的损失。尽管下折会导致 A 类供给减少，增加 A 类稀缺性，但如果下折本身造成巨大亏损，分级 A 价格料难大幅上行。

12/15，1/04 分级 A 将迎来定折潮。方正金工认为，定折对 A、对 B 都没有获取超额收益的机构性机会，投资者不要盲目参与，详情可以参见周报《定期折算是不是天上掉馅饼？》

分级 B 方面，目前临近下折的 B 都没有整体大幅溢价。临近下折的创业股 B，价格杠杆约 4 倍，券商 B 级的杠杆约 3.1 倍，投资者可谨慎参与。

2. 分级定价理论

2.1 分级 A 定价理论

根据方正金工的研究,分级 A 可理解为永续浮息债+二元期权,债券基本面、交易因素和期权价值共同影响分级 A 的市场价格,其中配对转换价值是影响短期价格走势的重要因素。分级 A 的收益率与长久期信用债高度相关;对短期市场资金成本波动不敏感,但资金成本大幅提升会显著抬升分级 A 收益率;与流动性关系不明显;与降息降准的关系大;B 端交易情绪过热过冷,套利资金和配对转换资金会对分级 A 形成错杀;机构投资者占比多的分级 A 隐含收益率偏低;此外,分级 A 节日效应明显。

分级 A 隐含的二元期权价值的核心因素是折溢价率,折价交易的 A 的期权价值是正向的,溢价交易的 A 的则是负向的。此外母基金波动率、上折条款、下折条款、约定利率、母基金下折距离,AB 比和无风险利率都将不同程度影响其期权价值。详见专题《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》。

2.2 分级 B 定价理论

方正金工首次提出分级 B 估值的概念,A 决定 B,B 影响 A。在分级基金定价模型基础上,我们深入研究估值偏离现象,发现估值偏离主要由 B 的四个维度交易价值(市场情绪、杠杆、替代性需求、流动性)决定,把握估值变化对投资 AB 至关重要。

由于分级 B 定价复杂,错误定价较多,围绕分级 B 有丰富的交易策略。上折估值再平衡带来的 B 超额收益要关注;下折期权损失要规避;溢价套利丰厚利润要把握;折价套利的稳健收益要珍惜。只有在深入了解分级定价和各种事件性机会,才能使得投资者更好地把握 A、B、上折、下折、溢价、折价的投资机会,使得分级基金成为一个全天候的投资品种。

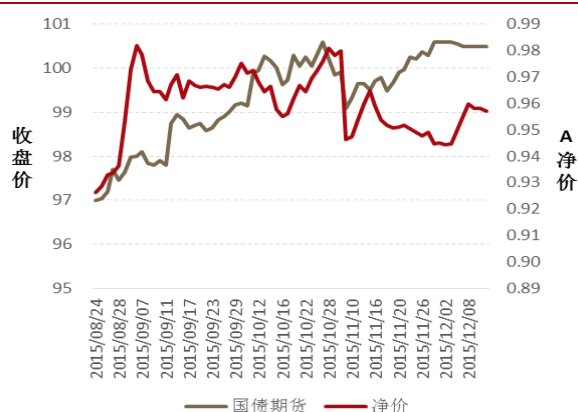
综合影响 B 定价的因素,我们提出行情预期、杠杆和估值三因素理论,对分级 B 做综合选择。分级 B 的选择短期赚估值的钱,中期赚杠杆的钱。优先选取标的行情预期好的,其次在标的指数预期相同的情况下选择杠杆较高的,同时兼顾估值,选取估值绝对值低,并且容易上升的 B。详见专题《源于杠杆,高于杠杆——分级 B 专题研究》。

3. 分级 A 市场回顾

上周国债期货下跌 0.05%。永续分级 A 平均上涨 0.84%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 5.07% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.48%，+3.5 的隐含收益率在 5.05%，+3 的隐含收益率在 4.90%。

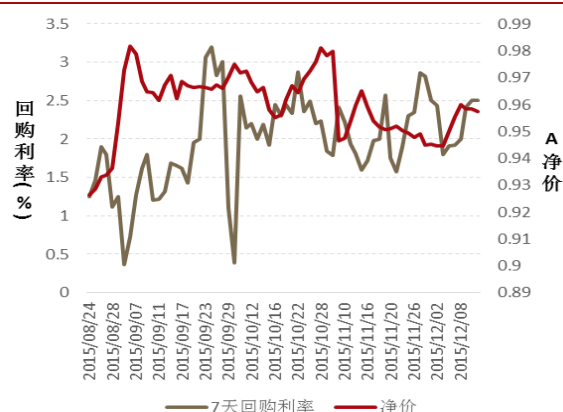
上周涨幅最多的分级 A 是资源 A，房地产 A 和转债 A 级，规模扩大最多的是煤炭 A 级，高铁 A 端和传媒 A，整体溢价最多的是煤炭 A 基。

图表 2：分级 A 净价与国债期货



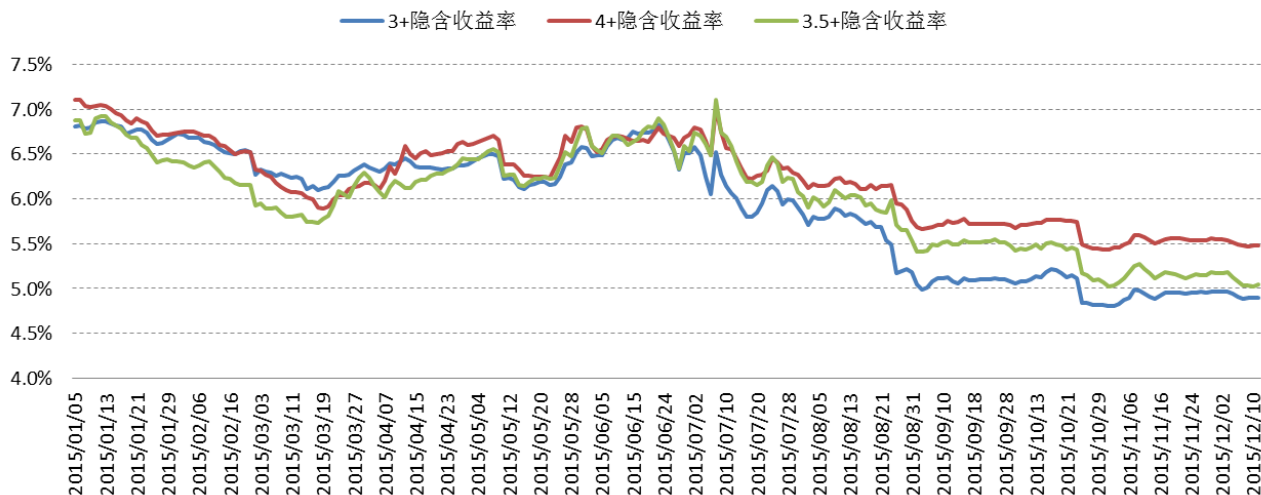
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 3：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 4：母基金折价率（A 份额大于 2 亿）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 5：母基金折价率（A 份额大于 2 亿）

母基金 代码	母基金 简称	折溢价率	A日均成交 金额（万）	B日均成交 金额（万）	规模（亿）	周规模变化
母基金溢价率前十名						
164402	中航军工	0.80%	5541	10488	17.54	-0.43%
161629	融通证券	0.57%	2986	4124	3.27	4.37%
160221	国泰有色	0.48%	3207	6471	4.82	-9.69%
164705	添富恒生	0.21%	4140	442	7.05	1.28%
165515	信诚300	0.13%	16252	4575	6.54	0.33%
163113	申万证券	0.02%	31252	36714	28.30	0.83%
161027	证券分级	0.00%	10366	12959	14.22	-0.42%
168201	一带一路	0.00%	4914	2780	7.80	2.66%
160633	券商指基	0.00%	93663	24135	24.07	11.81%
163115	申万军工	-0.03%	2501	1687	3.24	0.64%
母基金溢价率后十名						
161028	新能源车	-0.54%	8584	6675	9.27	-6.98%
165521	信诚金融	-0.56%	12320	7615	15.49	8.17%
165522	信诚TMT	-0.56%	4141	1314	2.01	-5.36%
160637	创业指基	-0.58%	13217	4057	3.83	-14.38%
163114	申万环保	-0.61%	6869	6743	7.19	-7.29%
167503	一带分级	-0.61%	1545	646	3.81	-1.35%
161026	富国企改	-0.64%	40385	14624	36.70	-5.65%
164401	健康分级	-0.70%	438	2262	5.61	-1.78%
160222	国泰食品	-0.72%	5020	2060	9.15	-2.85%
160625	鹏华证保	-0.76%	11200	3397	3.74	1.81%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 6：股票型永续分级 A 关键指标（份额大于 1 亿）

A代码	A简称	周涨跌幅	母基金折溢价率	日均成交金额（万）	周规模变化	规模（亿）	隐含收益率	期权价值	纯债收益率	高估比率	A溢价率
150321	煤炭A基	0.17%	1.67%	136	1.58%	1.01	5.63%	-0.095	5.20%	-9.95%	15.47%
150221	中航军A	0.49%	0.80%	1108	-0.43%	17.54	5.57%	-0.096	5.15%	-8.67%	15.86%
150289	煤炭A级	0.30%	0.48%	1158	47.63%	1.26	5.57%	0.008	5.61%	-8.74%	-1.17%
150325	高铁A端	0.10%	0.42%	664	23.99%	1.29	5.56%	0.008	5.61%	-8.73%	-1.10%
150291	银行A份	0.39%	-0.24%	493	-1.25%	2.27	5.56%	0.007	5.60%	-8.62%	-1.06%
150299	银行股A	0.39%	-0.06%	934	0.09%	3.36	5.56%	0.007	5.60%	-8.61%	-1.05%
150343	证券A端	0.30%	0.57%	597	4.37%	3.27	5.56%	0.006	5.59%	-8.60%	-0.98%
150265	一带A	0.20%	0.00%	983	2.66%	7.80	5.56%	0.006	5.59%	-8.61%	-0.98%
150123	建信50A	1.05%	-0.24%	797	-0.17%	2.42	5.51%	-0.047	5.28%	-7.55%	8.38%
150198	食品A	0.58%	-0.72%	1004	-2.85%	9.15	5.49%	-0.001	5.49%	-7.52%	0.12%
150130	医药A	0.77%	-0.17%	5688	-2.01%	41.54	5.49%	-0.001	5.48%	-7.39%	0.20%
150223	证券A级	-0.18%	0.00%	2073	-0.42%	14.22	5.48%	-0.056	5.21%	-7.41%	9.33%
150196	有色A	1.56%	0.48%	641	-9.69%	4.82	5.43%	-0.008	5.38%	-6.48%	1.32%
150261	医疗A	0.29%	-0.22%	673	-3.26%	5.80	5.40%	-0.012	5.33%	-5.94%	1.89%
150117	房地产A	3.25%	-0.36%	2869	-14.56%	8.79	5.30%	-0.023	5.19%	-4.24%	3.62%
150190	NCF环保A	0.93%	-0.77%	177	-4.42%	1.19	5.12%	-0.044	4.92%	-1.04%	7.28%
150211	新能源车A	2.00%	-0.54%	1717	-6.98%	9.27	5.11%	0.012	5.17%	-0.76%	-2.02%
150157	金融A	1.74%	-0.56%	2464	8.17%	15.49	5.03%	0.039	5.25%	0.65%	-6.23%
150152	创业板A	1.70%	-0.39%	11538	-14.01%	24.48	5.00%	0.000	5.00%	1.32%	0.00%
150219	健康A	1.05%	-0.70%	88	-1.78%	5.61	4.98%	-0.119	4.53%	1.70%	19.60%
150295	改革A	1.37%	-0.68%	128	-2.71%	1.51	4.95%	-0.006	4.92%	2.26%	0.94%
150169	恒生A	1.05%	0.21%	828	1.28%	7.05	4.95%	0.055	5.27%	2.22%	-8.64%
150241	银行A级	0.96%	-0.43%	472	-4.77%	1.21	4.94%	0.055	5.26%	2.48%	-8.61%
150181	军工A	1.06%	-0.46%	21169	0.04%	90.40	4.93%	0.054	5.24%	2.70%	-8.40%
150177	银行业A	0.87%	-0.76%	2240	1.81%	3.74	4.93%	0.052	5.22%	2.75%	-8.55%
150171	证券A	0.87%	0.02%	6250	0.83%	28.30	4.93%	0.052	5.22%	2.75%	-8.56%
150275	一带一A	0.43%	-0.61%	309	-1.35%	3.81	4.93%	0.054	5.24%	2.74%	-8.51%
502049	上证50A	0.98%	-0.59%	789	-1.56%	1.85	4.92%	0.051	5.22%	2.85%	-8.47%
150200	券商A	0.77%	-0.22%	6066	3.59%	12.95	4.92%	0.054	5.23%	2.90%	-8.56%
150173	生物A	0.97%	-0.56%	828	-5.36%	2.01	4.92%	0.051	5.22%	2.84%	-8.39%
150227	银行A	0.77%	-0.17%	5569	3.44%	35.46	4.92%	0.055	5.24%	2.90%	-8.56%
150194	互联网A	0.54%	-0.16%	2699	-4.99%	9.69	4.92%	0.053	5.22%	2.84%	-8.40%
150179	信息A	0.65%	0.07%	417	-4.82%	1.10	4.92%	0.051	5.21%	2.86%	-8.46%
150259	重组A	1.08%	-0.77%	246	-1.97%	1.43	4.92%	0.051	5.21%	2.89%	-8.37%
150283	SW医药A	0.97%	-0.20%	228	-2.57%	1.04	4.92%	0.052	5.21%	2.94%	-8.30%
150277	高铁A	1.08%	0.25%	701	0.19%	1.92	4.92%	0.052	5.21%	2.96%	-8.32%
150018	银华稳进	0.62%	-0.19%	1832	-4.28%	21.15	4.91%	0.047	5.18%	2.96%	-7.97%
150184	环保A	0.11%	-0.61%	1374	-7.29%	7.19	4.90%	0.049	5.18%	3.26%	-8.04%
150186	SW军工A	1.30%	-0.03%	500	0.64%	3.24	4.90%	0.049	5.18%	3.27%	-8.07%
150051	沪深300A	0.95%	0.13%	3250	0.33%	6.54	4.89%	0.053	5.19%	3.45%	-7.71%
150209	国企改A	1.18%	-0.64%	8077	-5.65%	36.70	4.87%	0.046	5.13%	3.97%	-7.48%
150205	重组A	0.87%	-0.17%	4094	9.18%	11.67	4.87%	0.049	5.14%	4.03%	-7.58%
502007	国企改A	1.18%	-0.50%	479	-4.72%	1.45	4.87%	0.045	5.12%	4.04%	-7.43%
150203	传媒A	1.09%	-0.47%	2833	20.53%	3.48	4.86%	0.047	5.13%	4.15%	-7.49%
150243	创业A	0.86%	-0.58%	2643	-14.38%	3.83	4.83%	0.046	5.08%	4.94%	-6.79%
150143	转债A级	2.97%	-0.52%	2105	-24.86%	1.71	4.81%	0.026	4.95%	5.28%	-6.49%
150235	券商A级	0.43%	0.00%	18733	11.81%	24.07	4.80%	0.045	5.04%	5.48%	-6.27%
150231	电子A	0.73%	-0.50%	1610	-6.76%	5.11	4.79%	0.042	5.02%	5.50%	-5.96%
150315	工业4A	2.49%	-0.71%	287	-9.02%	1.36	4.77%	0.034	4.94%	6.29%	-5.59%
150100	资源A	3.38%	-0.39%	288	-12.40%	1.83	4.71%	0.025	4.84%	7.10%	-4.27%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

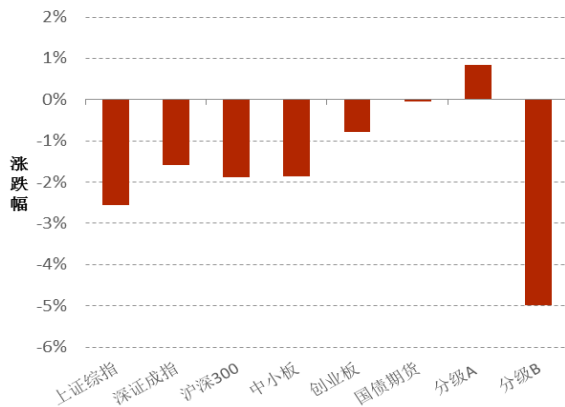
4. 分级 B 市场回顾

上周上证指数下跌 2.56%，下跌最多的是建筑和军工板块，分级 B 下跌 4.98%。

在规模大于 1 亿的分级种，本周涨幅最多的分级 B 是有色 B，跌幅最多的是高铁 B 端，转债 B 级和煤炭 B 级。

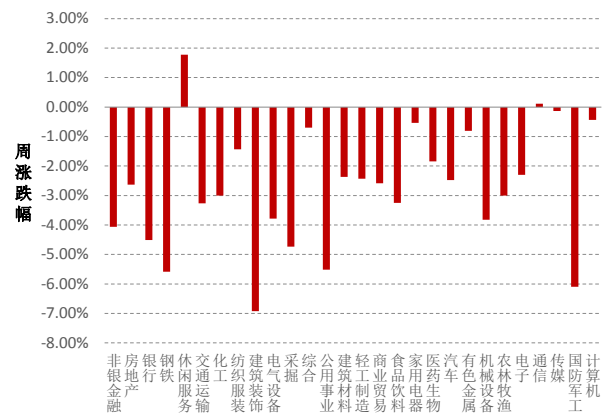
目前溢价最多的分级是煤炭 B 基，中航军 B 和证券 B 端，离上折最近的是信息 B，离下折最近的是券商 B 级。

图表 7：市场主要指数和分级基金 AB 表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 8：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 9：股票型分级 B 关键指标（份额大于 1 亿）

B代码	B简称	周涨跌幅	价格杠杆	低折母基金 需跌	高折母基金 需涨	母基金折溢 价率	B溢价率	规模 (亿)	融资成本	高估比率	跟踪指数
150290	煤炭B级	-12.43%	3.21	12.87%	104.36%	0.48%	4.33%	1.26	7.22%	29.54%	中证煤炭
150236	券商B级	-5.45%	3.17	8.79%	118.02%	0.00%	16.98%	24.07	6.56%	-10.13%	中证全指证券公司
150326	高铁B端	-15.05%	3.12	13.95%	102.73%	0.42%	3.83%	1.29	7.23%	27.75%	高铁产业
150232	电子B	-8.14%	3.06	11.71%	106.87%	-0.50%	12.91%	5.11	6.42%	-10.85%	申万电子
150199	食品B	-5.99%	2.96	18.76%	89.71%	-0.72%	-2.31%	9.15	7.09%	15.80%	国证食品
150300	银行股B	-5.84%	2.71	20.83%	85.30%	-0.06%	1.67%	3.36	7.31%	18.98%	中证银行
150052	沪深300B	-3.60%	2.62	16.65%	94.30%	0.13%	16.17%	6.54	6.68%	-4.83%	沪深300
150292	银行B份	-4.31%	2.59	23.17%	79.64%	-0.24%	1.10%	2.27	7.35%	16.76%	中证银行
150244	创业B	-4.02%	2.52	19.91%	92.06%	-0.58%	10.52%	3.83	6.80%	-7.86%	创业板指
150144	转债B级	-13.89%	2.47	24.78%	35.01%	-0.52%	9.65%	1.71	6.82%	-7.91%	中证转债
150266	一带B	-9.43%	2.45	25.73%	75.03%	0.00%	1.45%	7.80	7.49%	15.76%	一带一路
150118	房地产B	-5.46%	2.42	30.11%	116.50%	-0.36%	-5.49%	8.79	7.14%	5.71%	国证地产
150262	医疗B	-8.92%	2.41	28.90%	67.22%	-0.22%	-3.05%	5.80	7.33%	9.09%	中证医疗
150131	医药B	-3.58%	2.39	28.25%	66.48%	-0.17%	-0.67%	41.54	7.35%	11.93%	国证医药
150344	证券B端	-1.84%	2.35	27.20%	71.43%	0.57%	2.75%	3.27	7.60%	16.46%	证券公司
150220	健康B	-4.90%	2.23	43.55%	30.66%	-0.70%	-17.68%	5.61	6.91%	-3.46%	健康产业
150182	军工B	-7.36%	2.21	26.51%	71.43%	-0.46%	11.06%	90.40	6.93%	-3.98%	中证军工
150228	银行B	-5.02%	2.16	26.86%	74.83%	-0.17%	11.67%	35.46	7.15%	-3.51%	中证银行
150322	煤炭B基	-5.33%	2.15	40.32%	42.99%	1.67%	-10.95%	1.01	7.89%	20.02%	中证煤炭
150276	一带一B	-9.40%	2.12	29.10%	67.22%	-0.61%	9.84%	3.81	7.03%	-4.06%	一带一路
150206	国防B	-8.31%	2.08	30.06%	67.60%	-0.17%	9.26%	11.67	7.19%	-4.32%	中证国防
150296	改革B	-5.50%	2.07	37.15%	47.94%	-0.68%	-2.33%	1.51	7.09%	-3.60%	国企改革
150242	银行B级	-4.06%	2.06	30.67%	61.99%	-0.43%	9.90%	1.21	7.09%	-3.32%	中证银行
150170	恒生B	-5.17%	2.04	30.54%	59.91%	0.21%	11.54%	7.05	7.54%	-1.81%	恒生指数
150212	新能源车B	-0.89%	2.03	36.48%	47.49%	-0.54%	1.01%	9.27	6.82%	-0.32%	新能源车
150158	金融B	-5.88%	2.03	33.89%	51.52%	-0.56%	5.97%	15.49	7.09%	-1.75%	中证800金融
150222	中航军B	-4.04%	2.01	45.44%	25.63%	0.80%	-11.09%	17.54	7.80%	12.81%	军工指数
150201	银行业B	-3.28%	2.01	31.64%	63.40%	-0.22%	9.87%	12.95	7.30%	-3.17%	中证全指证券公司
150204	传媒B	-0.92%	1.96	34.45%	57.07%	-0.47%	7.27%	3.48	7.30%	-4.50%	中证传媒
150195	互联网B	-0.80%	1.95	33.92%	55.60%	-0.16%	9.18%	9.69	7.28%	-2.85%	中证移动互联
150284	SW医药B	-4.04%	1.92	35.11%	52.67%	-0.20%	8.63%	1.04	7.31%	-2.93%	医药生物
150278	高铁B	-9.74%	1.90	35.43%	52.28%	0.25%	9.49%	1.92	7.41%	-2.07%	高铁产业
150210	国企改B	-4.48%	1.89	37.26%	48.66%	-0.64%	6.29%	36.70	7.31%	-4.39%	国企改革
150019	银华锐进	-0.69%	1.85	38.66%	88.15%	-0.19%	7.46%	21.15	7.28%	-2.69%	深证100
150197	有色B	2.25%	1.84	43.49%	32.91%	0.48%	-0.22%	4.82	8.03%	7.22%	国证有色
150224	证券B级	-1.81%	1.82	48.71%	21.36%	0.00%	-6.53%	14.22	8.10%	7.02%	中证全指证券公司
150174	TMT中证B	-0.08%	1.80	40.36%	40.32%	-0.56%	6.65%	2.01	7.47%	-3.09%	中证TMT
502008	国企改B	-4.26%	1.80	40.92%	40.07%	-0.50%	5.74%	1.45	7.48%	-3.82%	中小国改
150101	资源B	-6.49%	1.79	43.30%	73.91%	-0.39%	2.89%	1.83	7.18%	-5.59%	A股资源
150124	建信50B	-3.27%	1.79	50.14%	51.26%	-0.24%	-6.09%	2.42	7.92%	6.34%	央视50
150185	环保B	-4.83%	1.76	42.55%	35.48%	-0.61%	5.77%	7.19	7.55%	-3.31%	中证环保
150191	NCF环保B	-4.99%	1.74	51.57%	14.77%	-0.77%	-5.88%	1.19	7.83%	-0.57%	中证环保
150260	重组B	-4.74%	1.70	45.22%	29.14%	-0.77%	5.20%	1.43	7.68%	-3.14%	CSWD并购
502050	上证50B	-4.01%	1.69	45.16%	29.95%	-0.59%	5.61%	1.85	7.70%	-2.81%	上证50
150153	创业板B	-1.81%	1.68	50.27%	17.65%	-0.39%	-0.65%	24.48	7.89%	-1.50%	创业板指
150187	SW军工B	-4.94%	1.67	45.83%	28.05%	-0.03%	6.15%	3.24	7.85%	-2.13%	中证军工
150316	工业4B	-3.54%	1.67	48.05%	24.58%	-0.71%	2.77%	1.36	7.73%	-4.80%	工业4.0
150178	证保B	-3.95%	1.57	51.83%	14.07%	-0.76%	4.15%	3.74	8.11%	-2.60%	中证800证保
150172	生物B	-1.06%	1.55	51.61%	14.66%	0.02%	5.47%	28.30	8.29%	-1.42%	中证全指证券公司
150180	信息B	-1.36%	1.53	52.65%	12.11%	0.07%	5.30%	1.10	8.36%	-1.35%	中证信息

数据来源：Wind, 方正证券研究所

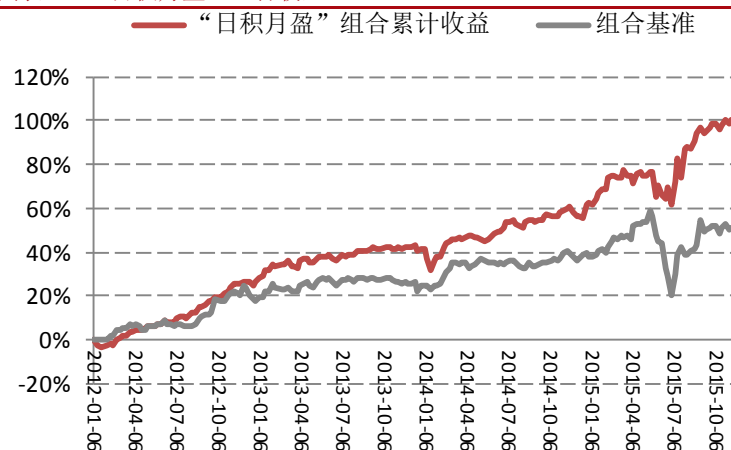
5. “日积月盈”分级 A 组合策略

由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

分级 A 是一个风险相对较低的稳健品种，通过不断筛选投资价值最高的分级 A 滚动投资，一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”，最后可以带来低风险高回报。具体策略包含以下几个核心部分：首先，剔除流动性较低的分级 A，份额过小成交量过低的分级 A 冲击成本较高，且价格较容易被操纵，不予考虑；其次，兼顾隐含收益率和期权价值进行综合打分，选出排名靠前的分级 A；最后，综合考虑交易成本和分级 A 打分的变化，予以定期调仓。

上周组合收益率为 1.13%，本周组合调出国企改 A，调入金融 A。组合目前持有证券 A(150171)、创业板 A(150152)、医药 A(150130)、金融 A(150157)。

图表 10: “日积月盈”组合收益



	策略收益	策略基准	策略超额收益
2012年	27.49%	19.38%	8.11%
2013年	10.56%	4.77%	5.79%
2014年	14.92%	10.11%	4.81%
年化收益	17.66%	11.42%	6.24%
2015年至今	24.96%	10.10%	14.86%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券A	4.90%	0.049	3.125
创业板A	5.08%	0.009	5.769
医药A	5.53%	0.003	2.844
金融A	4.87%	0.020	1.232

数据来源: 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com