

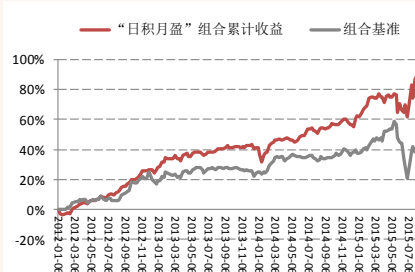
2016.07.23

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

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》
《上交所定折藏玄机，溢价套火热引追思》
《南海局势风云变幻，军工套利血战正酣》
《折溢价大变脸，银行 B 套利为何失败》
《套利火热宛如牛市，无下折 A 持续走高》

“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

投资要点

➤ 本周热点：国企改革小打小闹，H股A强势依旧

- 本周股市震荡下行，分级市场亮点不多，整体趋于平淡。国企改革分级在周一较为活跃，出现整体溢价，不过溢价持续时间不长，指数走势也较为乏力，三支国改分级规模略有扩张。整周没有明显活跃的板块。
- H股A延续强势表现，近期推动H股A价格上行的驱动因素已经由指数同涨同跌转变为规模缩水，折价套利。折价套利短期内可能仍会持续一段时间，不过H股A价格继续上行的空间已然有限。

➤ 分级A投资策略：

- 分级A方面，永续分级A平均上涨0.72%，目前分级A整体隐含收益率达到4.82%左右。近期债券收益率再度下行，分级A价格也水涨船高。注意到近期分级规模虽然快速扩大，但A的购买需求远大于供给，券商A、军工A等近期规模扩张较快的A并没有出现溢价套利“黄金坑”。近期A类交易性机会仍在于折价套利，规模缩水导致价格短期上行，如之前的H股A。

➤ 分级B投资策略：

- 分级B方面，上周股市缺乏亮点，在规模大于1亿的分级中，涨幅最多的分级B是恒生B、体育B和TMT中证B。

➤ “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1.1877%。组合目前持有券商A(150200)、成长A级(150213)、钢铁A(150287)、房地产A(150117)。

1. 本周回顾：国企改革小打小闹，H股A强势依旧

本周股市震荡下行，分级市场亮点不多，整体趋于平淡。国企改革分级在周一较为活跃出现整体溢价，不过溢价持续时间不长，指数走势也较为乏力，三支国改分级规模略有扩张。整周没有明显活跃的板块。

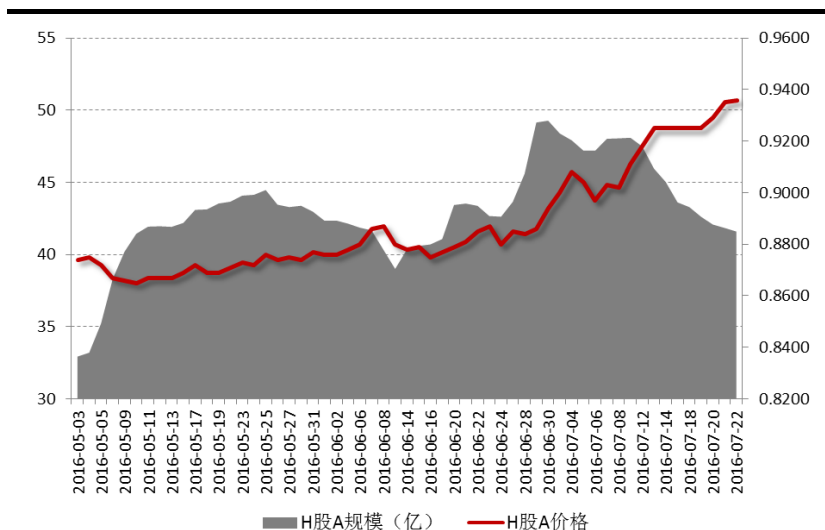
图表 1：国企改革分级套利

| | 150295 改革A | | 502007 国企改A | | 150209 国企改A | |
|-----------|------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
| | 整体溢价率 | 规模（亿份） | 整体溢价率 | 规模（亿份） | 整体溢价率 | 规模（亿） |
| 2016/7/18 | 2.57% | 1.924 | 2.58% | 1.556 | 0.99% | 33.052 |
| 2016/7/19 | 1.34% | 1.947 | 1.85% | 1.715 | 0.59% | 33.192 |
| 2016/7/20 | 0.09% | 2.319 | 0.17% | 1.942 | 0.29% | 34.452 |
| 2016/7/21 | 0.05% | 2.508 | -0.29% | 2.094 | 0.35% | 35.523 |
| 2016/7/22 | -0.05% | 2.561 | -0.42% | 2.099 | 0.24% | 36.000 |

资料来源：wind 资讯，方正证券研究所

H股A延续强势表现，近期推动H股A价格上行的驱动因素已经由指数同涨同跌转变为规模缩水，折价套利。折价套利短期内可能仍会持续一段时间，不过H股A价格继续上行的空间已然有限。

图表 2：H股A价格上涨



资料来源：wind 资讯，方正证券研究所

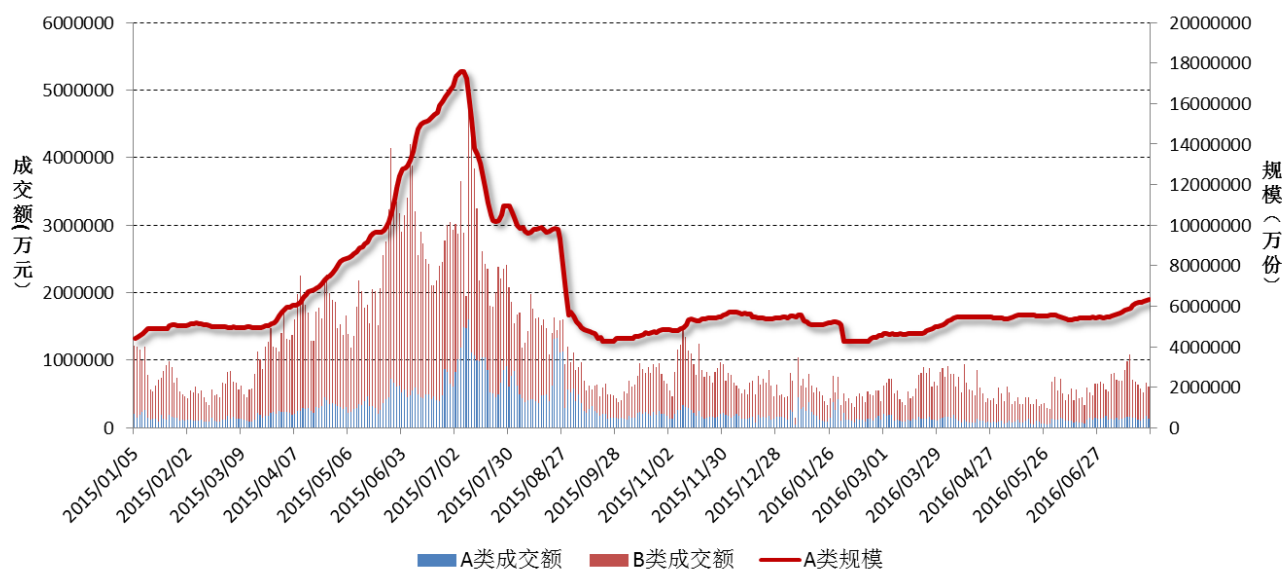
2. A/B 投资策略

上周永续分级 A 平均上涨 0.72%，永续分级 B 平均下跌 3.93%。分级份额上涨 3.35%，A 成交额下跌 10.55%，B 成交额下跌 34.02%。

分级 A 方面，永续分级 A 平均上涨 0.72%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.82% 左右。近期债券收益率再度下行，分级 A 价格也水涨船高。注意到近期分级规模虽然快速扩大，但 A 的购买需求远大于供给，券商 A、军工 A 等近期规模扩张较快的 A 并没有出现溢价套利“黄金坑”。近期 A 类交易性机会仍在于折价套利，规模缩水导致价格短期上行，如 H 股 A。

分级 B 方面，上周股市缺乏亮点，涨幅最多的分级 B 是恒生 B，体育 B 和 TMT 中证 B。

图表 3：分级基金成交额与规模



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

3. 分级定价理论

3.1 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》。

3.2 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。

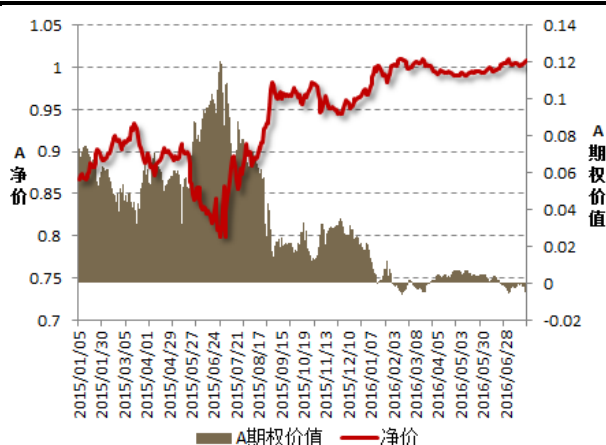
综合影响 B 定价的因素，我们提出行情预期、杠杆和估值三因素理论，对分级 B 做综合选择。分级 B 的选择短期赚估值的钱，中期赚杠杆的钱。优先选取标的行情预期好的，其次在标的指数预期相同的情况下选择杠杆较高的，同时兼顾估值，选取估值绝对值低，并且容易上升的 B。详见专题《源于杠杆，高于杠杆——分级 B 专题研究》。

4. 分级 A 市场回顾

永续分级 A 平均上涨 0.72%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.82% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.34%，+3.5 的隐含收益率在 4.93%，+3 的隐含收益率在 4.60%。

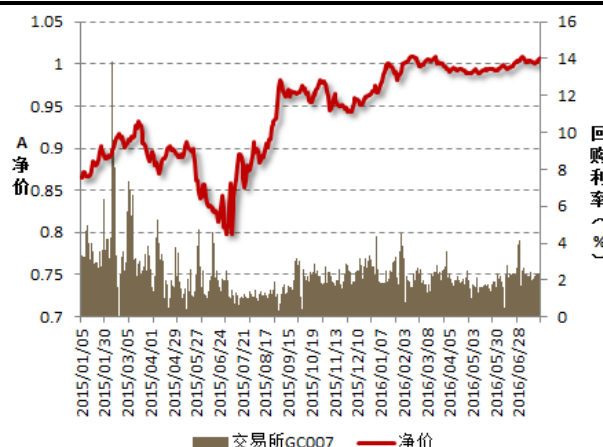
上周涨幅最多的分级 A 是资源 A，医药 A 和房地产 A，规模扩大最多的是高铁 A，传媒 A 级和国企改 A，整体溢价最多的是煤炭 A 级。

图表 4：分级 A 净价与国债期货



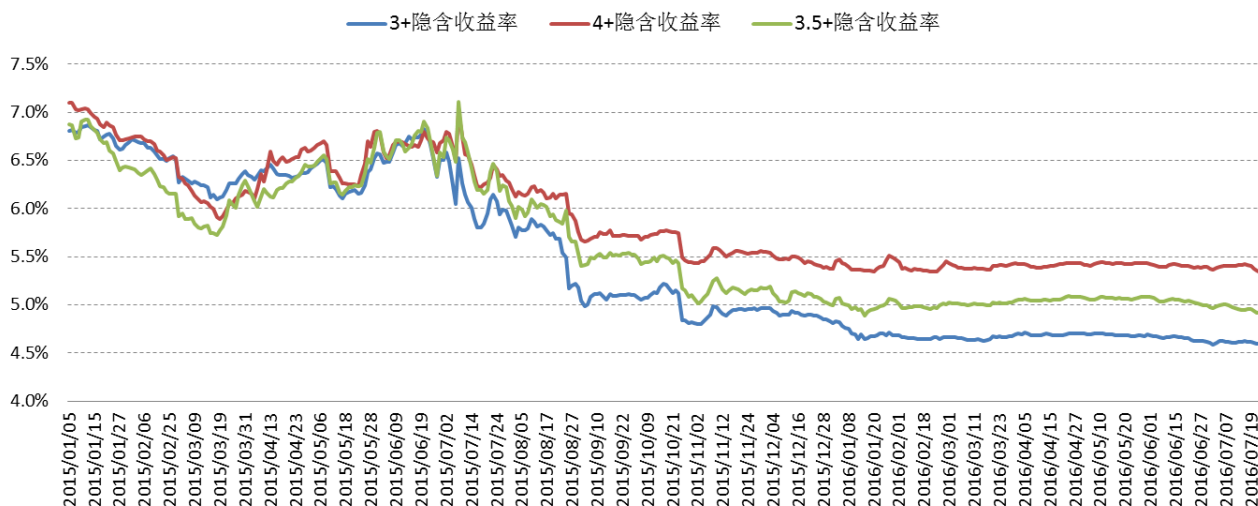
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 5：分级 A 净价与资金面



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 6：2015 年至今不同约定收益率 A 的隐含收益率



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 7: 2015 年至今母基金折溢价率与隐含收益率



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表 8: 母基金折价率 (A 份额大于 1 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 | | | | | | |
| 160630 | 国防分级 | 0.24% | 36293 | 35348 | 37.79 | 6463.30 |
| 161720 | 券商分级 | 0.25% | 131491 | 76722 | 89.71 | 93497.73 |
| 160219 | 国泰医药 | 0.69% | 74415 | 19321 | 44.35 | 9288.61 |
| 163113 | 申万证券 | 0.23% | 26371 | 40396 | 36.06 | 6753.01 |
| 161024 | 军工分级 | 0.47% | 18271 | 25998 | 25.90 | -2056.30 |
| 161025 | 移动互联 | -0.32% | 24376 | 37108 | 43.37 | 3980.85 |
| 160218 | 国泰地产 | 0.28% | 37857 | 10363 | 15.63 | 8041.39 |
| 160629 | 传媒分级 | -0.66% | 11620 | 6125 | 2.54 | 3604.95 |
| 160628 | 房地产 | -0.79% | 7408 | 2960 | 2.41 | -3483.26 |
| 168203 | 钢铁母基 | 0.31% | 12875 | 3732 | 5.14 | 3858.09 |
| 母基金溢价率后十名 | | | | | | |
| 168204 | 煤炭母基 | 0.99% | 8019 | 3804 | 4.12 | 4212.29 |
| 160620 | 资源分级 | -0.17% | 321 | 570 | 1.41 | -319.03 |
| 164401 | 健康分级 | -0.10% | 2049 | 1060 | 4.65 | -2068.29 |
| 161223 | 国投成长 | -0.13% | 4542 | 7303 | 10.16 | -2944.73 |
| 165521 | 信诚金融 | -0.39% | 6783 | 2277 | 11.66 | -1531.60 |
| 165315 | 网金融 | -0.44% | 6187 | 3946 | 4.78 | -2306.73 |
| 164705 | 添富恒生 | -0.52% | 3566 | 1686 | 6.40 | -3497.39 |
| 161812 | 100 分级 | 0.27% | 7437 | 17709 | 32.70 | -1247.46 |
| 161022 | 创业分级 | -0.29% | 18721 | 45917 | 34.13 | -6970.23 |
| 164402 | 中航军工 | 0.45% | 10605 | 9088 | 29.55 | 1404.38 |

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表 9：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 |
|--------|--------|--------|---------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|---------|--------|
| 150331 | 网金融A | 1.17% | -0.44% | 1237 | -4.60% | 4.78 | 5.51% | -0.056 | 5.24% | -12.24% | 8.52% |
| 150221 | 中航军A | 0.41% | 0.45% | 2121 | 0.48% | 29.55 | 5.46% | -0.115 | 4.98% | -11.44% | 18.44% |
| 150321 | 煤炭A基 | 0.98% | 0.00% | 325 | -4.75% | 1.35 | 5.44% | -0.115 | 4.96% | -11.11% | 18.73% |
| 150289 | 煤炭A级 | 1.25% | 0.99% | 1604 | 11.37% | 4.12 | 5.38% | -0.015 | 5.31% | -10.20% | 2.13% |
| 150291 | 银行A份 | 1.25% | 0.00% | 352 | 0.09% | 1.92 | 5.38% | -0.015 | 5.30% | -10.12% | 2.23% |
| 150335 | 军工股A | 1.05% | 0.84% | 311 | 2.41% | 1.20 | 5.38% | -0.014 | 5.30% | -10.12% | 2.23% |
| 150299 | 银行股A | 1.34% | 0.40% | 851 | -0.27% | 3.39 | 5.37% | -0.016 | 5.29% | -10.05% | 2.30% |
| 150287 | 钢铁A | 1.44% | 0.31% | 2575 | 8.12% | 5.14 | 5.37% | -0.016 | 5.29% | -10.03% | 2.32% |
| 150247 | 传媒A级 | 1.44% | -0.07% | 1577 | 38.82% | 2.19 | 5.37% | -0.016 | 5.28% | -9.98% | 2.42% |
| 150303 | 创业股A | 1.24% | 0.49% | 466 | 0.44% | 2.69 | 5.36% | -0.016 | 5.28% | -9.93% | 2.45% |
| 150117 | 房地产A | 1.73% | 0.28% | 7571 | 5.43% | 15.63 | 5.36% | -0.018 | 5.26% | -9.81% | 2.61% |
| 150130 | 医药A | 1.83% | 0.69% | 14883 | 2.14% | 44.35 | 5.35% | -0.018 | 5.26% | -9.73% | 2.71% |
| 150223 | 证券A级 | 1.57% | 0.23% | 4026 | 6.65% | 15.67 | 5.31% | -0.077 | 4.97% | -9.03% | 12.55% |
| 150265 | 一带A | 0.76% | -0.61% | 425 | -4.85% | 1.43 | 5.29% | -0.023 | 5.18% | -8.81% | 3.80% |
| 150261 | 医疗A | 1.04% | -0.49% | 72 | -0.06% | 1.66 | 5.28% | -0.025 | 5.16% | -8.58% | 4.06% |
| 150198 | 食品A | 0.56% | 0.25% | 136 | 0.89% | 4.91 | 5.28% | -0.027 | 5.15% | -8.53% | 4.07% |
| 150196 | 有色A | 1.70% | 0.27% | 2465 | 4.51% | 5.36 | 5.27% | -0.026 | 5.14% | -8.36% | 4.26% |
| 150219 | 健康A | 0.57% | -0.10% | 410 | -4.26% | 4.65 | 5.03% | -0.117 | 4.58% | -4.12% | 18.68% |
| 502014 | 一带一A | 0.49% | 0.96% | 666 | 4.18% | 1.75 | 5.03% | 0.003 | 5.04% | -4.01% | -0.48% |
| 150295 | 改革A | 0.67% | -0.05% | 1176 | 34.93% | 2.10 | 5.01% | 0.001 | 5.01% | -3.62% | -0.16% |
| 150211 | 新能源车A | 0.97% | 0.15% | 1492 | 0.09% | 9.52 | 4.96% | -0.005 | 4.94% | -2.82% | 0.78% |
| 150213 | 成长A级 | 0.88% | -0.13% | 908 | -2.82% | 10.16 | 4.96% | -0.006 | 4.93% | -2.73% | 0.88% |
| 150152 | 创业板A | 0.48% | -0.29% | 3744 | -2.00% | 34.13 | 4.90% | -0.013 | 4.84% | -1.60% | 2.04% |
| 150148 | 医药800A | 1.30% | -0.19% | 272 | 8.12% | 1.38 | 4.76% | 0.009 | 4.80% | 1.12% | -1.26% |
| 150157 | 金融A | 1.47% | -0.39% | 1357 | -1.30% | 11.66 | 4.67% | -0.004 | 4.65% | 3.11% | 0.68% |
| 150307 | 体育A | 0.50% | 0.18% | 892 | 14.34% | 2.25 | 4.62% | 0.017 | 4.70% | 4.12% | -2.53% |
| 150200 | 券商A | 0.70% | 0.25% | 26298 | 11.64% | 89.71 | 4.62% | 0.016 | 4.69% | 4.24% | -2.43% |
| 150277 | 高铁A | 0.49% | 0.59% | 2501 | 46.17% | 3.65 | 4.62% | 0.017 | 4.69% | 4.13% | -2.37% |
| 150186 | 军工A级 | 0.49% | 0.56% | 658 | -0.26% | 3.81 | 4.61% | 0.015 | 4.68% | 4.18% | -2.34% |
| 150269 | 白酒A | 0.70% | 0.56% | 2181 | 25.59% | 4.12 | 4.61% | 0.015 | 4.68% | 4.34% | -2.34% |
| 150229 | 酒A | 0.70% | 0.33% | 763 | 12.62% | 1.65 | 4.61% | 0.015 | 4.68% | 4.33% | -2.33% |
| 150205 | 重组A | 0.60% | 0.24% | 7259 | 1.74% | 37.79 | 4.61% | 0.016 | 4.69% | 4.33% | -2.33% |
| 150273 | 带路A | 0.59% | -0.34% | 113 | 1.25% | 1.13 | 4.61% | 0.016 | 4.69% | 4.23% | -2.28% |
| 502007 | 国企改革A | 0.82% | -0.42% | 2515 | 35.05% | 2.56 | 4.61% | 0.015 | 4.68% | 4.48% | -2.36% |
| 150209 | 国企改革A | 0.70% | 0.24% | 7588 | 8.97% | 36.00 | 4.61% | 0.015 | 4.68% | 4.45% | -2.24% |
| 150207 | 地产A端 | 0.60% | 0.36% | 663 | 6.47% | 2.21 | 4.61% | 0.016 | 4.68% | 4.45% | -2.24% |
| 150181 | 军工A | 0.10% | 0.47% | 3654 | -0.79% | 25.90 | 4.61% | 0.014 | 4.67% | 4.47% | -2.25% |
| 502004 | 军工A | 0.41% | 0.02% | 3751 | 4.84% | 3.98 | 4.60% | 0.014 | 4.67% | 4.59% | -2.28% |
| 150259 | 重组A | 0.41% | -0.55% | 46 | -0.93% | 1.01 | 4.60% | 0.014 | 4.67% | 4.63% | -2.21% |
| 150194 | 互联网A | 0.70% | -0.32% | 4875 | 0.93% | 43.37 | 4.60% | 0.015 | 4.67% | 4.55% | -2.14% |
| 150177 | 银行业A | 0.70% | -0.73% | 229 | 0.04% | 2.20 | 4.60% | 0.013 | 4.66% | 4.56% | -2.15% |
| 150051 | 沪深300A | 0.30% | -0.49% | 189 | -0.50% | 1.68 | 4.60% | 0.013 | 4.66% | 4.57% | -2.15% |
| 502049 | 上证50A | 0.51% | 0.07% | 122 | -0.35% | 1.20 | 4.60% | 0.013 | 4.66% | 4.70% | -2.09% |
| 150329 | 保险A | 0.90% | 0.38% | 435 | 0.78% | 1.01 | 4.60% | 0.013 | 4.66% | 4.65% | -2.04% |
| 150171 | 证券A | 0.81% | 0.23% | 5274 | 1.91% | 36.06 | 4.60% | 0.013 | 4.66% | 4.71% | -2.07% |
| 150275 | 一带一A | 0.70% | 0.14% | 774 | 4.62% | 5.41 | 4.60% | 0.014 | 4.67% | 4.65% | -2.04% |
| 150192 | 地产A | 0.90% | -0.79% | 1482 | -12.62% | 2.41 | 4.59% | 0.012 | 4.65% | 4.77% | -1.95% |
| 150184 | 环保A | 0.71% | -0.26% | 222 | -1.66% | 3.84 | 4.59% | 0.012 | 4.65% | 4.91% | -1.94% |
| 150227 | 银行A | 1.00% | -0.06% | 1725 | 2.36% | 24.93 | 4.59% | 0.012 | 4.64% | 4.83% | -1.84% |
| 150217 | 新能源A | 0.70% | -0.45% | 1005 | -4.85% | 5.01 | 4.59% | 0.012 | 4.64% | 4.84% | -1.84% |
| 150169 | 恒生A | 0.40% | -0.52% | 713 | -5.18% | 6.40 | 4.58% | 0.011 | 4.63% | 4.98% | -1.76% |
| 150203 | 传媒A | 1.21% | -0.66% | 2324 | 16.50% | 2.54 | 4.58% | 0.010 | 4.63% | 5.12% | -1.67% |
| 150315 | 工业4A | 0.30% | -0.47% | 108 | -3.23% | 1.09 | 4.58% | 0.010 | 4.63% | 5.06% | -1.65% |
| 150173 | 生物A | 1.20% | -0.38% | 191 | -3.79% | 1.78 | 4.57% | 0.010 | 4.62% | 5.17% | -1.56% |
| 150235 | 券商A级 | 0.80% | -0.20% | 106 | 0.26% | 3.18 | 4.57% | 0.010 | 4.62% | 5.19% | -1.56% |
| 502011 | 证券A | 0.71% | 0.52% | 429 | 1.96% | 1.39 | 4.56% | 0.008 | 4.60% | 5.55% | -1.38% |
| 150018 | 银华稳进 | -0.10% | 0.27% | 1487 | -0.38% | 32.70 | 4.55% | 0.007 | 4.59% | 5.60% | -1.17% |
| 150243 | 创业A | 0.99% | -0.19% | 46 | -0.50% | 1.15 | 4.53% | 0.004 | 4.55% | 6.13% | -0.68% |
| 150100 | 资源A | 2.17% | -0.17% | 64 | -2.21% | 1.41 | 4.46% | -0.006 | 4.43% | 7.89% | 0.98% |

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

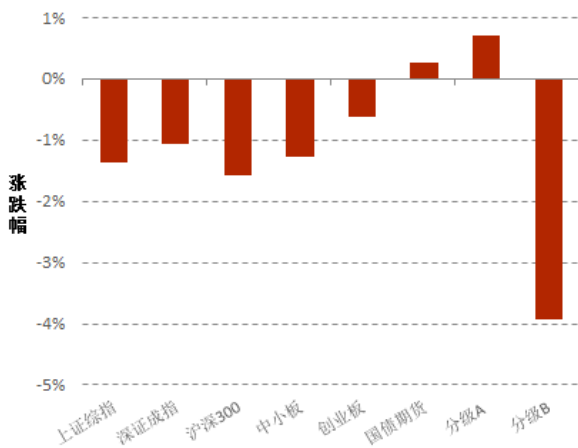
5. 分级B市场回顾

上周上证指数下跌 1.36%，上涨最多的行业是交通运输和商业贸易，下跌最多的行业是建筑材料。

在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是恒生 B，体育 B 和 TMT 中证 B，跌幅最多的是白酒 B，煤炭 B 级和高铁 B。

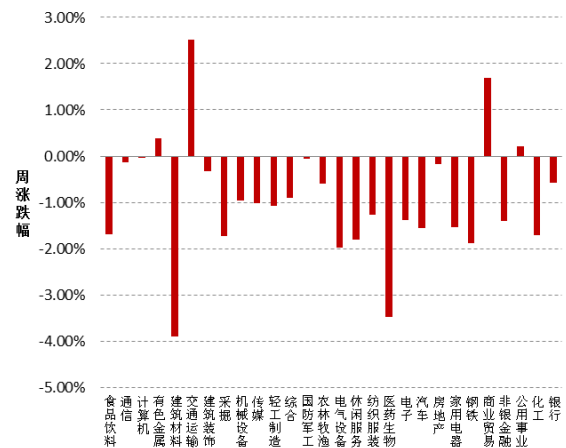
截至上周五溢价最多的分级是煤炭 B 级，一带一 B 和军工股 B，离上折最近的是传媒 B，离下折最近的是地产 B 端。杠杆最高的分级是地产 B 端，房地产 B 和带路 B。

图表 10：市场主要指数和分级基金 AB 表现



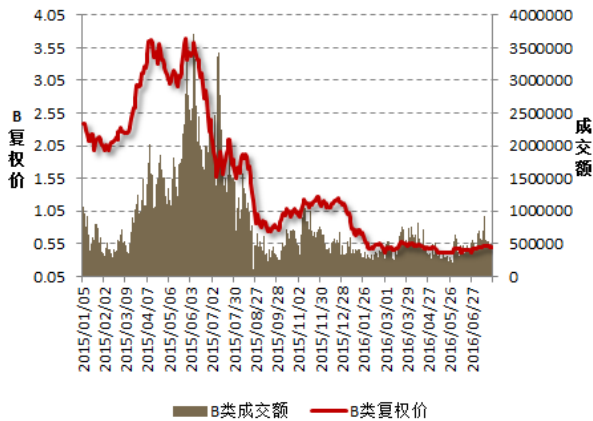
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 11：上周行业表现



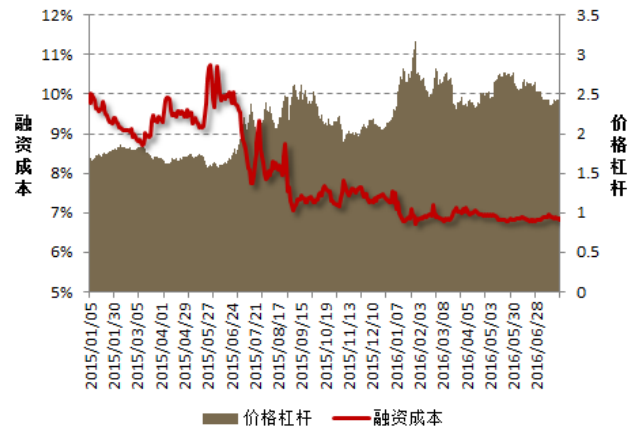
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 12：市场主要指数和分级基金 AB 表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 13：上周行业表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 14：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 |
|--------|--------|--------|------|-------------|-------------|-------------|---------|-----------|-------|--------|---------|
| 150208 | 地产B端 | -7.23% | 3.59 | 7.73% | 116.76% | 0.36% | 7.84% | 2.21 | 6.19% | -8.93% | 地产等权 |
| 150118 | 房地产B | -7.72% | 3.38 | 14.36% | 167.59% | 0.28% | -4.88% | 15.63 | 6.96% | 36.92% | 国证地产 |
| 150274 | 带路B | -6.51% | 3.32 | 11.91% | 102.98% | -0.34% | 4.46% | 1.13 | 6.10% | -9.50% | 一带一路 |
| 502015 | 一带一B | -5.96% | 3.30 | 11.85% | 105.48% | 0.96% | 4.49% | 1.75 | 6.66% | 14.83% | CSSW丝路 |
| 150276 | 一带一B | -5.81% | 3.29 | 11.44% | 108.04% | 0.14% | 5.54% | 5.41 | 6.21% | -8.89% | 一带一路 |
| 150290 | 煤炭B级 | -9.54% | 3.19 | 15.26% | 98.15% | 0.99% | -1.66% | 4.12 | 7.06% | 39.78% | 中证煤炭 |
| 150214 | 成长B级 | -5.46% | 3.14 | 16.14% | 162.47% | -0.13% | -2.02% | 10.16 | 6.60% | 5.91% | 创业成长 |
| 150300 | 银行股B | -2.71% | 3.09 | 17.42% | 93.08% | 0.40% | -3.38% | 3.39 | 7.04% | 32.82% | 中证银行 |
| 150278 | 高铁B | -9.31% | 3.05 | 14.05% | 97.89% | 0.59% | 7.34% | 3.65 | 6.23% | -6.00% | 高铁产业 |
| 150288 | 钢铁B | -8.47% | 2.95 | 19.41% | 88.44% | 0.31% | -3.40% | 5.14 | 7.07% | 29.46% | 国证钢铁 |
| 150292 | 银行B份 | -2.32% | 2.93 | 20.01% | 87.03% | 0.00% | -3.86% | 1.92 | 7.06% | 27.70% | 中证银行 |
| 150332 | 网金融B | -2.80% | 2.92 | 25.29% | 73.95% | -0.44% | -14.01% | 4.78 | 7.14% | 33.97% | 互联网金融 |
| 150131 | 医药B | -5.54% | 2.92 | 19.64% | 88.32% | 0.69% | -3.00% | 44.35 | 7.11% | 29.69% | 国证医药 |
| 150149 | 医药800B | -6.11% | 2.89 | 17.87% | 92.80% | -0.19% | 1.89% | 1.38 | 6.48% | -2.57% | 中证800医药 |
| 150195 | 互联网B | -0.18% | 2.80 | 18.66% | 91.08% | -0.32% | 3.13% | 43.37 | 6.35% | -8.01% | 中证移动互联 |
| 150201 | 银行业B | -5.88% | 2.64 | 20.49% | 86.80% | 0.25% | 5.01% | 89.71 | 6.47% | -5.70% | 证券公司 |
| 150248 | 传媒B级 | -4.39% | 2.62 | 25.11% | 75.52% | -0.07% | -3.86% | 2.19 | 7.15% | 21.55% | 中证传媒 |
| 150199 | 食品B | -7.84% | 2.59 | 26.33% | 72.65% | 0.25% | -5.30% | 4.91 | 7.14% | 18.46% | 国证食品 |
| 150206 | 国防B | -2.72% | 2.56 | 22.24% | 82.26% | 0.24% | 4.55% | 37.79 | 6.50% | -5.53% | 中证国防 |
| 150296 | 改革B | -7.21% | 2.55 | 24.76% | 72.33% | -0.05% | 0.13% | 2.10 | 6.70% | 6.06% | 国企改革 |
| 150222 | 中航军B | -2.35% | 2.55 | 35.89% | 49.55% | 0.45% | -18.76% | 29.55 | 7.31% | 26.99% | 军工指数 |
| 150220 | 健康B | -3.15% | 2.54 | 36.74% | 47.93% | -0.10% | -19.60% | 4.65 | 6.87% | 6.77% | 健康产业 |
| 150228 | 银行B | -4.03% | 2.52 | 23.72% | 78.36% | -0.06% | 2.77% | 24.93 | 6.46% | -6.68% | 中证银行 |
| 150308 | 体育B | 1.53% | 2.51 | 23.14% | 80.29% | 0.18% | 4.57% | 2.25 | 6.53% | -5.24% | 中证体育 |
| 150210 | 国企改B | -4.58% | 2.45 | 24.35% | 77.73% | 0.24% | 4.08% | 36.00 | 6.56% | -5.33% | 国企改革 |
| 150336 | 军工股B | -2.26% | 2.42 | 27.76% | 68.92% | 0.84% | -1.08% | 1.20 | 7.36% | 22.27% | 中证军工 |
| 150304 | 创业股B | -1.95% | 2.39 | 28.94% | 66.19% | 0.49% | -2.14% | 2.69 | 7.34% | 19.88% | 创业板50 |
| 150158 | 金融B | -4.34% | 2.35 | 29.55% | 65.38% | -0.39% | -1.78% | 11.66 | 6.63% | -4.72% | 中证800金融 |
| 150218 | 新能源B | -2.41% | 2.32 | 28.46% | 67.41% | -0.45% | 1.45% | 5.01 | 6.55% | -6.63% | 国证新能 |
| 150174 | TMT中证B | 0.62% | 2.25 | 30.22% | 63.93% | -0.38% | 1.12% | 1.78 | 6.61% | -6.53% | 中证TMT |
| 150322 | 煤炭B基 | -5.62% | 2.25 | 42.00% | 34.77% | 0.00% | -16.46% | 1.35 | 7.28% | 18.49% | 中证煤炭 |
| 150230 | 酒B | -7.83% | 2.25 | 28.94% | 66.67% | 0.33% | 3.89% | 1.65 | 6.70% | -4.27% | 中证酒 |
| 502008 | 国企改B | -6.15% | 2.25 | 29.57% | 68.41% | -0.42% | 2.10% | 2.56 | 6.75% | -5.87% | 国企改革 |
| 150330 | 保险B | -3.93% | 2.17 | 31.12% | 61.81% | 0.38% | 3.39% | 1.01 | 6.73% | -4.23% | 保险主题 |
| 150193 | 地产B | -4.96% | 2.16 | 32.97% | 57.73% | -0.79% | 0.57% | 2.41 | 6.69% | -6.44% | 中证800地产 |
| 150019 | 银华锐进 | -1.25% | 2.16 | 32.18% | 112.77% | 0.27% | 1.99% | 32.70 | 6.74% | -5.29% | 深证100 |
| 150224 | 证券B级 | -5.65% | 2.14 | 41.01% | 37.61% | 0.23% | -10.93% | 15.67 | 7.46% | 13.44% | 证券公司 |
| 150212 | 新能源车B | -5.69% | 2.14 | 34.22% | 54.16% | 0.15% | -0.55% | 9.52 | 6.71% | 3.77% | CS新能源车 |
| 150170 | 恒生B | 2.56% | 2.10 | 34.26% | 54.80% | -0.52% | 0.88% | 6.40 | 7.19% | -5.89% | 恒生指数 |
| 150260 | 重组B | -3.52% | 2.10 | 33.83% | 58.03% | -0.55% | 1.32% | 1.01 | 6.85% | -5.63% | CSWD并购 |
| 150185 | 环保B | -2.47% | 2.09 | 33.94% | 57.73% | -0.26% | 1.62% | 3.84 | 6.88% | -5.33% | 中证环保 |
| 150153 | 创业板B | -1.46% | 2.04 | 38.26% | 44.93% | -0.29% | -2.59% | 34.13 | 7.13% | 1.10% | 创业板指 |
| 150236 | 券商B级 | -4.02% | 2.03 | 35.98% | 50.75% | -0.20% | 1.24% | 3.18 | 6.85% | -5.21% | 证券公司 |
| 150266 | 一带B | -3.08% | 2.01 | 40.60% | 39.66% | -0.61% | -4.55% | 1.43 | 7.53% | 9.17% | 一带一路 |
| 150270 | 白酒B | -9.92% | 2.00 | 35.57% | 51.36% | 0.56% | 3.66% | 4.12 | 6.97% | -3.01% | 中证白酒 |
| 150187 | 军工B级 | -1.31% | 1.96 | 37.17% | 45.04% | 0.56% | 3.55% | 3.81 | 6.93% | -2.72% | 中证军工 |
| 150316 | 工业4B | 0.18% | 1.94 | 39.38% | 42.18% | -0.47% | 0.65% | 1.09 | 6.92% | -5.12% | 工业4.0 |
| 150244 | 创业B | -1.71% | 1.94 | 39.68% | 42.05% | -0.19% | 0.28% | 1.15 | 6.93% | -5.44% | 创业板指 |
| 150262 | 医疗B | -1.41% | 1.91 | 43.70% | 32.33% | -0.49% | -4.25% | 1.66 | 7.66% | 8.12% | 中证医疗 |
| 502050 | 上证50B | -2.04% | 1.86 | 41.03% | 40.16% | 0.07% | 2.02% | 1.20 | 7.14% | -3.60% | 上证50 |
| 150052 | 沪深300B | -2.78% | 1.83 | 43.06% | 34.29% | -0.49% | 0.91% | 1.68 | 7.15% | -4.28% | 沪深300 |
| 150197 | 有色B | -7.06% | 1.81 | 46.32% | 25.81% | 0.27% | -2.77% | 5.36 | 7.88% | 8.61% | 国证有色 |
| 150101 | 资源B | -6.28% | 1.80 | 45.47% | 71.09% | -0.17% | -1.07% | 1.41 | 7.08% | -5.78% | A股资源 |
| 150178 | 证保B | -4.31% | 1.78 | 45.28% | 28.76% | -0.73% | 0.38% | 2.19547 | 7.20% | -4.43% | 中证800证保 |
| 150172 | 生物B | -3.16% | 1.77 | 44.40% | 31.76% | 0.23% | 2.08% | 36.06 | 7.35% | -2.98% | 证券公司 |
| 150182 | 军工B | -0.44% | 1.73 | 45.78% | 27.99% | 0.47% | 2.57% | 25.90 | 7.46% | -2.28% | 中证军工 |
| 150204 | 传媒B | -0.63% | 1.72 | 47.86% | 23.36% | -0.66% | 0.07% | 2.54 | 7.34% | -4.37% | 中证传媒 |
| 502012 | 证券B | -2.71% | 1.72 | 46.48% | 28.27% | 0.52% | 1.94% | 1.39 | 7.54% | -2.83% | 证券公司 |
| 502005 | 军工B | -1.79% | 1.71 | 46.79% | 27.52% | 0.02% | 1.72% | 3.98 | 7.53% | -3.00% | 中证军工 |

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

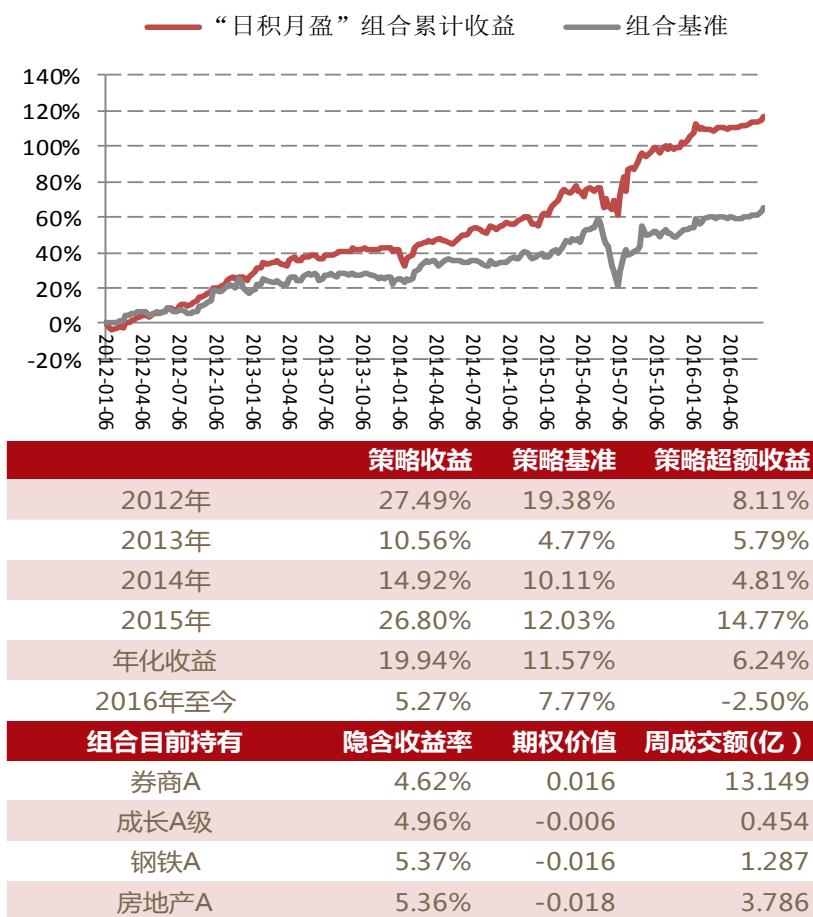
6. “日积月盈”分级 A 组合策略

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。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经行度量，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 1.1877%。组合目前持有券商 A（150200）、成长 A 级（150213）、钢铁 A（150287）、房地产 A（150117）。

图表 15：“日积月盈”组合收益



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

感谢香港中文大学实习生朱定豪对本文的贡献。

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 |