

2016.08.19

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》  
《国企改革小打小闹，H股A强势依旧》

“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：A类迈入溢价时代，地产分级连续涨停

本周五个热议话题：1. A类全面迈入溢价时代，负期权价值成为常态。2. 深港通不及预期，市场反应平淡。3. 新丝路分级大幅溢价，流动性不足恐有踩踏。4. 恒大举牌万科，地产分级连续涨停。5. 国防B杠杆较高，规模增速遥领全雄。

目前+4的A溢价率约为5%，1份A下折收益为-0.0375，下折收益率在-4%左右。从几个规模较大的军工类分级来看，国防B最近规模增速最快。

#### ➤ 分级A投资策略：

分级A方面，增量资金入市推高A类价格。目前，A抛盘主要为前期的获利盘，而买盘主要为银行委外等增量资金。随着国债利率走低，资产荒使得A吸引力大增。尽管目前股市波动率较低，我们仍相对推荐+3的A，减少下折亏损。

#### ➤ 分级B投资策略：

规模较小的新丝路B（502028）出现大幅整体溢价，由于流动性较低，不建议投资者盲目套利，谨防踩踏。

#### ➤ “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0.63%。本周调出房地产A（150117），调入煤炭A级（150289），组合目前持有券商A（150200）、高铁A（150277）、钢铁A（150287）、煤炭A级（150289）。

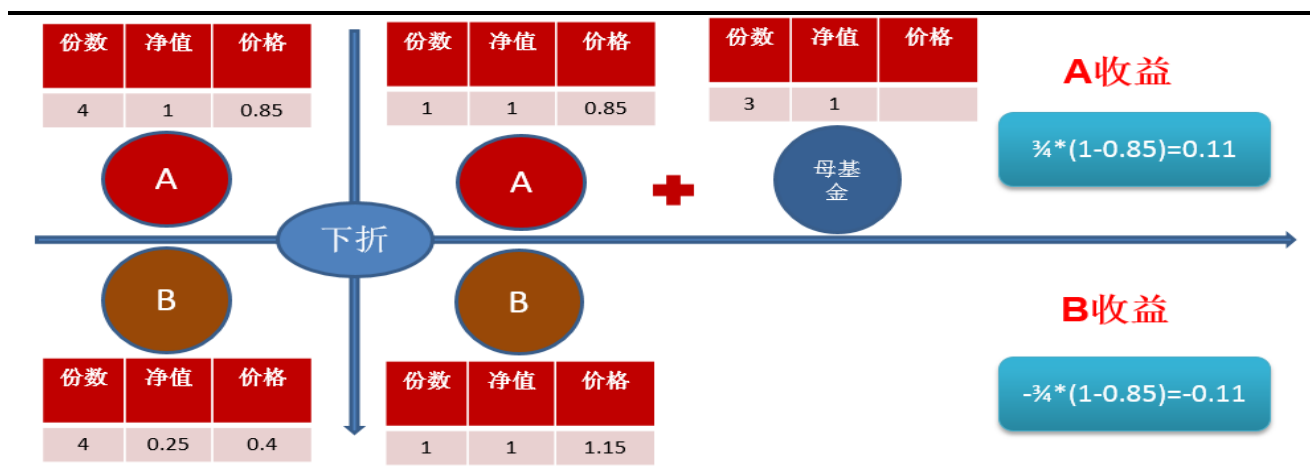
## 1. 本周热点：A类迈入溢价时代，地产分级连续涨停

本周五个热议话题：1. A类全面迈入溢价时代，负期权价值成为常态。2. 深港通不及预期，市场反应平淡。3. 新丝路分级大幅溢价，流动性不足恐有踩踏。4. 恒大举牌万科，地产分级连续涨停。5. 国防B杠杆较高，规模增速遥领全雄。

随着近期A类大涨，A已全面进入溢价时代，负期权价值成为常态。A类资产被普遍认为是类固收产品，不过负期权价值是隐藏的地雷。从去年股灾前正期权价值，到如今负期权价值，投资者往往容易忽视这一点。

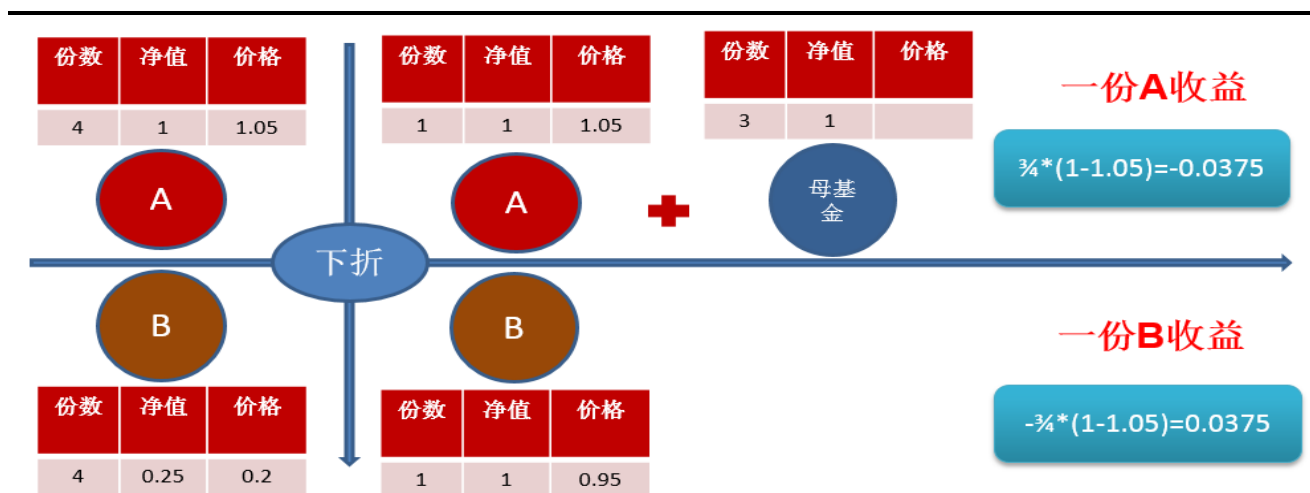
下图是我们在去年股灾前测算A的下折收益的案例，假设折价率为15%，1份A的下折收益为0.11。不过如今+4的A已呈现溢价，溢价率约为5%，第二个例子是我们按目前+4的A重新测算的下折收益，1份A下折收益为-0.0375，下折收益率在-4%左右，仍可接受。尽管目前股市波动率较低，我们仍相对推荐+3的A。

图表 1：股灾前向下折算收益



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

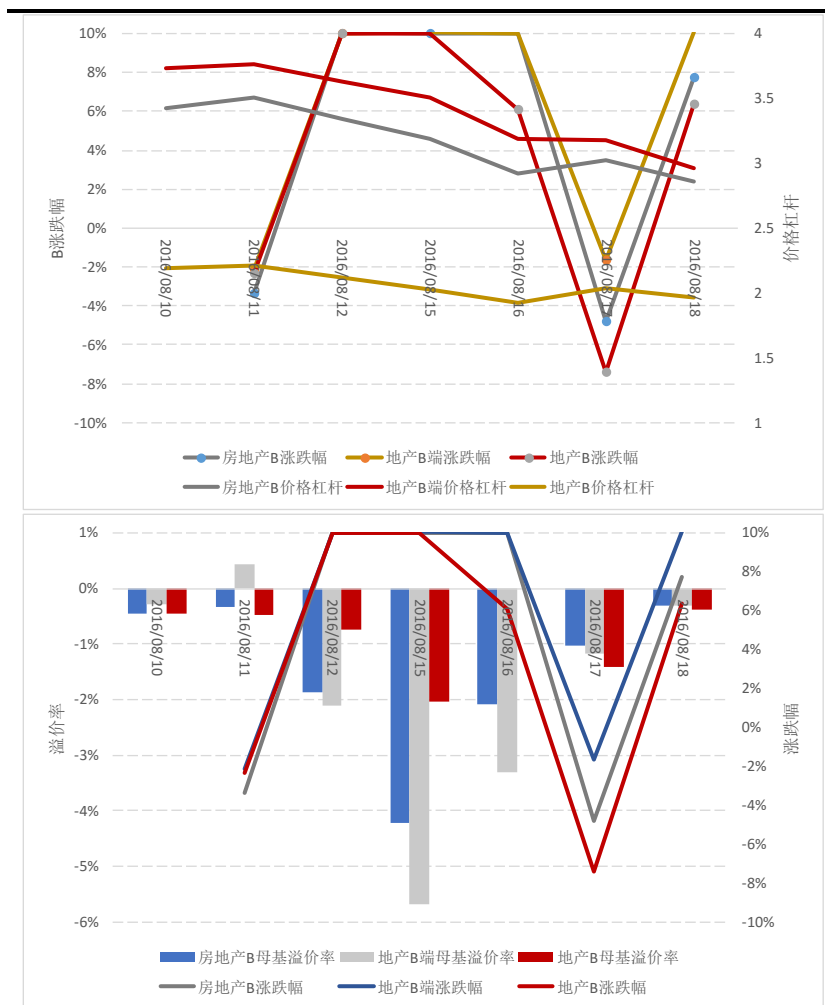
图表 2：目前+4A 向下折算收益



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

恒大举牌万科，地产分级连续涨停。从三支地产分级来看，走势基本趋同。上周五，地产类B纷纷涨停，整体折价显示涨幅不足。周一恒大举牌万科引爆地产板块，B类再次涨停。尽管周二地产板块表现一般，但B类仍呈现技术性涨停，之前因杠杆而累计的涨幅得到体现。

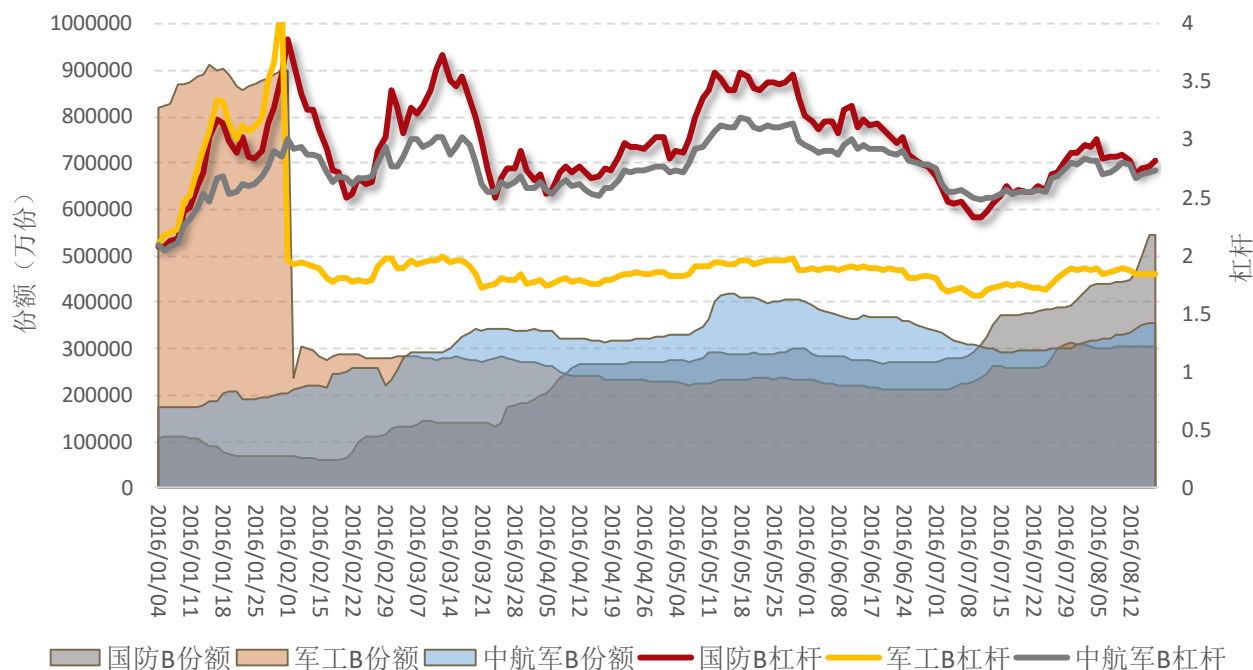
图表 3：地产分级表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

从几个规模较大的军工类分级来看，国防B最近规模增速最快。自今年初股指熔断后，军工B触发下折规模大幅缩水，价格杠杆不再占优，国防B获得相对优势。本周（上周四至周四）国防B规模扩大近10亿份，规模暂列军工分级之首。

图表 4：部分军工行业分级表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

证监会近日在答记者问时表示，考虑到分级基金产品设计及交易机制较为复杂，普通投资者不易理解，并且去年出现了一些新情况、新问题，我会暂停了此类产品注册工作，并于 2015 年 8 月 21 日通过新闻发布会向社会作出通报。目前，我会正在研究完善分级基金相关监管安排。

证监会近期监管的一系列的监管政策，从处罚券商降低其评级、规范两融市场，到机构产品降低杠杆，再到停止新发分级产品，监管趋严。股市非理性波动得到遏制，不过短期内产品创新步伐可能放缓。

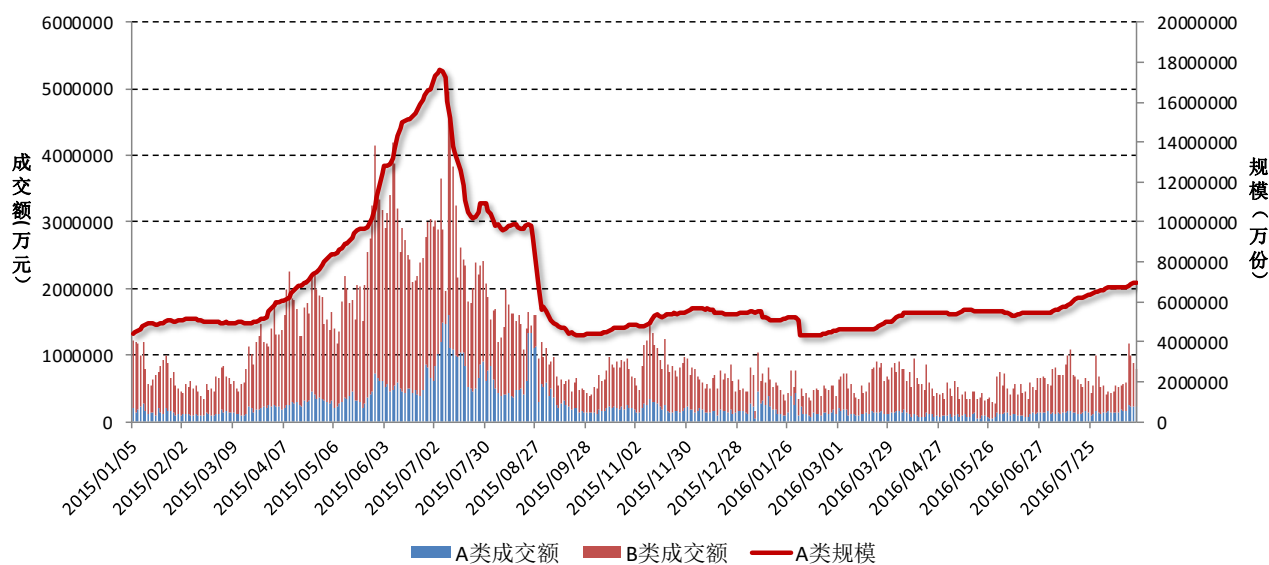
## 2. A/B 投资策略

本周永续分级 A 平均上涨 0.63%，永续分级 B 平均上涨 8.15%。分级份额上涨 3.11%，A 成交额上涨 49.89%，B 成交额上涨 77.33%。

分级 A 方面，增量资金入市推高 A 类价格。目前，A 抛盘主要为前期的获利盘，而买盘主要为银行委外等增量资金。随着国债利率走低，资产荒使得 A 吸引力大增。尽管目前股市波动率较低，我们仍相对推荐+3 的 A，减少下折亏损。

分级 B 方面，规模较小的新丝路 B (502028) 出现大幅整体溢价，由于流动性较低，不建议投资者盲目套利，谨防踩踏。

图表 5：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。

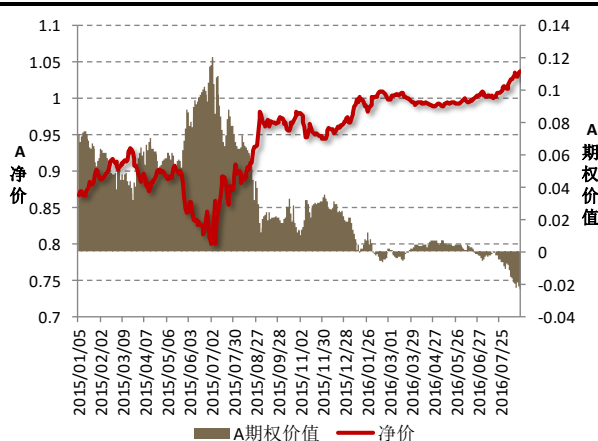
综合影响 B 定价的因素，我们提出行情预期、杠杆和估值三因素理论，对分级 B 做综合选择。分级 B 的选择短期赚估值的钱，中期赚杠杆的钱。优先选取标的行情预期好的，其次在标的指数预期相同的情况下选择杠杆较高的，同时兼顾估值，选取估值绝对值低，并且容易上升的 B。详见专题《源于杠杆，高于杠杆——分级 B 专题研究》。

#### 4. 分级 A 市场回顾

永续分级 A 平均上涨 0.63%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.68% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.22%，+3.5 的隐含收益率在 4.83%，+3 的隐含收益率在 4.44%。

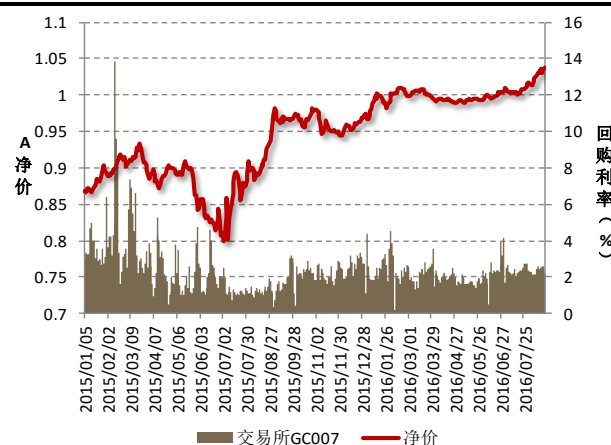
本周涨幅最多的分级 A 是地产 A 端，证券 A 级和改革 A，规模扩大最多的是沪深 300A，钢铁 A 和重组 A，整体溢价最多的是煤炭 A 级。

图表 6：分级 A 净价与国债期货



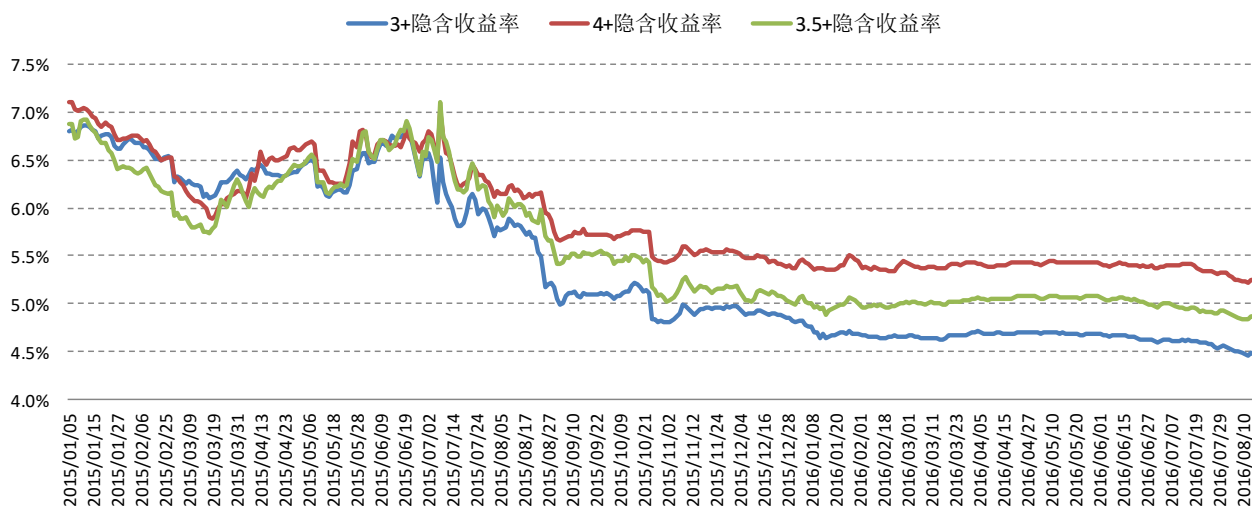
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 7：分级 A 净价与资金面



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

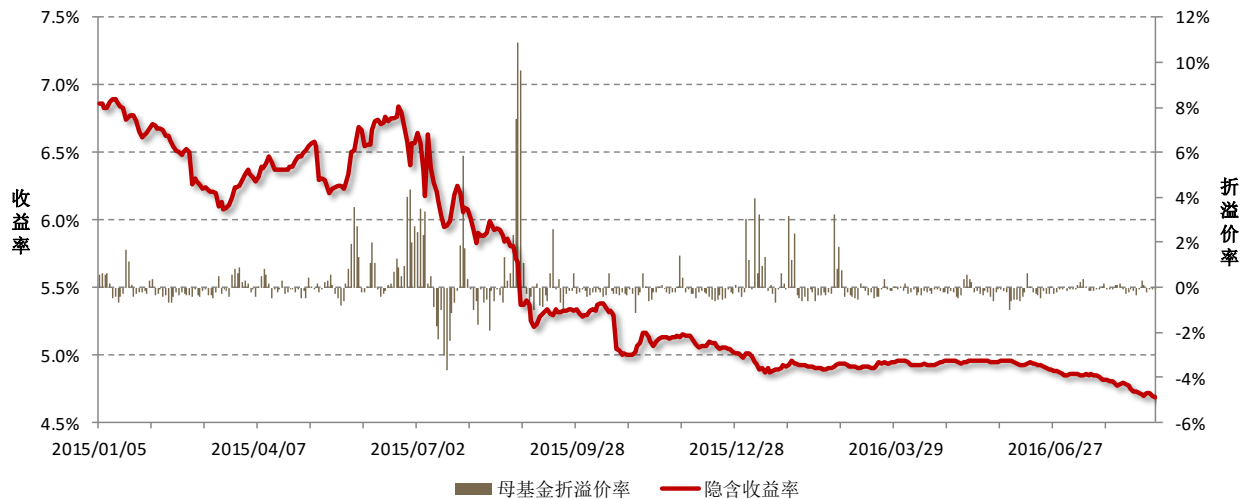
图表 8：2015 年至今不同约定收益率 A 的隐含收益率



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所



图表 9: 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 10: 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						
168204	煤炭母基	0.75%	22263	5887	6.07	3528.7009
160418	银行股基	0.48%	15589	1587	4.04	985.7715
161725	白酒分级	0.40%	19833	6509	4.58	1386.5362
167503	一带分级	0.33%	15305	2324	5.27	29.0605
168205	银行母基	0.30%	3070	411	1.97	25.1099
160219	国泰医药	0.25%	166272	20368	48.50	8889.816
168203	钢铁母基	0.24%	55368	8084	10.52	24835.0337
160631	银行指基	0.23%	38779	13339	27.36	8921.0871
160630	国防分级	0.19%	210355	42728	54.55	99608.512
161720	券商分级	0.12%	311543	100883	93.99	-8269.6653
母基金溢价率后十名						
502006	国企改革	-0.57%	18654	2548	2.53	-2144.57
161223	国投成长	-0.59%	15570	7348	9.51	-55.072
165515	信诚300	-0.64%	17620	2907	2.67	10846.8697
165522	信诚TMT	-0.67%	6094	1266	1.90	1610.0445
164905	交银新能	-0.68%	7983	3746	4.63	-80.535
160638	带路分级	-0.68%	564	261	1.12	-126.1216
161032	煤炭基金	-0.73%	1624	1789	1.24	-570.5357
164705	添富恒生	-0.74%	6200	1705	5.81	-2352.6962
164818	传媒母基	-0.76%	8512	1853	2.09	165.3129
160620	资源分级	-0.93%	364	663	1.42	34.2961

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所



图表 11：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
150221	中航军A	0.24%	-0.15%	8588	7.87%	35.54	5.43%	-0.120	4.94%	-13.35%	18.92%
150331	网金融A	0.52%	-0.43%	1401	0.25%	4.97	5.42%	-0.068	5.11%	-13.14%	10.26%
150321	煤炭A基	-1.25%	-0.55%	124	0.72%	1.05	5.33%	-0.129	4.82%	-11.70%	21.03%
150289	煤炭A级	-0.09%	0.75%	2849	6.17%	6.07	5.27%	-0.029	5.13%	-10.75%	4.24%
150287	钢铁A	0.28%	0.24%	8499	30.89%	10.52	5.26%	-0.029	5.12%	-10.67%	4.34%
150303	创业股A	0.28%	0.18%	1171	12.70%	3.87	5.26%	-0.029	5.12%	-10.60%	4.42%
150335	军工股A	0.28%	-0.06%	584	2.53%	1.69	5.26%	-0.029	5.12%	-10.59%	4.44%
150247	传媒A级	0.09%	-0.76%	125	0.80%	2.09	5.25%	-0.031	5.10%	-10.46%	4.63%
150291	银行A份	0.28%	0.30%	262	0.13%	1.97	5.24%	-0.032	5.08%	-10.26%	4.82%
150130	医药A	0.28%	0.25%	18371	1.87%	48.50	5.23%	-0.033	5.07%	-10.22%	4.91%
150299	银行股A	0.65%	0.48%	2267	2.50%	4.04	5.22%	-0.035	5.05%	-9.94%	5.19%
150198	食品A	-0.82%	-0.47%	187	0.19%	5.09	5.20%	-0.036	5.03%	-9.72%	5.49%
150261	医疗A	-0.73%	-0.34%	10	0.09%	1.55	5.18%	-0.037	5.01%	-9.35%	5.98%
150265	一带A	0.37%	-0.49%	213	-0.21%	1.32	5.18%	-0.037	5.00%	-9.32%	6.02%
150117	房地产A	1.29%	-0.31%	8766	-2.70%	13.05	5.16%	-0.042	4.96%	-8.89%	6.46%
150219	健康A	-0.90%	-0.48%	90	0.18%	4.49	5.14%	-0.101	4.73%	-8.57%	16.18%
150196	有色A	0.45%	-0.17%	5144	14.12%	7.41	5.13%	-0.043	4.94%	-8.48%	6.94%
150223	证券A级	1.42%	-0.31%	3412	-1.25%	16.91	5.10%	-0.105	4.68%	-7.87%	17.02%
502014	一带一A	0.38%	-0.07%	1073	-7.68%	1.72	4.93%	-0.010	4.88%	-4.74%	1.44%
150213	成长A级	0.09%	-0.59%	2206	-0.06%	9.51	4.87%	-0.018	4.79%	-3.68%	2.62%
150295	改革A	1.29%	-0.48%	414	-1.36%	2.27	4.84%	-0.020	4.75%	-3.14%	3.01%
150211	新能源车A	0.66%	0.00%	2445	2.71%	11.34	4.82%	-0.023	4.72%	-2.77%	3.58%
150152	创业板A	0.19%	-0.05%	7371	2.84%	35.91	4.82%	-0.023	4.71%	-2.69%	3.69%
150148	医药800A	0.00%	-0.44%	163	1.22%	1.31	4.64%	-0.009	4.60%	0.92%	1.26%
150157	金融A	0.95%	0.00%	1887	0.18%	11.64	4.57%	-0.017	4.50%	2.37%	2.71%
150329	保险A	0.49%	0.10%	794	21.17%	1.33	4.48%	-0.002	4.47%	4.37%	0.39%
150277	高铁A	0.66%	0.00%	2050	2.31%	5.35	4.48%	-0.003	4.46%	4.35%	0.47%
150273	带路A	0.57%	-0.26%	489	-3.55%	1.03	4.48%	-0.003	4.46%	4.36%	0.47%
502049	上证50A	0.59%	-0.47%	955	18.27%	1.40	4.48%	-0.003	4.46%	4.58%	0.54%
150259	重组A	0.50%	-0.47%	136	0.24%	1.01	4.48%	-0.003	4.46%	4.61%	0.54%
150275	一带一A	0.48%	0.33%	2287	0.06%	5.27	4.47%	-0.004	4.46%	4.57%	0.58%
150235	券商A级	0.49%	0.05%	831	-4.63%	3.14	4.47%	-0.004	4.46%	4.58%	0.58%
150243	创业A	0.58%	0.05%	231	1.58%	1.24	4.47%	-0.004	4.46%	4.58%	0.58%
502011	证券A	0.40%	0.30%	1088	1.64%	1.45	4.47%	-0.004	4.45%	4.77%	0.68%
150205	重组A	0.58%	0.19%	34812	22.34%	54.55	4.47%	-0.005	4.45%	4.65%	0.68%
150177	银行业A	0.58%	-0.12%	253	1.60%	2.22	4.47%	-0.004	4.45%	4.68%	0.68%
150173	生物A	0.68%	-0.67%	1028	9.25%	1.90	4.47%	-0.004	4.45%	4.67%	0.68%
150229	酒A	0.78%	0.11%	566	1.14%	1.62	4.47%	-0.004	4.45%	4.66%	0.68%
150184	环保A	0.79%	-0.29%	238	0.00%	3.88	4.46%	-0.005	4.44%	4.88%	0.80%
150194	互联网A	0.78%	-0.52%	12155	1.59%	46.16	4.46%	-0.006	4.43%	4.87%	0.87%
150200	券商A	0.87%	0.12%	36011	-0.87%	93.99	4.46%	-0.006	4.43%	4.97%	0.97%
150227	银行A	0.48%	0.23%	6030	3.37%	27.36	4.46%	-0.006	4.43%	4.94%	0.97%
150051	沪深300A	0.98%	-0.64%	3335	68.41%	2.67	4.46%	-0.006	4.43%	5.00%	0.98%
502007	国企改革A	0.89%	-0.57%	1216	-7.81%	2.53	4.46%	-0.006	4.43%	5.08%	0.99%
150100	资源A	-0.86%	-0.93%	9	0.24%	1.42	4.46%	-0.006	4.43%	4.98%	0.97%
150186	军工A级	0.00%	-0.28%	1756	0.31%	4.63	4.45%	-0.007	4.42%	5.21%	1.10%
150269	白酒A	0.58%	0.40%	1786	3.12%	4.58	4.45%	-0.007	4.42%	5.07%	1.07%
150307	体育A	1.26%	-0.54%	963	-3.51%	2.26	4.45%	-0.008	4.41%	5.16%	1.16%
150203	传媒A	0.00%	-0.33%	610	-1.20%	1.72	4.45%	-0.007	4.42%	5.22%	1.18%
502004	军工A	0.79%	-0.47%	2457	0.68%	3.70	4.44%	0.000	4.44%	5.39%	1.27%
150209	国企改革A	0.87%	0.11%	9268	-0.16%	43.62	4.44%	-0.009	4.40%	5.37%	1.36%
150217	新能源A	0.96%	-0.68%	592	-0.17%	4.63	4.43%	-0.009	4.39%	5.44%	1.45%
150207	地产A端	1.46%	-0.32%	1014	0.25%	1.73	4.43%	-0.010	4.39%	5.48%	1.46%
150169	恒生A	0.58%	-0.74%	527	-3.89%	5.81	4.43%	-0.010	4.39%	5.59%	1.56%
150018	银华稳进	0.86%	-0.20%	6035	0.31%	33.10	4.40%	-0.013	4.35%	6.19%	2.14%
150181	军工A	0.86%	0.04%	5333	0.77%	30.60	4.39%	-0.015	4.33%	6.52%	2.44%
150171	证券A	0.58%	-0.07%	5687	0.11%	35.04	4.39%	-0.015	4.32%	6.62%	2.51%
150192	地产A	0.19%	-0.37%	728	-0.61%	1.53	4.36%	-0.020	4.27%	7.31%	3.21%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

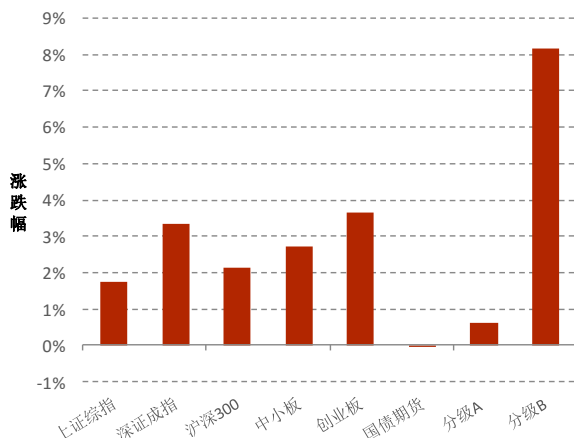
## 5. 分级B市场回顾

本周上证指数上涨 1.75%，上涨最多的行业是电子和交通运输。

在规模大于 1 亿的分级中，本周涨幅最多的分级 B 是地产 B 端，房地产 B 和地产 B。

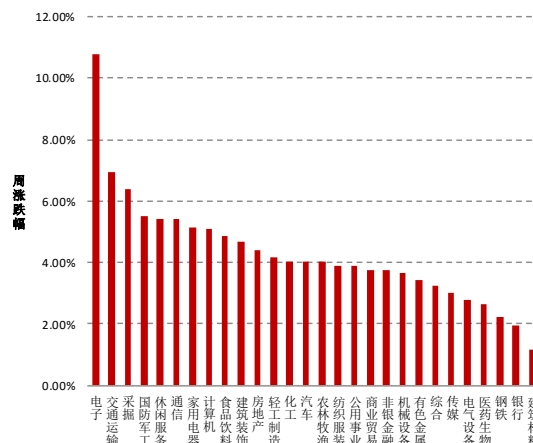
截至本周四溢价最多的分级是煤炭 B 级，银行股 B 和白酒 B，离上折最近的是传媒 B，离下折最近的是一带一 B。杠杆最高的分级是成长 B 级，一带一 B 和高铁 B。

图表 12：市场主要指数和分级基金 AB 表现



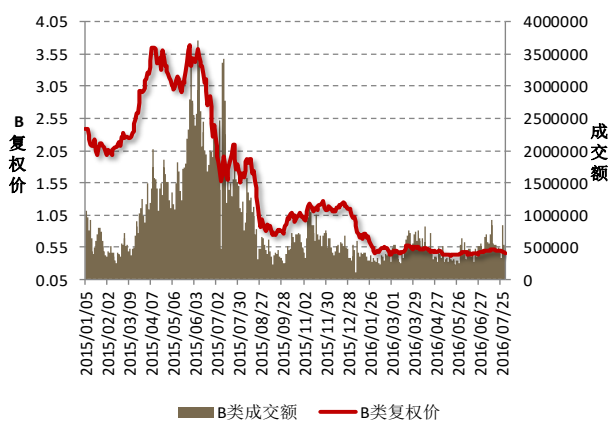
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 13：上周行业表现



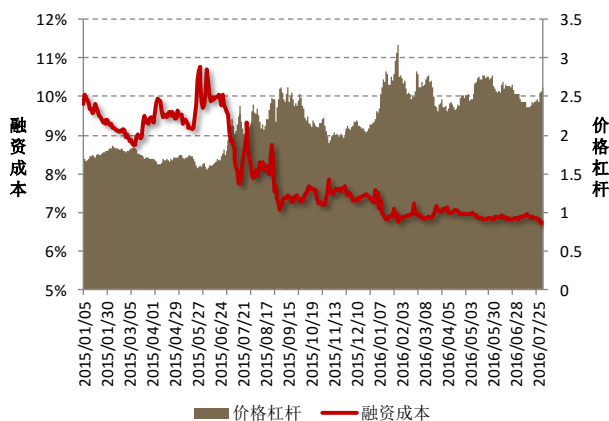
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 14：B 类成交额和 B 类复权价



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 15：价格杠杆和融资成本



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 16: 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	-10.91%	3.98	6.44%	119.62%	-0.44%	1.48%	2.23	6.03%	-12.97%	地产等权
150118	房地产B	-8.37%	3.64	13.02%	171.55%	-0.14%	-8.33%	16.02	6.83%	40.54%	国证地产
502015	一带-B	-7.24%	3.53	11.05%	107.18%	0.62%	0.00%	1.89	6.52%	13.50%	CSSW丝路
150274	带路B	-5.84%	3.50	11.12%	104.64%	-0.41%	1.45%	1.13	6.01%	-10.68%	一带一路
150276	一带-B	-6.62%	3.50	10.63%	109.79%	-0.28%	1.74%	5.43	6.09%	-10.72%	一带一路
150214	成长B级	-11.13%	3.44	13.70%	169.91%	-0.34%	-5.07%	10.03	6.48%	6.62%	创业成长
150290	煤炭B级	-8.44%	3.42	13.59%	101.88%	0.81%	-4.19%	5.04	6.95%	45.46%	中证煤炭
150278	高铁B	-9.46%	3.28	11.65%	103.25%	1.08%	6.64%	4.41	6.14%	-5.88%	高铁产业
150332	网金融B	-13.05%	3.20	21.42%	82.79%	0.41%	-14.71%	4.71	7.09%	49.57%	互联网金融
150300	银行股B	-0.99%	3.13	17.62%	92.46%	0.33%	-5.07%	3.50	6.98%	34.24%	中证银行
150288	钢铁B	-7.41%	3.10	17.16%	93.55%	0.90%	-2.91%	5.16	7.04%	37.98%	国证钢铁
150195	互联网B	-14.46%	3.10	13.88%	102.16%	0.88%	5.04%	43.46	6.28%	-6.47%	中证移动互联
150131	医药B	-1.83%	3.00	20.32%	86.57%	-0.37%	-7.07%	47.63	6.96%	26.66%	国证医药
150292	银行B份	-0.91%	2.96	20.15%	86.57%	0.19%	-5.40%	1.93	7.01%	29.17%	中证银行
150248	传媒B级	-14.09%	2.91	21.57%	83.67%	-0.58%	-6.86%	2.18	6.96%	25.04%	中证传媒
150201	银行业B	-11.84%	2.89	17.55%	93.55%	0.19%	2.68%	93.60	6.30%	-7.29%	证券公司
150149	医药800B	4.09%	2.83	19.36%	89.16%	-0.13%	0.54%	1.39	6.47%	-1.96%	中证800医药
150206	国防B	-14.29%	2.82	17.57%	93.05%	1.16%	5.54%	38.85	6.38%	-4.68%	中证国防
150308	体育B	-14.76%	2.79	19.05%	89.87%	0.19%	2.72%	2.34	6.34%	-6.77%	中证体育
150222	中航军B	-12.82%	2.76	32.05%	58.39%	1.06%	-19.84%	30.28	7.27%	39.18%	军工指数
150296	改革B	-4.55%	2.66	24.37%	73.09%	-0.59%	-3.18%	2.20	6.54%	4.39%	国企改革
150336	军工股B	-12.79%	2.62	23.48%	78.78%	1.73%	-0.47%	1.36	7.28%	30.72%	中证军工
150220	健康B	-3.50%	2.61	36.20%	48.96%	1.04%	-21.14%	4.60	6.78%	7.15%	健康产业
150304	创业股B	-13.49%	2.60	24.57%	76.24%	0.99%	-2.14%	2.89	7.23%	27.07%	创业板50
150210	国企改革	-4.36%	2.56	24.02%	78.36%	-0.36%	0.61%	41.81	6.40%	-7.34%	国企改革
150228	银行B	-0.60%	2.55	23.99%	77.73%	-0.06%	1.22%	25.29	6.40%	-6.77%	中证银行
150199	食品B	3.88%	2.53	27.36%	70.09%	0.18%	-5.00%	4.99	7.17%	20.21%	国证食品
150218	新能源B	-12.19%	2.53	25.06%	75.23%	-0.41%	-0.29%	4.88	6.37%	-7.91%	国证新能
150174	TMT中证B	-11.70%	2.42	26.30%	73.01%	-0.06%	1.56%	1.72	6.50%	-5.92%	中证TMT
150158	金融B	-2.85%	2.39	28.79%	67.04%	-0.22%	-2.22%	11.63	6.59%	-3.99%	中证800金融
150322	煤炭B基	-4.04%	2.31	41.11%	36.74%	-0.09%	-17.53%	1.30	7.20%	20.46%	中证煤炭
502008	国企改革	-3.15%	2.31	29.20%	69.19%	-0.46%	0.04%	2.62	6.63%	-6.78%	国企改革
150230	酒B	-2.12%	2.31	29.28%	65.75%	-0.33%	0.51%	1.64	6.54%	-6.23%	中证酒
150212	新能源车B	-12.18%	2.30	30.53%	62.69%	0.05%	-1.60%	9.99	6.56%	4.68%	CS新能源车
150224	证券B级	-8.73%	2.26	38.83%	42.59%	0.14%	-12.84%	16.14	7.30%	15.03%	证券公司
150193	地产B	-5.67%	2.25	31.91%	60.09%	-1.01%	-1.89%	2.26	6.51%	-7.98%	中证800地产
150019	银华锐进	-5.96%	2.24	30.65%	117.39%	-0.05%	0.74%	32.96	6.61%	-5.76%	深证100
150330	保险B	-2.81%	2.22	30.62%	62.87%	0.38%	1.96%	1.07	6.64%	-4.50%	保险主题
150185	环保B	-6.59%	2.17	31.80%	62.73%	0.13%	1.65%	3.85	6.79%	-4.74%	中证环保
150153	创业板B	-10.64%	2.16	34.74%	53.06%	0.10%	-2.58%	34.21	7.02%	2.81%	创业板指
150260	重组B	-4.87%	2.16	32.27%	61.66%	0.01%	1.32%	1.01	6.79%	-4.96%	CSWD并购
150170	恒生B	-2.39%	2.14	33.73%	55.93%	-0.10%	0.11%	6.22	7.12%	-5.77%	恒生指数
150236	券商B级	-7.46%	2.12	33.59%	56.25%	0.00%	1.12%	3.10	6.74%	-4.85%	证券公司
150187	军工B级	-12.61%	2.07	34.51%	57.12%	0.19%	1.44%	4.39	6.92%	-4.46%	中证军工
150316	工业4B	-9.83%	2.05	36.43%	49.11%	-0.55%	-0.20%	1.07	6.75%	-5.59%	工业4.0
150266	一带B	-2.62%	2.04	39.99%	40.98%	-0.61%	-5.44%	1.39	7.46%	9.99%	一带一路
150270	白酒B	0.40%	2.03	36.67%	48.66%	-0.25%	0.40%	4.51	6.80%	-4.98%	中证白酒
150244	创业B	-8.62%	2.01	36.43%	49.70%	0.25%	1.73%	1.16	6.90%	-3.78%	创业板指
150262	医疗B	-7.66%	1.99	41.51%	37.38%	-0.59%	-5.14%	1.62	7.51%	9.39%	中证医疗
150197	有色B	-9.79%	1.91	43.46%	32.39%	-0.09%	-3.79%	5.68	7.67%	9.88%	国证有色
502050	上证50B	-2.00%	1.90	40.94%	40.28%	-0.36%	0.22%	1.19	6.99%	-4.54%	上证50
150172	生物B	-8.55%	1.87	42.38%	36.44%	-0.22%	-0.41%	34.52	7.03%	-4.93%	证券公司
150101	资源B	-6.70%	1.87	43.64%	76.68%	-0.13%	-2.10%	1.42	6.90%	-6.35%	A股资源
150052	沪深300B	-2.21%	1.86	42.71%	35.01%	-0.50%	-0.25%	1.64706	7.03%	-4.71%	沪深300
150182	军工B	-12.01%	1.86	42.65%	35.26%	-0.41%	-0.17%	31.04	7.04%	-4.64%	中证军工
150178	证保B	-4.73%	1.82	43.84%	32.04%	-0.31%	0.16%	2.19	7.10%	-4.16%	中证800证保
502005	军工B	-10.92%	1.82	43.63%	35.00%	-0.19%	0.37%	3.87	7.22%	-4.05%	中证军工
150204	传媒B	-9.33%	1.81	45.34%	29.31%	-0.65%	-1.46%	2.06	7.07%	-5.53%	中证传媒
502012	证券B	-6.75%	1.77	44.45%	33.04%	0.49%	1.49%	1.40	7.37%	-2.86%	证券公司

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

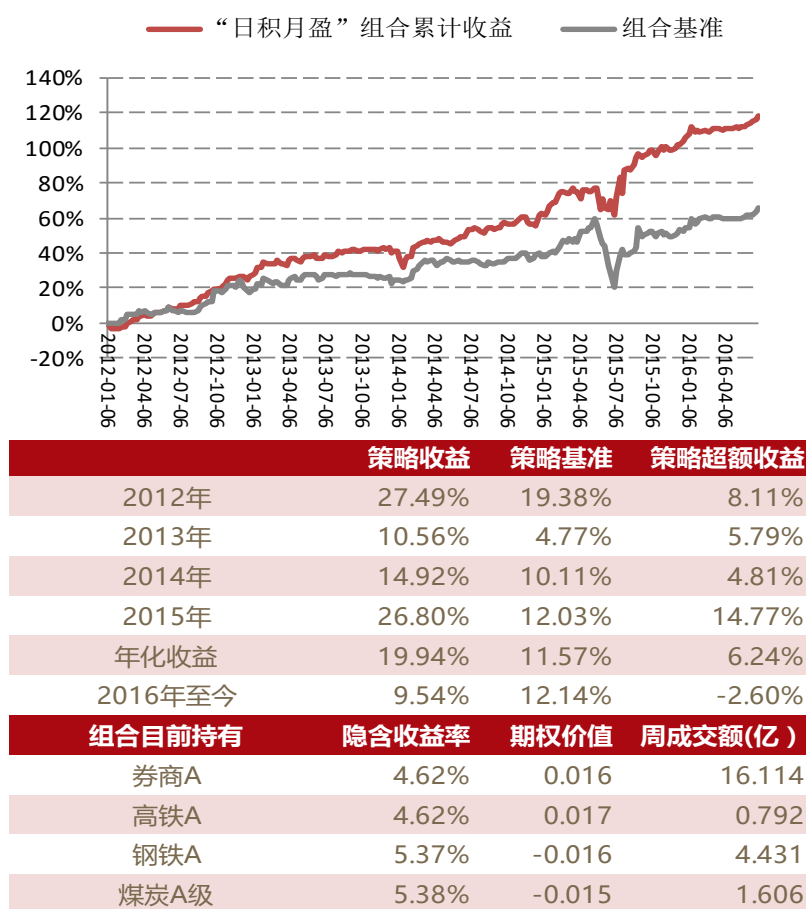
## 6. “日积月盈”分级 A 组合策略

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 0.63%。本周调出房地产 A（150117），调入煤炭 A 级（150289），组合目前持有券商 A（150200）、高铁 A（150277）、钢铁 A（150287）、煤炭 A 级（150289）。

图表 17：“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：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com