

## 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  
2015.05.23

金融工程高级分析师：楼华锋  
执业证书编号：S1220514080011  
TEL: 021-50432679  
E-mail: [louhuafeng@foundersc.com](mailto:louhuafeng@foundersc.com)

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](mailto:gaozijian@foundersc.com)

金融工程分析师：陈杨城  
执业证书编号：S1220515040003  
TEL: 021-50460365  
E-mail: [chenyangcheng@foundersc.com](mailto:chenyangcheng@foundersc.com)

### 相关研究：

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《提高 A 的约定收益率能否出奇制胜》

《谁是接盘侠——买入空仓位中航军工分级 B 的逻辑》

《因为纯粹，所以专一：从替代性需求的角度分析分级基金交易价值》

“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：中航军工分级成功能否复制

高约定收益率的中航军工分级空仓上市一个月规模暴增至 145 亿，关于该产品的争议颇多。虽然方正金工在其未上市时就看好高约定收益率的产品，但是该产品规模短时间的成功主要因为第一周 B 端的错误定价和之后几周的 AB 估值争议带来的连续溢价。我们认为随着投资者对于+5 条款产品定价的清晰，后续+5 分级很难复制其成功模式。

但是通过对比两个医药分级医药 B 和医药 800B，三个地产分级地产 B、地产 B 端和房地产 B 的杠杆和规模走势图，我们发现投资者偏好高杠杆的 B 级，长期看好+5 条款产品。

### ➤ 分级 A 投资策略：

受国债期货和新股等多重影响，上周分级 A 波动较大，全周最终平均隐含收益率上升至 6.23%。近期上折分级产品较多，上折前对应 A 类抛压明显，下周建议规避中证 90A、地产 A 端、国企改革 A 等 A 端。

随着大量分级上市，供给增加明显，整体 A 类的上升机会不大，但是随着竞争激烈有些 B 端的规模被新进者分流，对应 A 端的机会可能较大，证券和银行是两大值得关注的 A 类个券表现活跃的板块。

### ➤ 分级 B 投资策略：

上周主板反弹，中小创业板依旧高歌猛进，行业板块方面，所有板块都有不同程度上涨，涨幅超过 10%的板块有 15 个，多个分级产品触发上折。

国企改革 B 已经触发上折目前仍然低估近 2%值得关注，另外离上折较近的地产 B 端和中证 500B 低估比率分别为 4.78%，4.62%，一旦上折大概率估值会修复，值得关注！

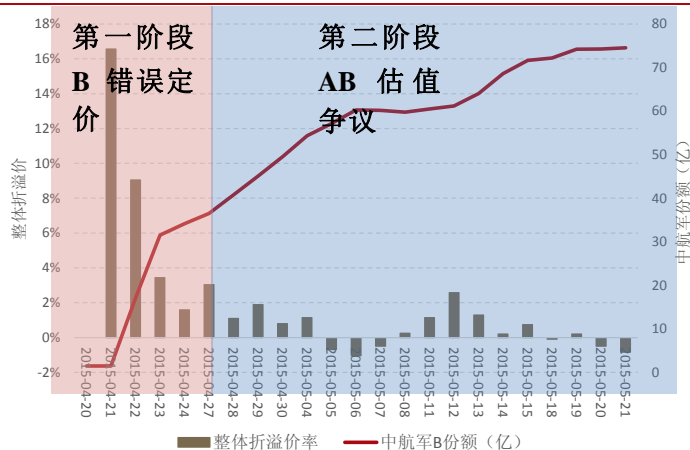
### ➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

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”。本策略上周组合收益率为-0.23%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

## 1. 本周思考：中航军工分级成功能否复制

上市一个月，规模暴增 50 倍，前海开源中航军工从一支规模不足 3 亿的小基金，一跃成为坐拥超过 145 亿的分级基金，不仅仅是军工类分级的大哥，更在所有分级中规模位列前三。虽然我们在中航军分级上市前的报告《提高 A 的约定收益率能否出奇制胜》中明确看好+5 条款的分级产品，但是该产品的成功是否如我们预期呢？本周我们想解读导致中航军 B 成功的因素分别有哪些，以及讨论这些成功因素能否被复制。

图表 1：中航军 B 上市以来规模变化

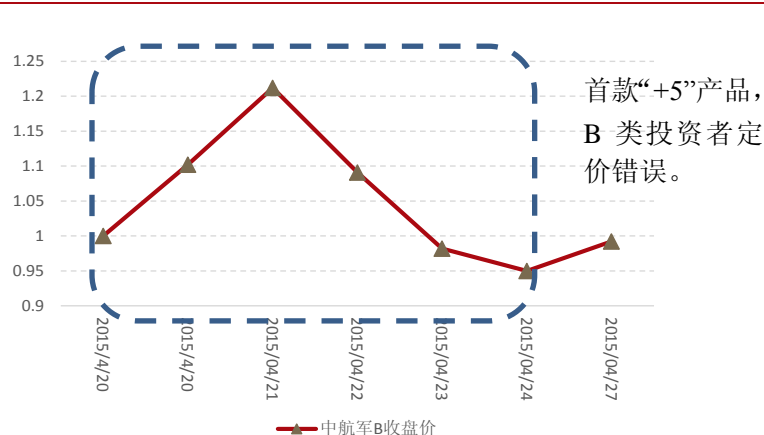


数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

### 1.1 首款“+5”产品，定价未有先例

中航军 B 是市场上第一款约定收益率“定存+5”的分级，之前没有如此高约定收益率的产品，这可能导致产品刚上市后没有定价参照物，B 投资者定价错误，造成了中航军 B 上市后连续两天的涨停，之后又经历三个半跌停的过山车式行情。此外刚上市的第一周还有不少 B 投资者不清楚他空仓的特性，再赶上一轮军工行情，产品规模因此由 3 亿扩大至 70 亿。

图表 2：中航军 B 上市后价格大幅波动



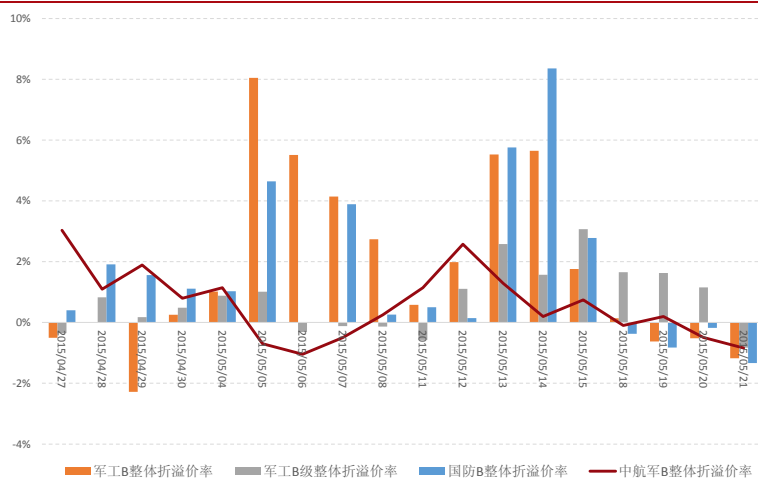
数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

## 1.2 空仓不是主要因素，定价分歧是关键

其后几周，中航军 B 规模还在不断猛增，单纯的从空仓角度去考虑问题难免有些牵强，B 类投资者在其上市两周后还不知晓他空仓的概率不大。

再者，如果真的是空仓导致的，当军工行情来临时，投资者蜂拥而至买 B 导致整体溢价，进而由套利资金扩大规模，那么中航军 B 的整体溢价率应该和军工 B、军工 B 级、国防 B 的变化趋同，事实证明中航军 B 的整体溢价率和其他军工类分级的变化趋势相关性不高。

图表 3：中航军 B 上市以来规模变化

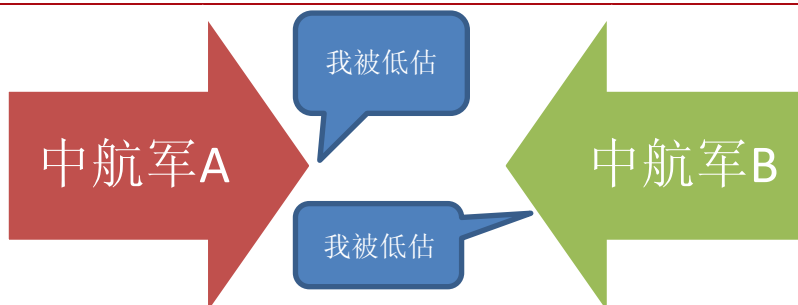


数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

方正金工认为，第一周过后导致产品出现溢价的主要原因是 AB 两端投资者的定价分歧。A 类投资者认为 A 隐含收益率显著高于其他分级 A，长期持有价值大；B 类投资者认为考虑期权价值后，A 纯债收益率还低于同类产品，A 目前被高估，B 被低估；此外对比其他军工类 B，中航军 B 杠杆高，如果触发下折还有额外收益（其他军工类 B 有额外亏损），对 B 来说，可谓好处多多。

当 AB 两端出现定价分歧时，AB 同时买入造成整体溢价率上升，这可能是中航军 B 母基规模从 70 亿扩大至 145 亿的奥秘。

图表 4：AB 定价分歧



数据来源：方正证券研究所

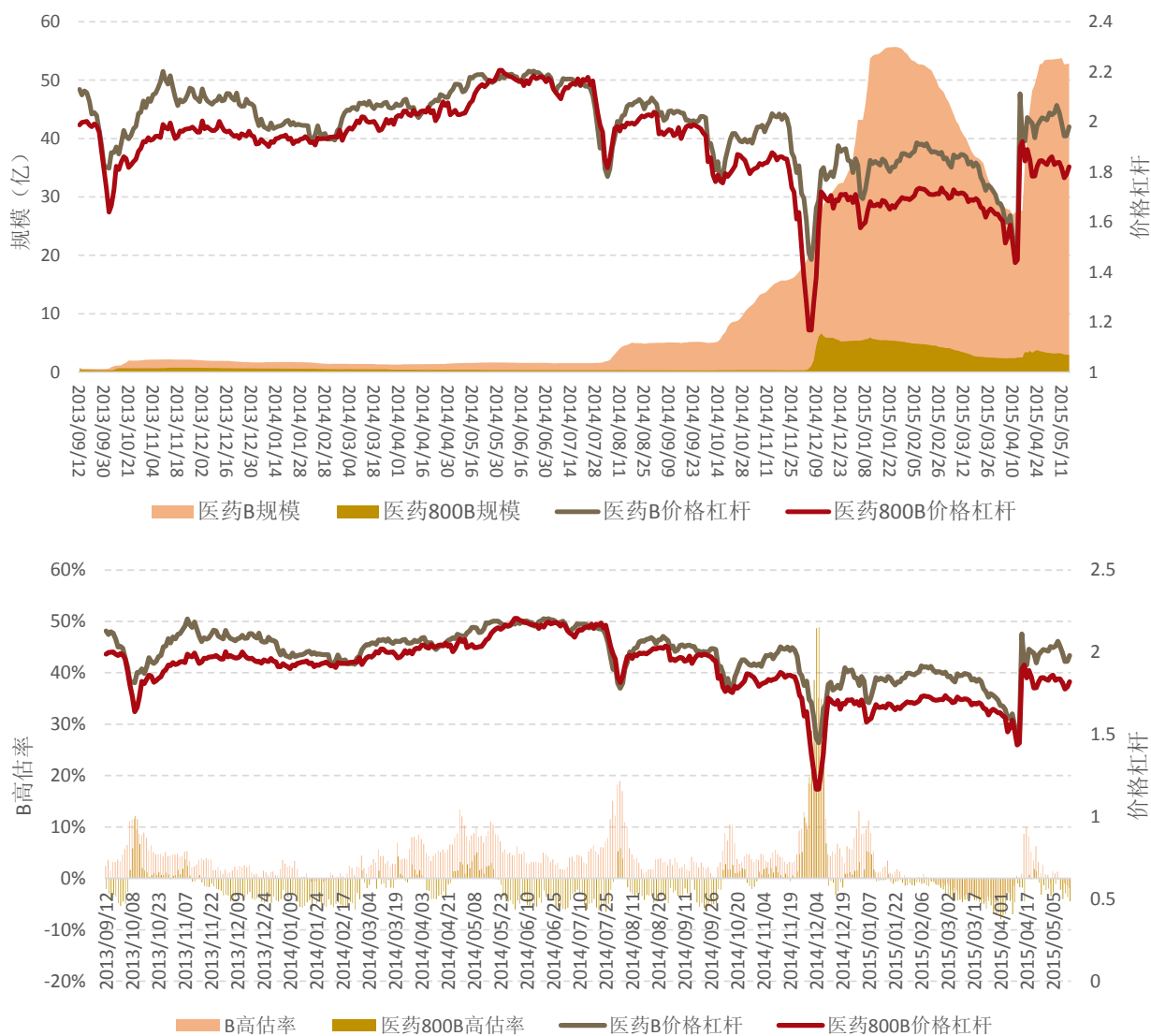
## 1.3 定价分歧难再现，高杠杆率可复制

综上所述，中航军 B 是市场第一款“定存+5”的产品，定价分歧是导致规模猛涨的关键。但目前来看，定价方面的分歧逐渐缓和，随着 AB 两端投资者对定价达成共识，之后新发的同类产品，AB 齐涨停的风光恐难再现。

虽然短期规模暴增的现象难以再现，提高 A 的约定收益率带来的高杠杆率可复制。高杠杆和规模增加密切相关，高杠杆的产品往往比低杠杆的分级更受欢迎，相同情况下，估值更高。在行情来临时，高杠杆 B 相比同行业分级更容易被超买导致溢价；在标的盘整期，高杠杆 B 吸引力高更容易守住规模。

以医药 B 和医药 800B 为例，这两款产品由于约定收益率的不同，医药 B 为“+4”，医药 800B 为“+3.2”，这导致医药 B 的杠杆更高，估值更高，其规模长期高于医药 800B。

图表 5：市场交易情绪



数据来源：Wind, 方正证券研究所

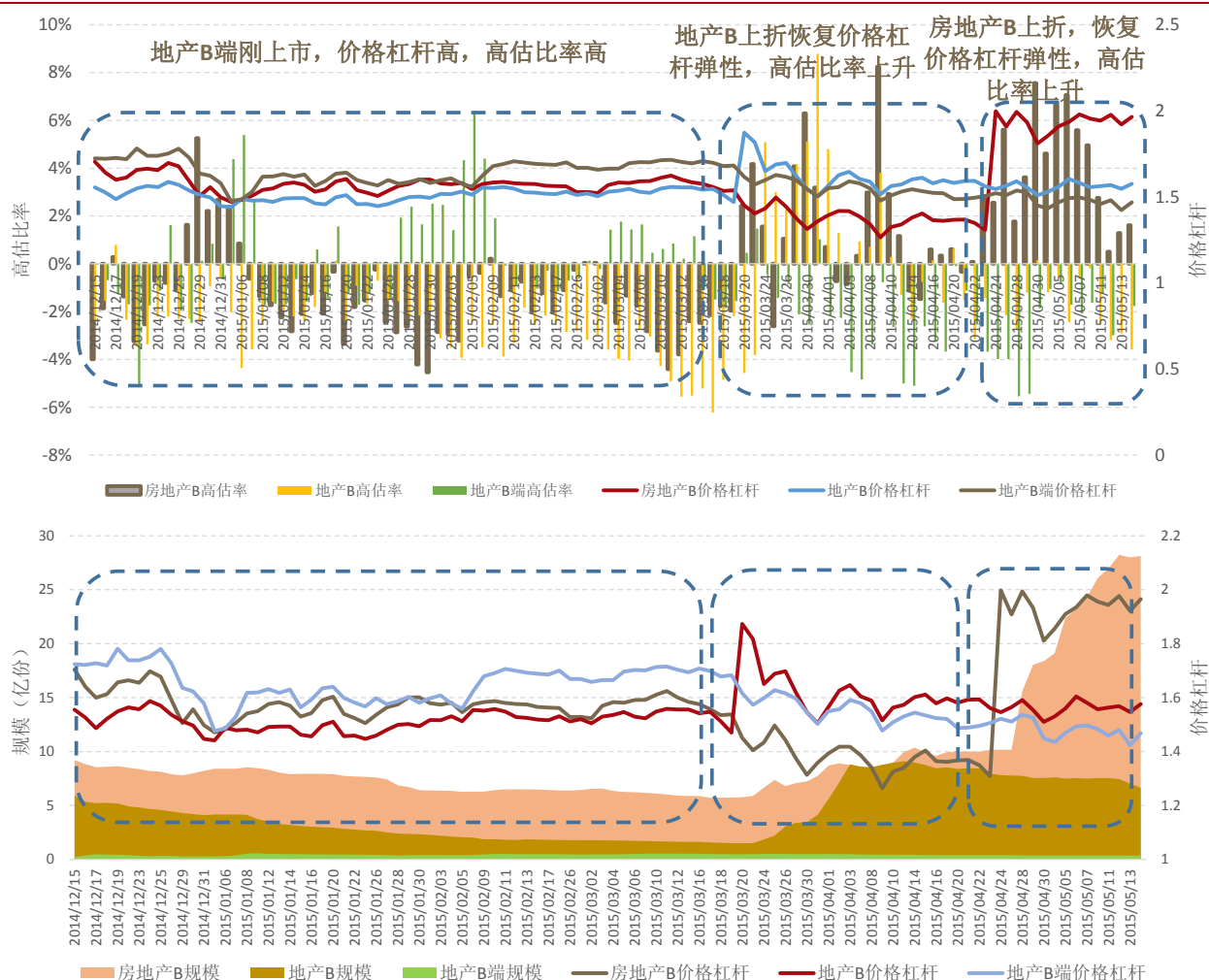
同样的，看三支房地产分级房地产 B、地产 B 和地产 B 端的价格杠杆、高估率和产品份额。

地产 B 端刚上市时，价格杠杆高，所以高估率在多数情况下更高，地产 B 端规模在该阶段翻了一倍，但由于初始规模太小，流动性不高，跟踪指数是 300 地产弹性差，规模没能赶超剩余两只。

3 月 20 号，地产 B 触发上折，价格杠杆恢复弹性，在很长一段时间内，B 高估比率领跑三支地产分级，规模出现一段猛涨；4 月 24 号，房地产 B 触发上折恢复杠杆活力，投资者继而转向房地产 B，在另两只分级 B 高估率为负的情况下，房地产 B 高估率始终居高不下，规模翻倍。

由此可见，高杠杆是分级 B 一项关键的交易性价值，维持高杠杆是分级基金长期成功的关键。提高 A 约定收益率，降低上折阈值（1.5 而不是 2）都有助于提高杠杆，增加分级 B 的吸引力。

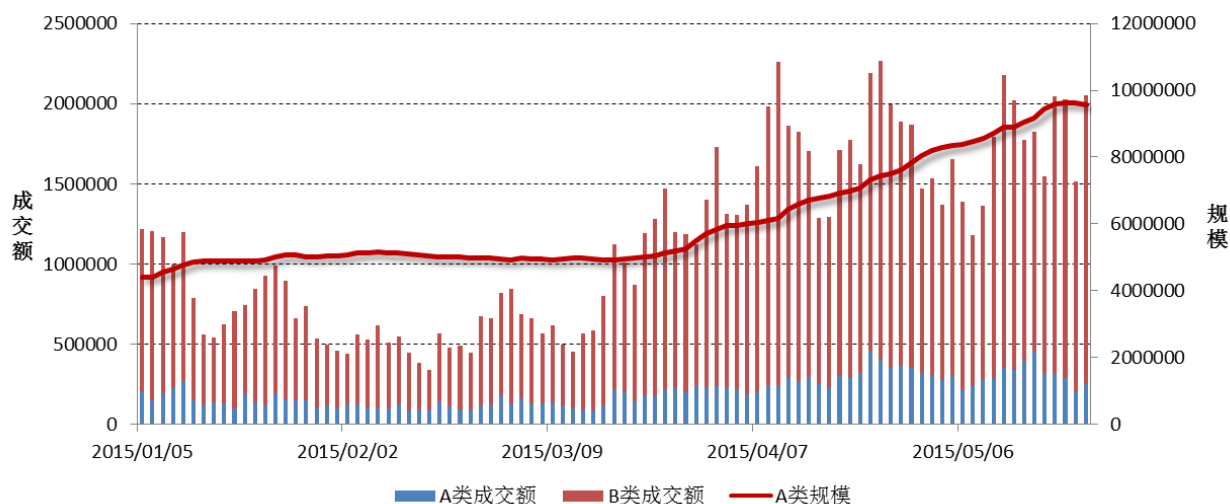
图表 6：市场交易情绪



数据来源：Wind, 方正证券研究所

上周永续分级 A 下跌 0.82%，分级 B 平均上涨 6.50%。上周市场份额增速放缓，整体成交量相对上周有所放大。

图表 7：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

于近期发行上市交易的新分级基金共有 9 支，分别是长盛中证申万一带一路、易方达生物科技、易方达并购重组、申万菱信传媒行业、鹏华中证高铁产业、鹏华中证新能源、易方达银行、招商国证生物医药、前海开源大农业。

图表 8：近期新发行分级基金

母基代码	母基简称	分级A代码	分级B代码	募集起始日	计划募集截止日	基金管理人
502013.OF	长盛中证申万一带一路	502014.SH	502015.SH	2015/5/12	2015/5/26	长盛基金管理有限公司
161122.OF	易方达生物科技	150257.SZ	150258.SZ	2015/5/18	2015/5/29	易方达基金管理有限公司
161123.OF	易方达并购重组	150259.SZ	150260.SZ	2015/5/18	2015/5/29	易方达基金管理有限公司
163117.OF	申万菱信传媒行业	150233.SZ	150234.SZ	2015/5/18	2015/6/5	申万菱信基金管理有限公司
160639.OF	鹏华中证高铁产业	150277.SZ	150278.SZ	2015/5/18	2015/5/29	鹏华基金管理有限公司
160640.OF	鹏华中证新能源	150279.SZ	150280.SZ	2015/5/18	2015/5/29	鹏华基金管理有限公司
161121.OF	易方达银行	150255.SZ	150256.SZ	2015/5/18	2015/5/29	易方达基金管理有限公司
161726.OF	招商国证生物医药	150271.SZ	150272.SZ	2015/5/19	2015/5/29	招商基金管理有限公司
164403.OF	前海开源大农业	150253.SZ	150254.SZ	2015/5/21	2015/6/3	前海开源基金管理有限公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

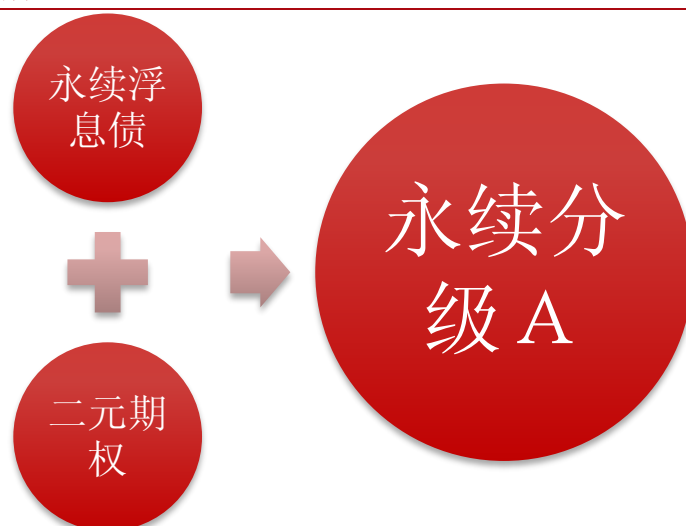


## 2. 分级 A 投资策略

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》。

图表 9: 分级基金 A 产品结构

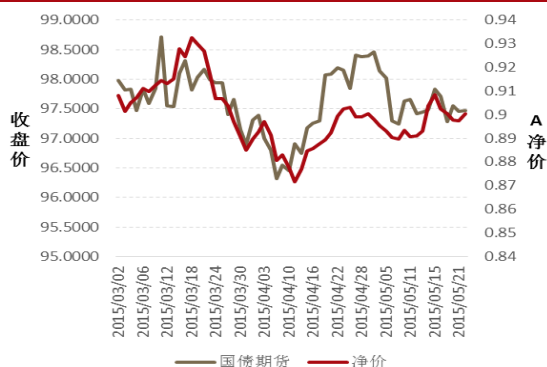


数据来源: 方正证券研究所

### 2.1 多重因素造成本周波动较大

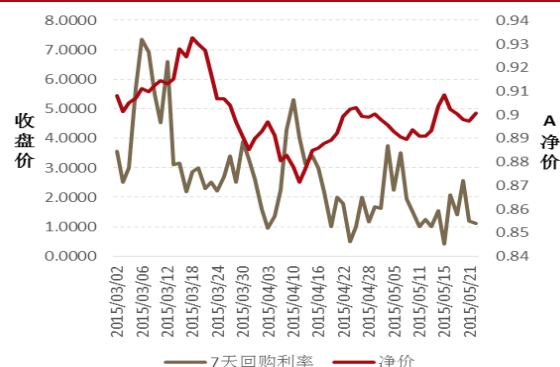
上周国债期货小幅下跌 0.36%, 回购利率有所回升, 受国债下跌和供给增加的双重影响, 分级 A 下跌 0.82%, 隐含收益率为 6.23%, 较上周有所回升。

图表 10：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 11：分级 A 净价与资金面



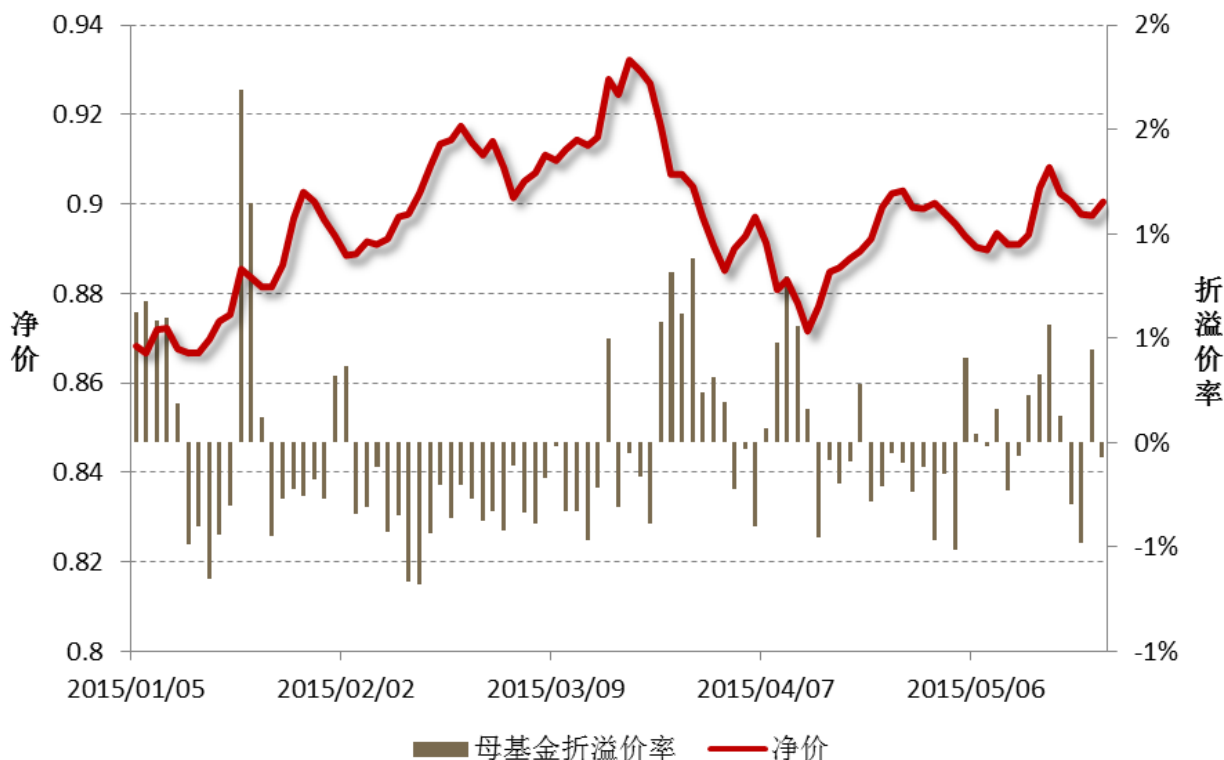
数据来源：Wind, 方正证券研究所

## 2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著

分级 A 的价格容易受到套利资金的影响，关注相关产品折溢价对于研判 A 的短期涨跌幅意义重大。当溢价过大时，套利资金入场进行溢价套利，申购母基金后拆分成 A、B 份额分别卖出，这一过程会打压 A 类的价格，造成对 A 类的错杀；反之当折价时会有大量 B 类持有者选择买入 A 配对转换赎回，拉升 A 的价格。

上周母基金由溢价转为折价，目前折价率不足 0.07%，从分级基金整体来看没有过多套利机会，但是鹏华信息的套利机会明显连续多日整体大幅溢价。

图表 12：分级 A 净价与母基折溢价率



数据来源：方正证券研究所



图表 13：母基金折价率（A+B 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						
160626	鹏华信息	8.80%	48728	22343	6.50	270.60%
165515	信诚300	3.63%	8450	7282	4.72	7.56%
161816	银华90	1.48%	1379	3571	2.28	-1.99%
163114	申万环保	0.85%	11176	20700	12.86	-8.00%
165519	信诚医药	0.79%	3500	3736	2.67	-7.52%
165522	信诚TMT	0.70%	2125	8976	3.50	-2.32%
164401	健康分级	0.55%	35026	13036	7.93	-5.25%
164705	添富恒生	0.53%	26321	23221	27.29	9.85%
163115	申万军工	0.00%	30201	22248	8.46	59.88%
161022	富国创业	0.00%	57657	72025	21.85	9.73%
母基金溢价率后十名						
160218	国泰地产	-0.88%	64373	36204	23.35	-17.13%
165521	信诚金融	-0.93%	21926	67191	51.98	-0.03%
160631	银行指基	-0.96%	201441	107870	70.81	41.70%
160628	鹏华地产	-1.13%	11479	8779	4.98	-20.93%
160224	国泰TMT	-1.15%	31699	19069	4.84	78.51%
160630	鹏华国防	-1.32%	55334	33961	13.87	31.65%
163113	申万证券	-1.35%	94746	319095	186.30	0.17%
165520	信诚有色	-1.36%	32489	21404	11.24	33.53%
161826	银华转债	-1.54%	27834	7948	12.89	-8.32%
160221	国泰有色	-1.83%	65143	52554	40.63	-0.50%

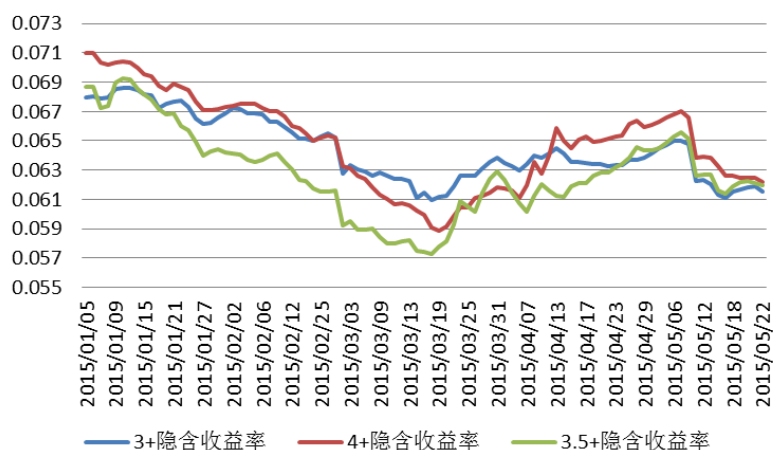
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 2.3 期权价值定价影响减弱

方正金工之前发布的专题《她的美还未曾被发现——分级基金A专题报告》对分级A的期权价值做了深入的讨论，研究发现折溢价、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比和无风险利率等因素共同决定于分级A的期权价值。

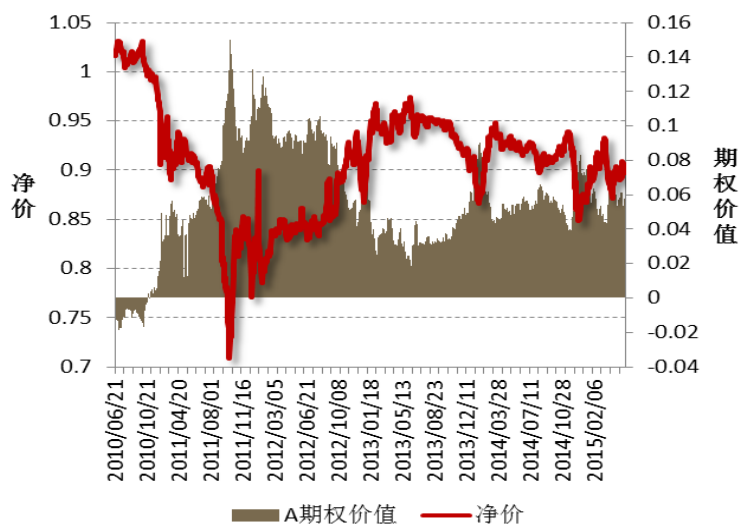
目前不同期权价值的产品的隐含收益率差距有所减小，期权价值定价减弱。

图表 14：不同条款产品隐含收益率走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 15：市场期权价值走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 16：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	-1.65%	-0.39%	16555	1.44%	72.70	6.85%	-0.035	6.63%	-8.99%	5.84%
150219	健康A	-0.97%	0.55%	7005	-5.25%	7.93	6.62%	-0.011	6.55%	-5.99%	1.89%
150196	有色A	0.71%	-1.83%	13029	-0.50%	40.63	6.36%	0.010	6.43%	-2.13%	-1.74%
150169	恒生A	-1.05%	0.53%	5264	9.85%	27.29	6.35%	0.098	7.20%	-1.89%	-16.94%
150186	SW军工A	-1.01%	0.00%	6040	59.88%	8.46	6.32%	0.095	7.14%	-1.47%	-16.17%
150227	银行A	-0.48%	-0.96%	40288	41.70%	70.81	6.31%	0.099	7.17%	-1.34%	-16.72%
150223	证券A级	-0.82%	-0.09%	6349	20.41%	25.27	6.30%	0.027	6.48%	-1.12%	-4.66%
150241	银行A级	-0.36%	-0.14%	1918	5.93%	3.33	6.29%	0.097	7.11%	-0.99%	-16.45%
150235	券商A级	#REF!	-0.10%	5207	#REF!	4.18	6.29%	0.097	7.11%	-0.99%	-16.45%
150213	国投创A	-2.73%	0.52%	301	-2.92%	1.49	6.27%	0.043	6.58%	-0.72%	-8.21%
150229	酒A	-1.86%	1.89%	1197	-4.37%	1.90	6.26%	0.093	7.04%	-0.52%	-16.04%
150179	信息A	-6.67%	8.80%	9746	270.60%	6.50	6.26%	0.094	7.04%	-0.52%	-16.08%
150150	有色800A	0.69%	-1.36%	6498	33.53%	11.24	6.25%	0.075	6.84%	-0.40%	-12.74%
150051	沪深300A	-2.20%	3.63%	1690	7.56%	4.72	6.25%	0.093	7.03%	-0.40%	-15.90%
150211	新能源车A	0.00%	-0.79%	4541	-2.85%	14.94	6.24%	0.045	6.56%	-0.29%	-7.83%
150152	创业板A	-2.02%	0.00%	11531	9.73%	21.85	6.24%	0.047	6.58%	-0.29%	-7.90%
150184	环保A	-3.43%	0.85%	2235	-8.00%	12.86	6.24%	0.000	6.24%	-0.24%	-15.00%
150217	新能源A	-1.96%	-0.59%	1274	-6.20%	7.38	6.24%	0.090	6.98%	-0.16%	-15.66%
150181	军工A	0.36%	-0.08%	22883	8.20%	61.03	6.22%	0.089	6.95%	0.07%	-15.54%
150205	国防A	0.24%	-1.32%	11067	31.65%	13.87	6.21%	0.089	6.94%	0.19%	-15.45%
150198	食品A	-0.98%	60.30%	1346	-0.91%	8.75	6.20%	-0.005	6.17%	0.40%	0.80%
150177	证保A	0.12%	-0.40%	3574	1.67%	46.99	6.20%	0.088	6.91%	0.43%	-15.16%
150173	TMT中证A	-2.73%	0.70%	425	-2.32%	3.50	6.20%	0.000	6.20%	0.43%	-15.16%
150171	证券A	-0.35%	-1.35%	18949	0.17%	186.30	6.19%	0.086	6.89%	0.59%	-15.00%
150194	互联网A	-0.46%	-0.38%	1704	1.66%	9.61	6.18%	0.087	6.89%	0.66%	-14.95%
150130	医药A	0.00%	-0.48%	11644	-8.17%	48.06	6.17%	0.000	6.17%	0.91%	1.31%
150215	TMTA	1.29%	-1.15%	6340	78.51%	4.84	6.16%	0.084	6.83%	1.05%	-14.64%
150157	金融A	0.44%	-0.93%	4385	-0.03%	51.98	6.16%	0.064	6.64%	1.05%	-11.21%
150203	传媒A	0.94%	-0.83%	2385	-2.15%	6.24	6.15%	0.083	6.81%	1.25%	-14.47%
150117	房地产A	2.81%	-0.88%	12875	-17.13%	23.35	6.14%	-0.010	6.08%	1.37%	1.77%
150190	NCF环保A	0.10%	-0.42%	2375	-7.97%	10.66	6.11%	-0.013	6.03%	1.88%	2.28%
150209	国企改革A	-1.12%	-0.79%	14603	-1.19%	35.08	6.10%	0.000	6.10%	1.92%	-13.67%
150200	券商A	-0.11%	-0.78%	4471	2.52%	41.65	6.04%	0.073	6.59%	2.93%	-12.71%
150148	医药800A	-0.66%	0.79%	700	-7.52%	2.67	6.04%	0.000	6.04%	3.12%	-9.64%
150100	资源A	1.23%	-0.56%	1776	-13.05%	5.79	5.95%	0.000	5.95%	4.58%	-11.45%
150192	地产A	0.79%	-1.13%	2296	-20.93%	4.98	5.93%	0.065	6.41%	4.88%	-11.39%
150123	建信50A	4.83%	-1.02%	636	-8.43%	1.66	5.90%	-0.074	5.54%	5.44%	14.08%
150030	中证90A	-2.69%	1.48%	276	-1.99%	2.28	5.81%	0.006	5.85%	6.89%	-1.07%
150143	转债A级	1.84%	-1.54%	5567	-8.32%	12.89	5.71%	0.03	5.91%	8.75%	-7.93%
150164	可转债A	4.75%	-0.62%	788	-12.87%	2.35	5.54%	0.000	5.54%	11.96%	-5.18%
150018	银华稳进	-1.57%	-0.62%	4159	-4.48%	23.75	5.36%	0.010	5.41%	15.79%	-1.96%
150028	中证500A	1.36%	-0.46%	570	-8.74%	1.64	5.33%	-0.011	5.27%	16.53%	2.26%

数据来源：Wind，方正证券研究所

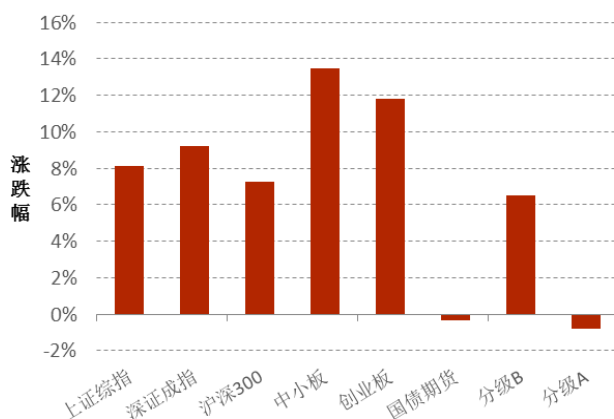
### 3. 分级 B 投资策略

上周主板反弹，中小创业板依旧高歌猛进，行业板块方面，所有板块都有不同程度上涨，涨幅超过 10% 的板块有 15 个。

本周国企改革已经触发上折阈值，国企改 A 高估比率为 1.92%，国企改 B 低估比率为 1.86%，上折分级 B 获得超额收益概率较大，投资者可以重点关注。

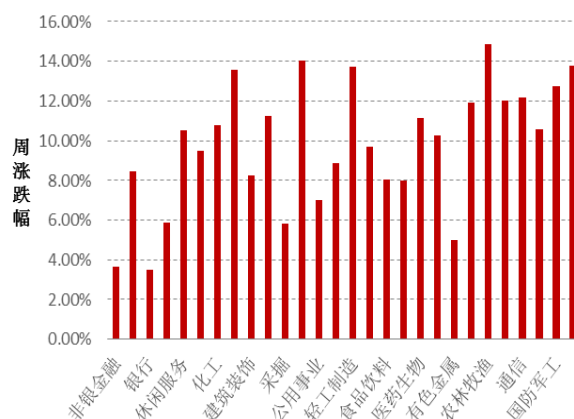
下周中证 90A, 地产 A 端，中证 90A 触发上折概率较大。中证 90A, 地产 A 端，中证 90A 都已高估明显，触发上折其大跌的可能性极大，因此投资者应该规避。地产 B 端和中证 500B 低估比率分别为 4.78%, 4.62%，上折获得超额收益概率较大，投资者可重点关注。

图表 17：市场主要指数和分级基金 AB 表现



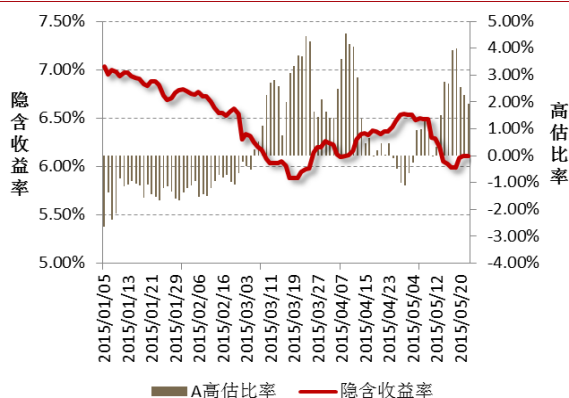
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 18：上周行业表现



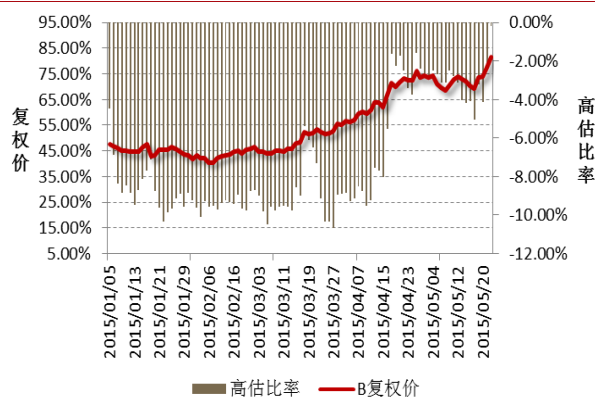
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 19：国企改 A 的高估比率和隐含收益率



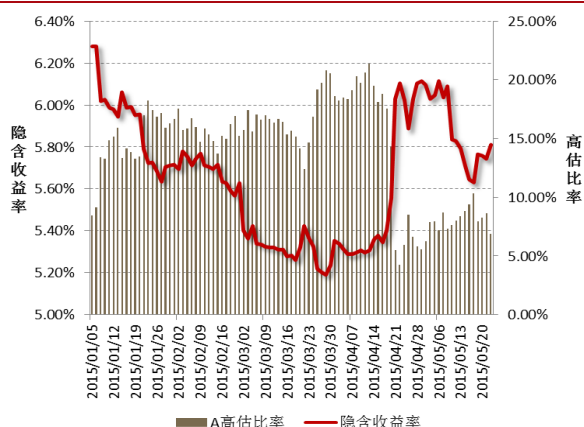
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 20：国企改 B 的价格和高估比率



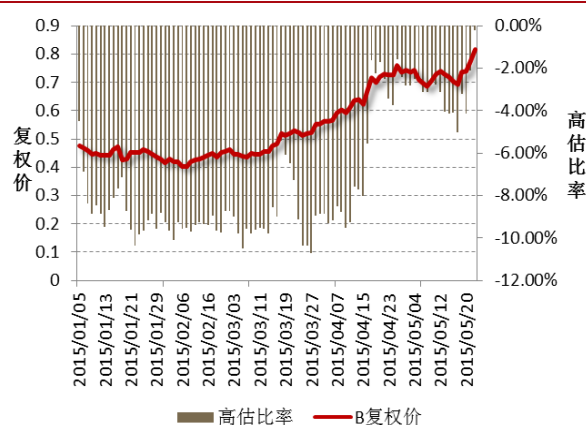
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 21: 中证 90A 的高估比率 and 隐含收益率



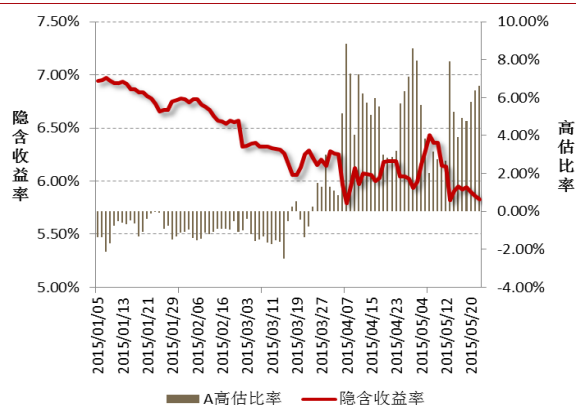
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 22: 中证 90B 的价格和高估比率



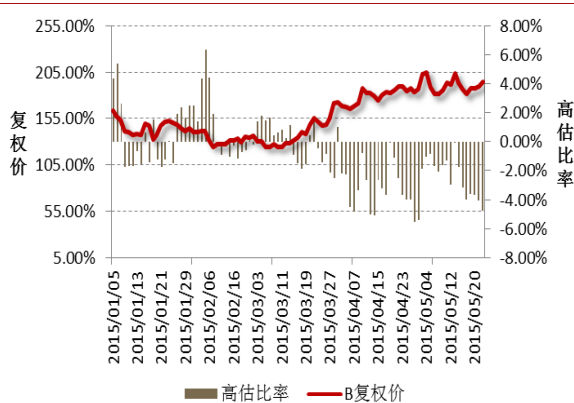
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 23: 地产 A 端的高估比率 and 隐含收益率



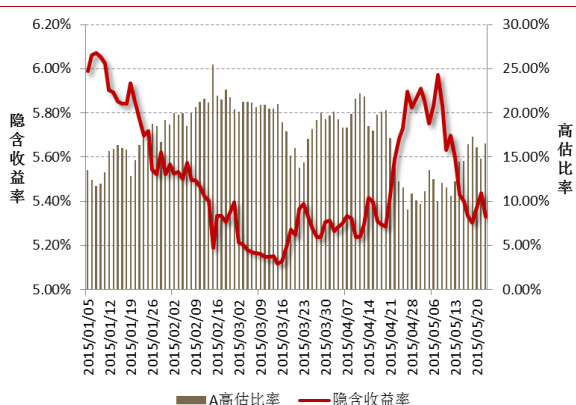
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 24: 地产 B 端的价格和高估比率



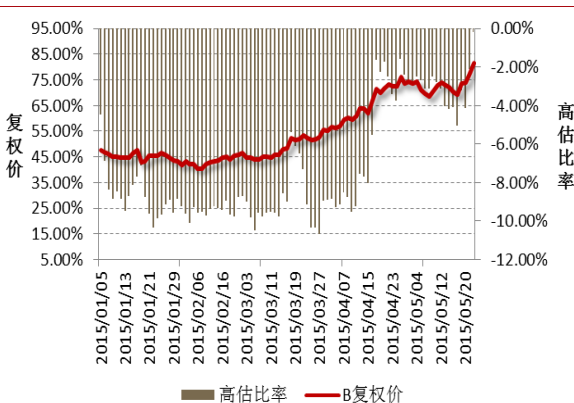
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 25: 中证 500A 的高估比率 and 隐含收益率



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 26: 中证 500B 的价格和高估比率



数据来源: Wind, 方正证券研究所



图表 27：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
150144	转债B级	15.10%	3.03	15.45%	49.25%	-1.54%	14.15%	12.89	7.28%	-17.11%	中证转债
150165	可转债B	13.63%	2.45	26.57%	20.79%	-0.62%	6.78%	2.35	7.42%	-14.43%	中证转债
150222	中航军B	0.53%	2.13	37.88%	47.78%	-0.39%	-6.58%	72.70	8.99%	11.43%	军工指数
150220	健康B	3.13%	2.03	37.21%	49.85%	0.55%	-0.80%	7.93	9.02%	8.38%	健康产业
150118	房地产B	15.09%	1.92	42.19%	84.23%	-0.88%	-3.17%	23.35	8.54%	-2.84%	国证地产
150197	有色B	3.15%	1.90	42.16%	37.75%	-1.83%	-1.90%	40.63	8.63%	-1.56%	国证有色
150153	创业板B	-42.74%	1.86	37.31%	50.45%	0.00%	7.95%	21.85	8.88%	0.25%	创业板指
150131	医药B	24.26%	1.82	45.26%	30.66%	-0.48%	-1.88%	48.06	8.78%	-1.57%	国证医药
150224	证券B级	7.86%	1.80	42.03%	38.12%	-0.09%	3.87%	25.27	8.97%	0.74%	中证全指证券公司
150151	有色800B	-0.52%	1.78	39.08%	45.63%	-1.36%	9.48%	11.24	8.80%	-2.08%	中证800有色
150228	银行B	2.84%	1.76	36.55%	51.67%	-0.96%	15.31%	70.81	8.95%	-0.68%	中证银行
150191	NCF环保B	25.30%	1.76	47.76%	24.58%	-0.42%	-2.36%	10.66	8.83%	-2.08%	中证环保
150187	SW军工B	-39.93%	1.71	38.72%	41.44%	0.00%	15.85%	8.46	8.91%	1.07%	中证军工
150236	券商B级	#REF!	1.70	38.58%	47.06%	-0.10%	15.72%	4.18	9.21%	0.53%	中证全指证券公司
150242	银行B级	10.66%	1.68	39.64%	44.51%	-0.14%	15.10%	3.33	9.25%	0.44%	中证银行
150212	新能源车B	18.76%	1.65	47.93%	24.07%	-0.79%	4.26%	14.94	8.61%	-1.10%	新能源车
150149	医药800B	26.29%	1.64	45.01%	31.35%	0.79%	9.00%	2.67	9.24%	-0.68%	中证800医药
150178	证保B	6.62%	1.63	43.64%	34.29%	-0.40%	11.76%	46.99	9.22%	-0.91%	中证800证保
150019	银华锐进	16.36%	1.60	53.34%	46.74%	-0.62%	0.18%	23.75	8.42%	-8.26%	深证100
150206	国防B	10.47%	1.60	46.82%	27.33%	-1.32%	9.16%	13.87	9.24%	-2.16%	中证国防
150170	恒生B	-0.84%	1.59	43.61%	33.10%	0.53%	15.00%	27.29	10.19%	2.04%	恒生指数
150230	酒B	20.70%	1.59	42.27%	38.12%	1.89%	17.29%	1.90	9.85%	3.42%	中证酒
150172	证券B	7.10%	1.57	48.44%	22.70%	-1.35%	8.27%	186.30	9.23%	-2.39%	中证全指证券公司
150214	国投创B	24.88%	1.57	49.88%	58.98%	0.52%	6.45%	1.49	9.64%	1.25%	创业成长
150158	金融B	6.78%	1.57	50.39%	16.64%	-0.93%	5.89%	51.98	9.18%	-2.01%	中证800金融
150124	建信50B	13.10%	1.57	61.52%	20.41%	-1.02%	-7.79%	1.66	8.95%	-4.28%	央视50
150201	券商B	6.75%	1.56	50.04%	17.00%	-0.78%	7.24%	41.65	9.11%	-2.70%	中证全指证券公司
150052	沪深300B	22.82%	1.56	41.47%	39.79%	3.63%	20.88%	4.72	10.24%	6.28%	沪深300
150182	军工B	14.71%	1.55	47.79%	24.90%	-0.08%	11.02%	61.03	9.62%	-0.17%	中证军工
150216	TMTB	2.10%	1.54	50.55%	17.87%	-1.15%	7.71%	4.84	9.33%	-2.25%	TMT50
150193	地产B	12.73%	1.54	52.49%	13.12%	-1.13%	5.18%	4.98	9.17%	-3.98%	中证800地产
150218	新能源B	18.84%	1.52	50.51%	17.92%	-0.59%	9.32%	7.38	9.65%	-0.81%	国证新能
150204	传媒B	12.40%	1.50	52.70%	12.70%	-0.83%	7.50%	6.24	9.60%	-1.80%	中证传媒
150174	TMT中证B	23.37%	1.44	53.92%	9.81%	0.70%	9.98%	3.50	10.25%	0.82%	中证TMT
150180	信息B	38.87%	1.43	41.76%	39.66%	8.80%	30.51%	6.50	12.09%	14.83%	中证信息
150195	互联网B	13.76%	1.43	56.61%	3.31%	-0.38%	7.39%	9.61	10.11%	-0.81%	中证移动互联
150210	国企改革B	13.56%	1.42	58.26%	-1.70%	-0.79%	5.72%	35.08	9.88%	-1.86%	国企改革
150185	环保B	23.33%	1.40	57.41%	-2.37%	0.85%	9.19%	12.86	10.30%	1.31%	中证环保
150101	资源B	8.90%	1.38	62.41%	18.20%	-0.56%	4.15%	5.79	10.15%	-2.33%	A股资源
150031	中证90B	16.42%	1.32	67.94%	0.65%	1.48%	2.37%	2.28	11.11%	-0.21%	等权90
150029	中证500B	15.65%	1.30	69.36%	10.07%	-0.46%	-1.23%	1.64	10.36%	-4.62%	中证500
150199	食品B	19.07%	0.91	37.50%	50.00%	60.30%	119.80%	8.75	-43.89%	120.68%	国证食品

数据来源：Wind, 方正证券研究所



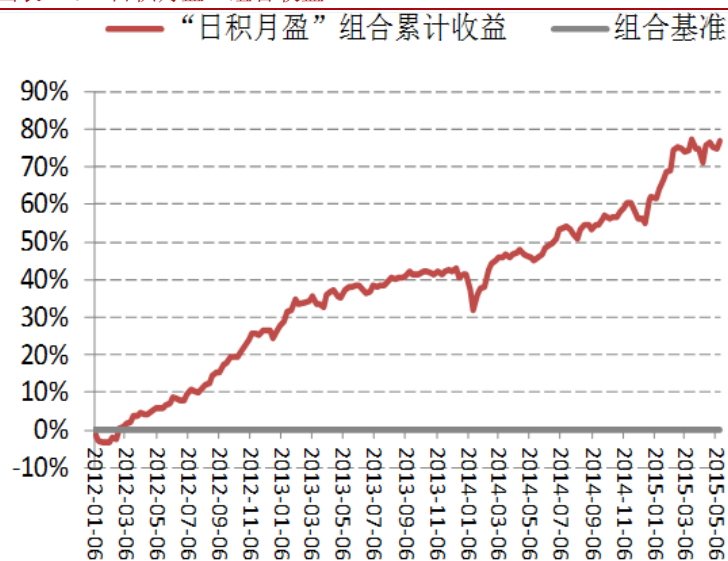
#### 4. “日积月盈”分级 A 组合策略

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 70 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。

由于 2013 年以前，分级 A 较少，在回溯测试中，2012 年选择持仓 2 只，2013 年 3 只，2014 年至今持仓 4 只。本策略上周组合收益率为-0.24%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

图表 28：“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	9.30%	13.73%	-4.43%

组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券A	0.062	0.086	9.475
新能源车A	0.062	0.045	2.271
金融A	0.062	0.064	2.193
恒生A	0.063	0.098	2.632

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：	<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