

2016.07.17

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》

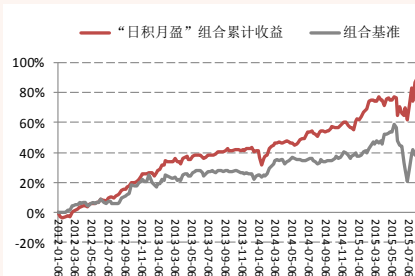
《源于杠杆，高于杠杆-分级 B 专题研究》

《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》

“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：套利火热宛如牛市，无下折 A 持续走高

- 本周军工、券商、传媒分别掀起溢价套利潮，均录得正向收益。7/5、7/6 的军工 B（502005）部分套利盘被累积到 7/11 才能卖出。7/11 军工因南海问题再次站在风口，溢价率不降反升，吸引大量溢价套利投资者。7/13、7/14 分别迎来 3 亿和 2 亿套利盘，至此，上交所军工分级两周内总规模总计扩大约 8.6 亿。

- 无下折 A 价格持续走高。剔除分红影响，H 股 A(150175)自 2 月以来上涨已经超过 8.58%，尤其是近三周上涨超过了 4.77%，深成指 A(150022)三周涨幅 5.22%。

➤ 分级 A 投资策略：

- 分级 A 方面，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.85% 左右。近期分级规模猛涨，溢价套利资金较为活跃。我们建议关注前期规模猛涨，后期规模有缩水趋势的分级 A，例如军工。

➤ 分级 B 投资策略：

- 分级 B 方面，在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是煤炭 B 级，煤炭 B 基和传媒 B 级，跌幅最多的是军工 B，国防 B 和军工 B。近期多个板块均有轮动，套利资金较为活跃，B 类投资者应规避母基持续高溢价的 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 0.074%。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：套利火热宛如牛市，无下折 A 持续走高

本周军工、券商、传媒分别掀起溢价套利潮，均录得正向收益。上交所军工套利的案例因涉及定折停牌、上交所母基金可交易的影响，套利方式多样，我们在小专题《南海局势风云变幻，军工套利血战正酣》中为投资者做了重点描述。

7/5、7/6 的部分套利盘被累积到 7/11 才能卖出。7/11 军工因南海问题再次站在风口，溢价率不降反升，吸引大量溢价套利投资者。7/13、7/14 分别迎来 3 亿和 2 亿套利盘，至此，上交所军工分级两周规模总计扩大约 8.6 亿。

周三起军工降温，传媒发热三支传媒分级受益于 AR 等主题走热，出现溢价，不过溢价持续时间短，套利收益约为 1%。

图表 1：上交所军工 A 套利

日期	总份额	合并溢价	母基溢价	母子溢价	基金折算规则	套利盘情况
2016/7/4	2.0271	0.36%	0.40%	0.04%		
2016/7/5	2.0462	2.49%	2.61%	0.12%		
2016/7/6	2.4899	3.52%	3.56%	0.04%		
2016/7/7	3.1399	4.94%	1.56%	-3.23%	定折当日，正常交易，但不能申购、赎回、拆分、合并	
2016/7/8	3.1691	9.57%	0.60%	-8.19%	定折次日，B 基正常交易，母基和 A 基停牌，不能申购、赎回、拆分、合并	
2016/7/11	3.1691	10.18%	8.85%	-1.20%		共计 1 亿套利盘，A 成交 0.51 亿
2016/7/12	6.2591	9.68%	9.76%	0.08%		
2016/7/13	8.4405	2.79%	2.66%	-0.12%		共计 3 亿套利盘，A 成交 1.52 亿
2016/7/14	10.6284	-0.80%	-0.76%	0.04%		共计 2 亿套利盘，A 成交 1.1 亿
2016/7/15	10.2324	-0.54%	-0.54%	0.00%		

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

第二个分级市场的关注点是银行股分红导致当日基金净值预测出现偏差，我们在小专题《折溢价大变脸，银行 B 套利为何失败》中做了详细的描述。6~7 月是分红集中月，预计未来几个月分红对于指数的影响较小。

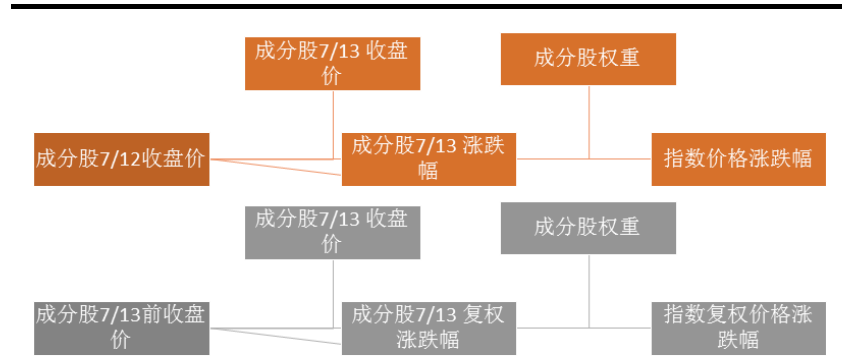
7/13 当日中证银行(399986.SZ)成分股分红。除权除息的股票是招商银行、交通银行和光大银行，分别占权重 11.451%、9.813%和 3.798%，共计约 25%，占比较大。分红除权导致价格自然回落，简单的净值估计方法失真。

按照寻常的基金净值估算方法，我们采用 T-1 日净值\*T 日指数涨跌幅\*预估仓位的方法进行预测。假设仓位为 100%，则当日预估净值应当下跌 0.35%。

然而考虑到分红影响，我们应当调整计算方法，使用成分股的除权除息日（7/13）的“前收盘价”而非股权登记日（7/12）的收盘价计算涨跌幅。指数复权涨跌幅 0.75%，和基金净值表现基本相同。

除权除息价 = (股权登记日的收盘价 - 每股所分红利现金额 + 配股价 × 每股配股数) / (1 + 每股送红股数 + 每股配股数)

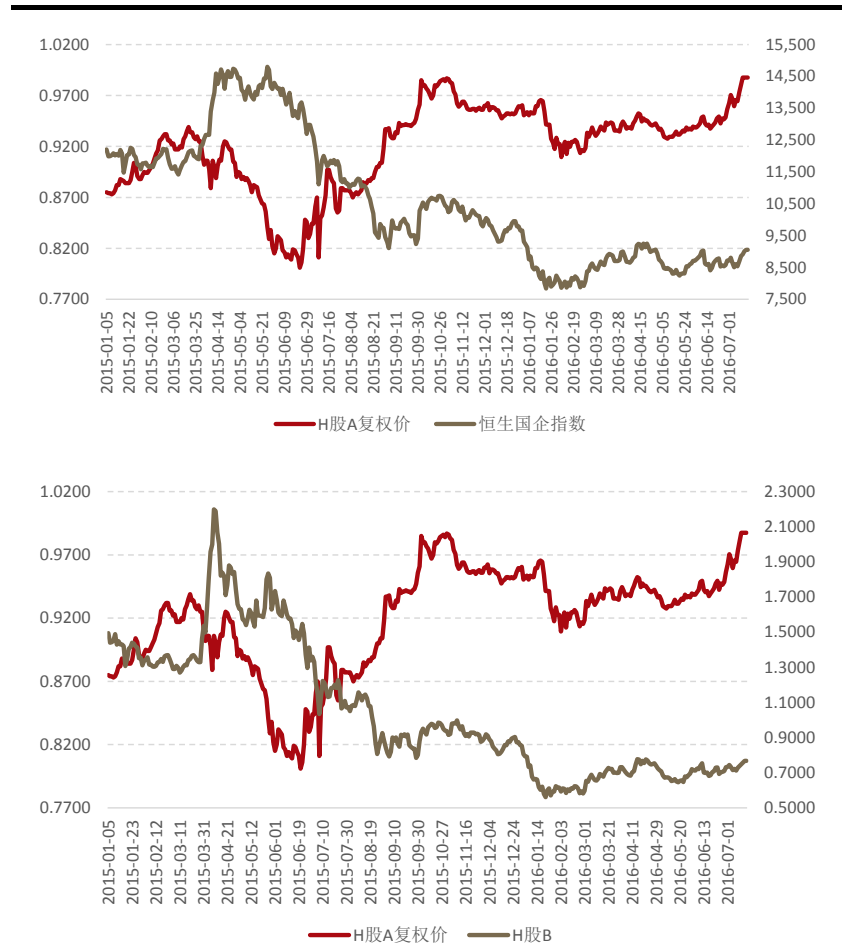
图表 2：两种指数涨跌幅计算方法对比



资料来源：方正证券研究所

第三个市场热点是无下折 A 价格持续走高。剔除分红影响，H 股 A(150175) 自 2 月来上涨已经超过 8.58%，尤其是近三周上涨超过了 4.77%，深成指 A(150022) 三周涨幅 5.22%。

图表 3：H 股 A 价格上涨



资料来源：方正证券研究所

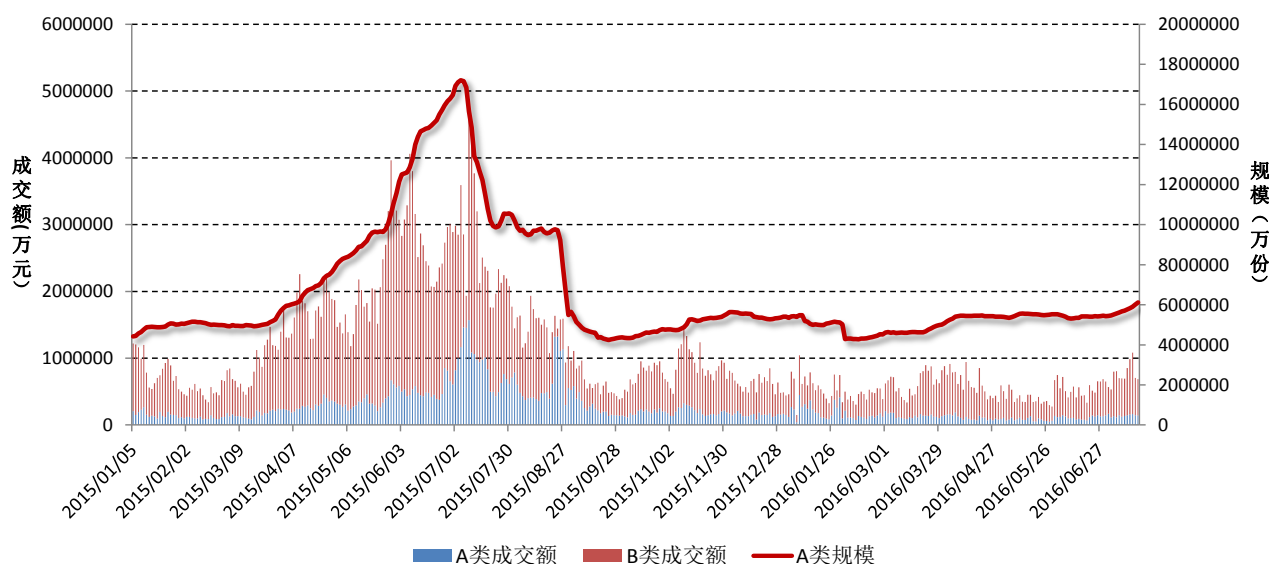
## 2. A/B 投资策略

上周永续分级 A 平均下跌 0.23%，永续分级 B 平均上涨 3.46%。分级份额上涨 6.92%，A 成交额上涨 15.47%，B 成交额上涨 16.93%。

分级 A 方面，永续分级 A 平均下跌 0.23%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.85% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.42%，+3.5 的隐含收益率在 4.95%，+3 的隐含收益率在 4.62%。近期分级规模猛涨，溢价套利资金较为活跃。另一方面市场资金饥渴，接盘力量极其强大，较少出现被套利盘砸低的 A。我们建议关注前期规模猛涨，后期规模有缩水趋势的分级 A，例如军工。

分级 B 方面，在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是煤炭 B 级，煤炭 B 基和传媒 B 级，跌幅最多的是军工 B，国防 B 和军工 B。近期多个板块均有轮动，套利资金较为活跃，B 类投资者应规避母基持续高溢价的 B。

图表 4：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。

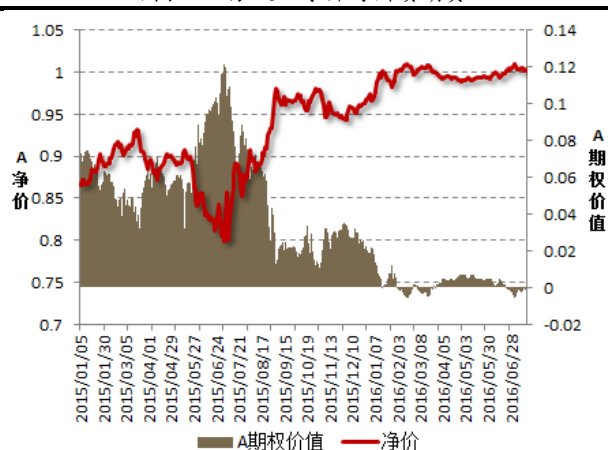
综合影响 B 定价的因素，我们提出行情预期、杠杆和估值三因素理论，对分级 B 做综合选择。分级 B 的选择短期赚估值的钱，中期赚杠杆的钱。优先选取标的行情预期好的，其次在标的指数预期相同的情况下选择杠杆较高的，同时兼顾估值，选取估值绝对值低，并且容易上升的 B。详见专题《源于杠杆，高于杠杆——分级 B 专题研究》。

#### 4. 分级 A 市场回顾

永续分级 A 平均下跌 0.23%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.85% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.42%，+3.5 的隐含收益率在 4.95%，+3 的隐含收益率在 4.62%。

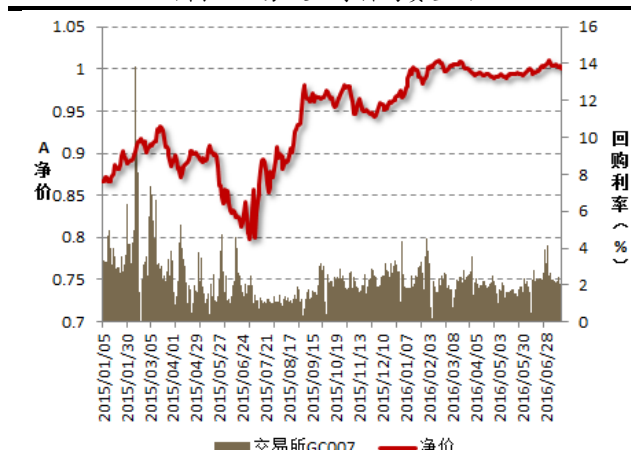
上周涨幅最多的分级 A 是健康 A，创业板 A 和煤炭 A 基，规模扩大最多的是军工 A，传媒 A 和酒 A，整体溢价最多的是改革 A。

图表 5：分级 A 净价与国债期货



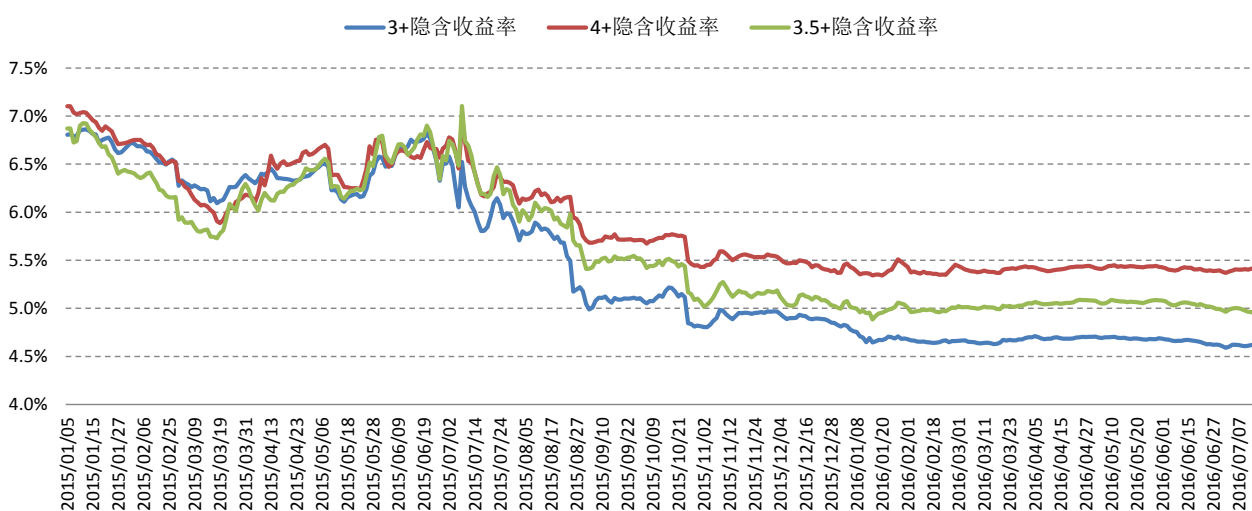
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 6：分级 A 净价与资金面



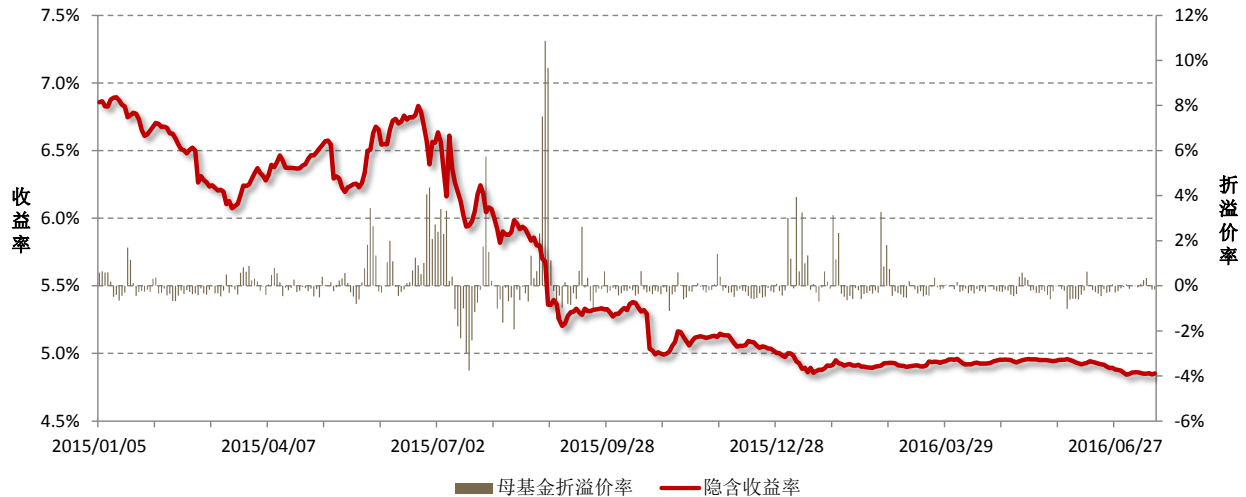
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 7：2015 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 8: 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 9: 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	-0.36%	79009	55755	37.14	88645.43
161720	券商分级	0.18%	87500	107261	80.36	68345.73
160219	国泰医药	-0.16%	58988	34956	43.42	54210.83
163113	申万证券	-0.26%	61033	63722	35.39	48589.02
161024	军工分级	-0.67%	39744	48018	26.10	34774.72
161025	移动互联	-0.06%	45896	48354	42.97	21335.38
160218	国泰地产	0.05%	22986	15322	14.82	16443.30
160629	传媒分级	-0.62%	8444	6392	2.18	9728.83
160628	房地产	-0.62%	8432	5346	2.76	9521.70
168203	钢铁母基	0.99%	13797	5521	4.75	7344.23
母基金溢价率后十名						
168204	煤炭母基	0.90%	7797	5755	3.70	-1209.50
160620	资源分级	-0.79%	1317	1946	1.45	-1329.53
164401	健康分级	-0.44%	1859	1577	4.86	-1436.38
161223	国投成长	-0.71%	10293	11761	10.46	-1493.53
165521	信诚金融	-0.38%	7519	2895	11.82	-1599.80
165315	网金融	-0.42%	5771	6719	5.02	-2430.89
164705	添富恒生	-0.89%	11866	3538	6.75	-6660.88
161812	100 分级	-0.37%	20082	23095	32.82	-10056.45
161022	创业分级	-0.38%	26551	67239	34.83	-12768.21
164402	中航军工	-0.54%	23625	21444	29.41	-16228.61

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所



图表 10：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	0.45%	-0.42%	1154	-4.62%	5.02	5.57%	-0.048	5.33%	-12.53%	7.38%
150321	煤炭A基	0.82%	-0.04%	380	-6.23%	1.42	5.49%	-0.108	5.03%	-11.25%	17.69%
150221	中航军A	0.25%	-0.54%	4725	-5.23%	29.41	5.48%	-0.113	5.00%	-11.07%	18.07%
150130	医药A	-0.19%	-0.16%	11798	14.27%	43.42	5.45%	-0.006	5.41%	-10.60%	0.96%
150117	房地产A	-0.19%	0.05%	4597	12.48%	14.82	5.45%	-0.007	5.41%	-10.60%	0.96%
150289	煤炭A级	0.19%	0.90%	1559	-3.16%	3.70	5.45%	-0.007	5.41%	-10.57%	0.97%
150287	钢铁A	0.00%	0.99%	2759	18.28%	4.75	5.45%	-0.007	5.41%	-10.57%	0.97%
150299	银行股A	-0.29%	-0.19%	523	0.30%	3.40	5.44%	-0.007	5.40%	-10.49%	1.06%
150291	银行A份	-0.29%	-0.50%	228	0.01%	1.92	5.44%	-0.007	5.40%	-10.48%	1.07%
150247	传媒A级	-0.10%	0.90%	904	16.28%	1.58	5.44%	-0.007	5.40%	-10.51%	1.07%
150335	军工股A	-0.19%	-0.06%	183	-0.03%	1.17	5.43%	-0.008	5.39%	-10.31%	1.26%
150303	创业股A	-0.85%	-0.15%	340	-1.27%	2.68	5.43%	-0.008	5.38%	-10.28%	1.30%
150223	证券A级	-0.43%	0.18%	2589	0.22%	14.69	5.39%	-0.068	5.08%	-9.62%	11.03%
150196	有色A	-0.47%	-0.27%	2256	8.97%	5.13	5.36%	-0.016	5.27%	-9.14%	2.61%
150261	医疗A	-0.38%	0.07%	485	18.24%	1.66	5.33%	-0.019	5.23%	-8.75%	3.10%
150265	一带A	-0.19%	-0.69%	229	-3.61%	1.50	5.33%	-0.019	5.23%	-8.73%	3.12%
150198	食品A	-0.47%	-0.55%	455	-0.77%	4.87	5.30%	-0.023	5.19%	-8.28%	3.59%
150219	健康A	1.50%	-0.44%	372	-2.87%	4.86	5.05%	-0.113	4.62%	-3.88%	18.12%
502014	一带一A	0.00%	0.34%	169	0.85%	1.68	5.05%	0.006	5.08%	-3.67%	-0.87%
150295	改革A	0.00%	1.05%	1406	2.48%	1.56	5.04%	0.005	5.06%	-3.47%	-0.72%
150211	新能源车A	0.19%	-0.60%	2539	6.79%	9.51	5.01%	0.001	5.01%	-2.94%	-0.10%
150213	成长A级	0.59%	-0.71%	2059	-1.41%	10.46	5.00%	-0.001	4.99%	-2.76%	0.10%
150152	创业板A	1.36%	-0.38%	5310	-3.54%	34.83	4.92%	-0.010	4.87%	-1.24%	1.66%
150148	医药800A	-0.50%	-0.32%	316	33.53%	1.28	4.82%	0.016	4.90%	0.67%	-2.43%
150157	金融A	-0.58%	-0.38%	1504	-1.34%	11.82	4.73%	0.004	4.75%	2.48%	-0.68%
150200	券商A	-0.10%	0.18%	17500	9.30%	80.36	4.64%	0.020	4.74%	4.39%	-3.02%
502007	国企改革A	-0.41%	0.48%	1127	36.32%	1.90	4.64%	0.020	4.74%	4.52%	-3.07%
150307	体育A	-0.20%	0.24%	392	8.35%	1.97	4.64%	0.019	4.73%	4.49%	-2.92%
150269	白酒A	-0.10%	-0.05%	1556	18.12%	3.28	4.64%	0.018	4.73%	4.50%	-2.92%
150229	酒A	-0.40%	-0.27%	1025	77.76%	1.46	4.64%	0.019	4.73%	4.49%	-2.92%
150205	重组A	-0.10%	-0.36%	15802	31.35%	37.14	4.63%	0.019	4.73%	4.59%	-2.82%
150273	带路A	-0.10%	0.00%	109	3.97%	1.12	4.63%	0.019	4.73%	4.49%	-2.76%
150277	高铁A	0.00%	0.96%	943	19.21%	2.50	4.63%	0.019	4.73%	4.48%	-2.76%
150209	国企改革A	-0.20%	0.12%	2923	0.10%	33.04	4.63%	0.019	4.72%	4.60%	-2.83%
150329	保险A	0.00%	0.37%	393	6.00%	1.00	4.63%	0.018	4.72%	4.60%	-2.83%
150186	军工A级	-0.10%	-0.43%	670	9.09%	3.82	4.63%	0.017	4.71%	4.54%	-2.73%
150171	证券A	-0.20%	-0.26%	12207	15.92%	35.39	4.63%	0.017	4.71%	4.74%	-2.78%
150194	互联网A	0.10%	-0.06%	9179	5.22%	42.97	4.63%	0.019	4.72%	4.71%	-2.73%
150207	地产A端	-0.20%	0.21%	905	15.43%	2.07	4.63%	0.019	4.72%	4.71%	-2.73%
150227	银行A	-0.50%	0.41%	1298	1.97%	24.36	4.63%	0.018	4.72%	4.68%	-2.71%
150177	银行业A	-0.50%	-0.38%	148	-0.59%	2.19	4.63%	0.017	4.71%	4.72%	-2.73%
150192	地产A	-0.50%	-0.62%	1686	52.68%	2.76	4.63%	0.017	4.71%	4.72%	-2.73%
150203	传媒A	-0.50%	-0.62%	1689	80.32%	2.18	4.63%	0.017	4.71%	4.75%	-2.75%
150173	生物A	-0.10%	-0.66%	207	-4.24%	1.85	4.62%	0.017	4.71%	4.81%	-2.63%
150275	一带一A	-0.10%	0.27%	911	9.66%	5.17	4.62%	0.018	4.71%	4.81%	-2.63%
502004	军工A	0.17%	-0.54%	7907	299.60%	3.79	4.62%	0.016	4.70%	5.05%	-2.60%
150184	环保A	-0.20%	-0.10%	199	0.08%	3.90	4.62%	0.016	4.70%	5.06%	-2.56%
150259	重组A	0.20%	-0.49%	136	-2.67%	1.02	4.62%	0.016	4.69%	5.10%	-2.52%
502049	上证50A	-0.10%	-0.57%	129	-1.74%	1.20	4.62%	0.015	4.69%	5.07%	-2.50%
150217	新能源A	0.00%	-0.55%	1826	15.83%	5.27	4.62%	0.016	4.69%	5.00%	-2.42%
150051	沪深300A	-0.10%	-0.40%	516	-0.19%	1.69	4.61%	0.014	4.68%	5.16%	-2.35%
150235	券商A级	-0.20%	-0.54%	168	-0.14%	3.17	4.61%	0.014	4.67%	5.25%	-2.25%
150181	军工A	-0.20%	-0.67%	7949	15.37%	26.10	4.61%	0.014	4.67%	5.27%	-2.25%
150169	恒生A	0.30%	-0.89%	2373	-8.98%	6.75	4.60%	0.013	4.66%	5.46%	-2.05%
502011	证券A	0.20%	-0.08%	887	1.58%	1.36	4.59%	0.012	4.65%	5.70%	-2.00%
150315	工业4A	0.60%	-0.62%	73	-2.83%	1.13	4.59%	0.011	4.64%	5.64%	-1.85%
150243	创业A	-0.30%	-0.33%	92	-1.83%	1.16	4.57%	0.010	4.62%	5.99%	-1.56%
150100	资源A	0.30%	-0.79%	263	-8.42%	1.45	4.55%	0.006	4.58%	6.51%	-1.07%
150018	银华稳进	-0.10%	-0.37%	4016	-2.97%	32.82	4.55%	0.006	4.57%	6.61%	-0.98%
150143	转债A级	0.00%	-0.20%	2	-0.36%	1.00	4.49%	-0.001	4.49%	7.84%	0.19%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所



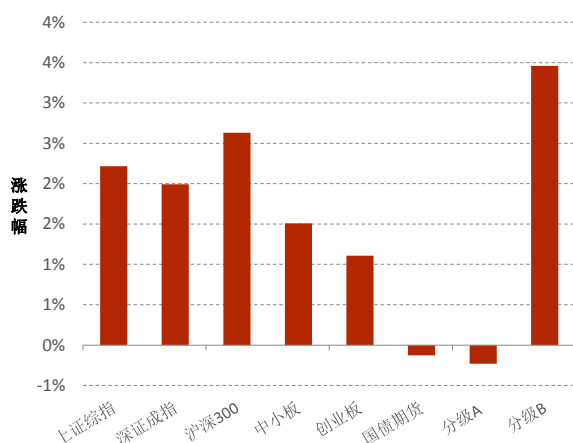
## 5. 分级B市场回顾

上周上证指数上涨 2.22%，上涨最多的行业是电气设备和钢铁，下跌最多的行业是公用事业。

在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是煤炭 B 级，煤炭 B 基和传媒 B 级，跌幅最多的是军工 B，国防 B 和军工 B。

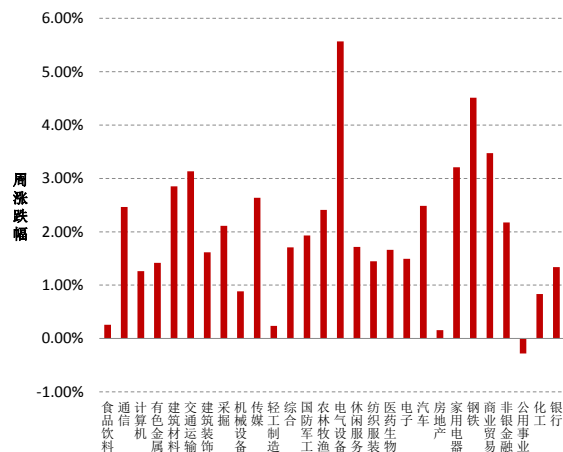
截至上周五溢价最多的分级是改革 B，钢铁 B 和高铁 B，离上折最近的是有色 B，离下折最近的是地产 B 端。杠杆最高的分级是转债 B 级，地产 B 端和一带一 B。

图表 11：市场主要指数和分级基金 AB 表现



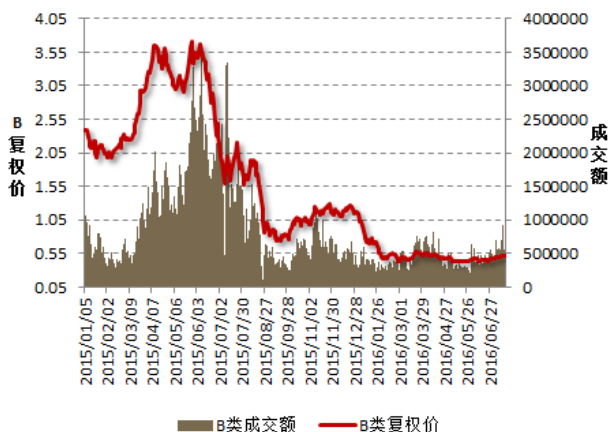
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 12：上周行业表现



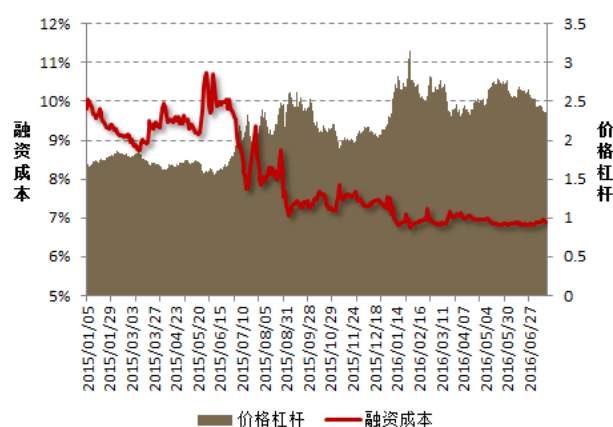
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 13：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 14：上周行业表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 15：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	3.78%	4.02	11.16%	55.93%	-0.20%	-1.36%	1.00	5.98%	-18.51%	中证转债
150208	地产B端	8.36%	3.40	9.50%	112.77%	0.21%	8.07%	2.07	6.25%	-9.17%	地产等权
502015	一带一B	8.55%	3.17	13.81%	101.07%	0.34%	3.07%	1.68	6.67%	10.36%	CSSW丝路
150118	房地产B	7.16%	3.17	15.69%	163.64%	0.05%	-1.86%	14.82	7.08%	34.95%	国证地产
150274	带路B	8.18%	3.15	13.15%	100.27%	0.00%	6.49%	1.12	6.19%	-8.44%	一带一路
150276	一带一B	8.14%	3.14	12.60%	105.48%	0.27%	7.14%	5.17	6.28%	-8.26%	一带一路
150214	成长B级	2.19%	3.03	17.72%	157.73%	-0.71%	-2.10%	10.46	6.63%	3.66%	创业成长
150300	银行股B	7.93%	3.02	17.97%	91.94%	-0.19%	-2.62%	3.40	7.08%	29.98%	中证银行
150290	煤炭B级	19.36%	2.96	17.40%	93.30%	0.90%	0.58%	3.70	7.19%	35.45%	中证煤炭
150292	银行B份	6.45%	2.87	20.47%	86.10%	-0.50%	-3.28%	1.92	7.10%	25.54%	中证银行
150332	网金融B	2.71%	2.85	25.51%	73.59%	-0.42%	-12.13%	5.02	7.23%	33.51%	互联网金融
150278	高铁B	3.59%	2.84	16.32%	92.80%	0.96%	8.73%	2.50	6.35%	-5.01%	高铁产业
150131	医药B	5.47%	2.80	21.02%	85.23%	-0.16%	-2.12%	43.42	7.18%	26.38%	国证医药
150195	互联网B	5.25%	2.78	18.21%	92.31%	-0.06%	5.06%	42.97	6.41%	-7.56%	中证移动互联
150149	医药800B	7.50%	2.76	19.18%	89.87%	-0.32%	3.62%	1.28	6.58%	-2.00%	中证800医药
150288	钢铁B	10.49%	2.74	20.67%	85.64%	0.99%	1.03%	4.75	7.28%	30.88%	国证钢铁
150201	银行业B	3.53%	2.54	22.10%	83.15%	0.18%	5.56%	80.36	6.55%	-5.68%	证券公司
150222	中航军B	0.50%	2.53	37.01%	47.06%	-0.54%	-19.70%	29.41	7.26%	21.20%	军工指数
150308	体育B	7.92%	2.52	22.45%	82.04%	0.24%	5.48%	1.97	6.55%	-5.61%	中证体育
150206	国防B	-5.02%	2.52	23.32%	79.86%	-0.36%	3.60%	37.14	6.50%	-7.01%	中证国防
150248	传媒B级	10.52%	2.50	25.10%	75.69%	0.90%	0.66%	1.58	7.37%	25.22%	中证传媒
150220	健康B	2.86%	2.49	37.59%	46.06%	-0.44%	-19.18%	4.86	6.89%	5.11%	健康产业
150199	食品B	8.51%	2.48	29.06%	66.39%	-0.55%	-6.06%	4.87	7.16%	13.46%	国证食品
150228	银行B	8.42%	2.43	24.23%	77.30%	0.41%	5.30%	24.36	6.58%	-5.17%	中证银行
150296	改革B	10.36%	2.40	25.96%	69.74%	1.05%	3.70%	1.56	6.90%	8.30%	国企改革
150336	军工股B	1.21%	2.39	28.70%	66.85%	-0.06%	-1.83%	1.17	7.36%	18.83%	中证军工
150210	国企改B	7.29%	2.38	25.64%	74.83%	0.12%	4.49%	33.04	6.63%	-5.49%	国企改革
150304	创业股B	5.04%	2.36	29.54%	64.94%	-0.15%	-2.06%	2.68	7.37%	17.88%	创业板50
150218	新能源B	0.51%	2.29	29.07%	66.11%	-0.55%	1.94%	5.27	6.60%	-8.83%	国证新能
150158	金融B	6.46%	2.27	30.37%	63.58%	-0.38%	0.00%	11.82	6.76%	-3.78%	中证800金融
150174	TMT中证B	5.22%	2.25	29.81%	65.02%	-0.66%	1.89%	1.85	6.64%	-6.69%	中证TMT
150322	煤炭B基	12.07%	2.17	43.27%	31.93%	-0.04%	-14.99%	1.42	7.39%	17.23%	中证煤炭
150019	银华锐进	6.39%	2.16	33.09%	110.08%	-0.37%	0.34%	32.82	6.68%	-7.33%	深证100
150230	酒B	1.76%	2.15	31.73%	60.26%	-0.27%	2.96%	1.46	6.76%	-5.22%	中证酒
502008	国企改B	7.37%	2.14	30.71%	65.80%	0.48%	4.89%	1.90	6.96%	-3.81%	国企改革
150170	恒生B	10.17%	2.13	33.63%	56.41%	-0.89%	0.45%	6.75	7.15%	-7.12%	恒生指数
150330	保险B	5.08%	2.11	32.13%	59.57%	0.37%	4.22%	1.00	6.82%	-3.98%	保险主题
150193	地产B	1.98%	2.09	34.19%	54.96%	-0.62%	1.75%	2.76	6.81%	-5.78%	中证800地产
150212	新能源车B	-2.13%	2.08	36.24%	49.55%	-0.60%	-1.13%	9.51	6.74%	2.02%	CS新能源车
150224	证券B级	4.65%	2.06	42.27%	34.89%	0.18%	-9.24%	14.69	7.62%	13.23%	证券公司
150260	重组B	4.23%	2.06	34.84%	55.73%	-0.49%	1.73%	1.02	6.92%	-5.73%	CSWD并购
150185	环保B	4.13%	2.05	34.43%	56.66%	-0.10%	2.61%	3.90	6.96%	-5.01%	中证环保
150153	创业板B	1.18%	2.02	38.66%	44.09%	-0.38%	-2.37%	34.83	7.17%	0.50%	创业板指
150236	券商B级	3.03%	1.99	37.29%	47.78%	-0.54%	1.19%	3.17	6.90%	-5.64%	证券公司
150266	一带B	5.44%	1.97	41.41%	37.87%	-0.69%	-4.08%	1.50	7.61%	8.46%	一带一路
150187	军工B级	-1.47%	1.96	38.10%	42.99%	-0.43%	1.87%	3.82	6.86%	-4.75%	中证军工
150316	工业4B	1.97%	1.94	39.37%	42.31%	-0.62%	0.56%	1.13	6.92%	-5.80%	工业4.0
150244	创业B	2.49%	1.91	40.07%	41.24%	-0.33%	0.82%	1.16	6.99%	-5.44%	创业板指
150270	白酒B	2.14%	1.91	39.12%	43.13%	-0.05%	2.71%	3.28	7.08%	-3.84%	中证白酒
150262	医疗B	0.25%	1.88	43.59%	32.72%	0.07%	-2.44%	1.66	7.82%	9.34%	中证医疗
502050	上证50B	4.72%	1.85	41.97%	38.03%	-0.57%	1.11%	1.20	7.12%	-4.86%	上证50
150052	沪深300B	5.80%	1.80	43.86%	32.51%	-0.40%	1.21%	1.69	7.22%	-4.40%	沪深300
150197	有色B	4.81%	1.75	48.42%	20.98%	-0.27%	-2.32%	5.13	8.02%	7.55%	国证有色
150172	生物B	0.83%	1.75	45.51%	29.20%	-0.26%	1.70%	35.3879	7.38%	-3.67%	证券公司
150101	资源B	7.36%	1.74	47.31%	65.43%	-0.79%	-0.57%	1.45	7.22%	-5.51%	A股资源
150182	军工B	-2.29%	1.74	46.55%	26.26%	-0.67%	0.52%	26.10	7.30%	-4.61%	中证军工
150178	证保B	3.79%	1.73	46.34%	26.37%	-0.38%	1.41%	2.19	7.36%	-3.79%	中证800证保
502005	军工B	-13.59%	1.71	47.59%	25.69%	-0.54%	0.95%	3.79	7.50%	-4.09%	中证军工
150204	传媒B	3.41%	1.71	47.82%	23.56%	-0.62%	0.92%	2.18	7.43%	-4.04%	中证传媒
502012	证券B	3.32%	1.70	47.53%	25.84%	-0.08%	1.30%	1.36	7.54%	-3.77%	证券公司

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

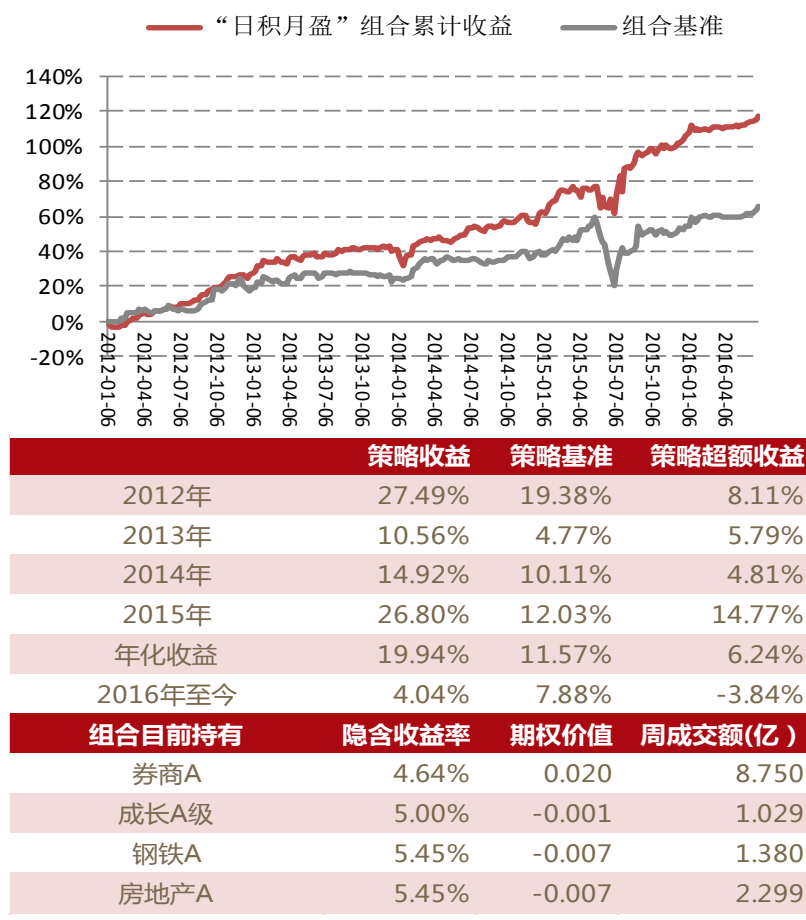
## 6. “日积月盈”分级 A 组合策略

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 0.074%。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 16：“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