

## 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  
2015.05.16

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》  
《谁是接盘侠——买入空仓位中航军工分级 B 的逻辑》  
《机器人已经介入上交所分级母子套利了吗》  
《上交所分级高效赎回可能带来的踩踏担忧》

“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：从替代性需求的角度分析分级基金交易价值

溢价套利的之后不同基金的份额有了显著的差异，富国创业和申万证券是两个典型的例子。方正金工认为，高替代性需求（趋同性）意味着指数较成份股具有更高的吸引力，此时对应的分级基金具有更高的交易价值，规模也更易扩大。从产品设计而言，行业类分级产品优于主题类分级产品，优于宽基类分级产品。

在分级基金出现整体溢价之后，替代性需求对于 A 类估值水平具有比较大的影响。在其它条件相同的前提下，高替代性需求的分级 A 类易受配对转换买入行为的打压，其 A 类我们应该适当规避；相反，低替代性需求的分级 A 类易受配对转换卖出行为的提振，A 的价格有可能在这段时间内持续高估，可适当关注。

#### ➤ 分级 A 投资策略：受多重利好影响，分级 A 价格大幅上涨

受超跌反弹、供给放缓、降息预期减弱等利好因素，分级 A 平均大涨 1.77%，隐含收益率下行 36BP 至 6.19%。

近期军工题材受到热捧影响，军工 B、国防 B、军工 B 级等分级频繁出现整体溢价引来套利资金打压，A 因此受到无妄之灾，军工类 A 上周均跑输 A 类基准，建议投资者规避短期热炒题材的 A 类。

#### ➤ 分级 B 投资策略：

上周主板有所反弹，中小创业板依旧高歌猛进。行业板块方面，仅非银和银行有所下滑，其余板块不同程度上涨。由于目前分级基金权重大的均为金融类分级，受权重分级拖累，分级 B 上周下跌。

下周军工 A 级、食品 A 触发上折概率较高，但是目前两者未被低估，故上折不能获得超额收益，不建议盲目参与。

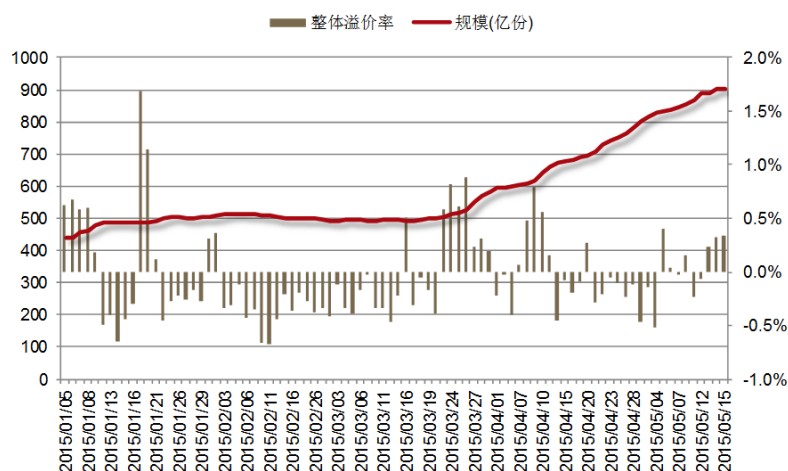
#### ➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

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 1.25%，组合目前持有证券 A，新能源车 A，金融 A，恒生 A。

## 1. 本周思考:从替代性需求的角度分析分级基金交易价值

今年以来分级基金场内份额增加明显,4月以来规模已近翻番。火热的牛市推升了分级基金的交易价值,分级基金整体溢价的扩大及新分级基金的上市迅速扩大了分级基金的整体规模。虽然总体的规模稳定增加,但不同基金的规模变化确是“冰火两重天”,所以我们需要进行更多的思考。

图表 1: 永续分级基金场内流通份额变化 (2015 年以来)



数据来源: 恒生聚源, 方正证券研究所

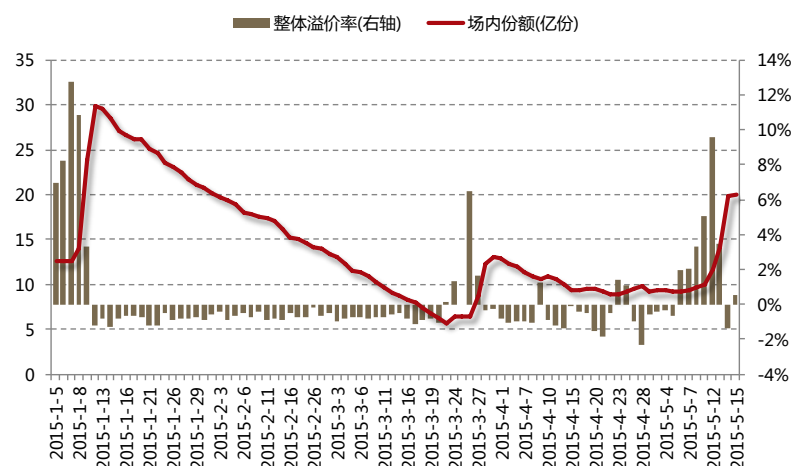
### 1.1 溢价套利资金退出后分级基金规模变化各不相同

毫无疑问,溢价套利资金的申购行为是刺激基金短期规模增加的重要因素,然而我们即将看到的是,溢价套利的之后不同基金的份额有了显著的差异。

图表 2 和图表 3 分别展示了富国创业(161022)以及申万证券(613113)场内份额的变化情况。正如我们所设想,年初以及3月份的两次溢价均显著提升了基金的份额。当溢价套利资金退出之后,两者的表现迥异。富国创业长期维持小幅的折价,份额不断减小;而申万证券并未出现连续的折价,份额反而继续上升。

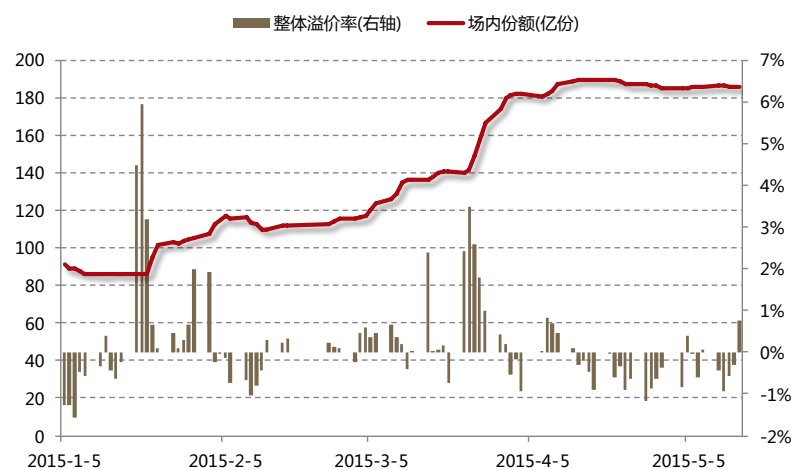
那么,究竟是什么导致了二者规模变化的差异?

图表 2：富国创业(161022)场内流通份额变化（2015 年以来）



数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

图表 3：申万证券(163113)场内流通份额变化（2015 年以来）

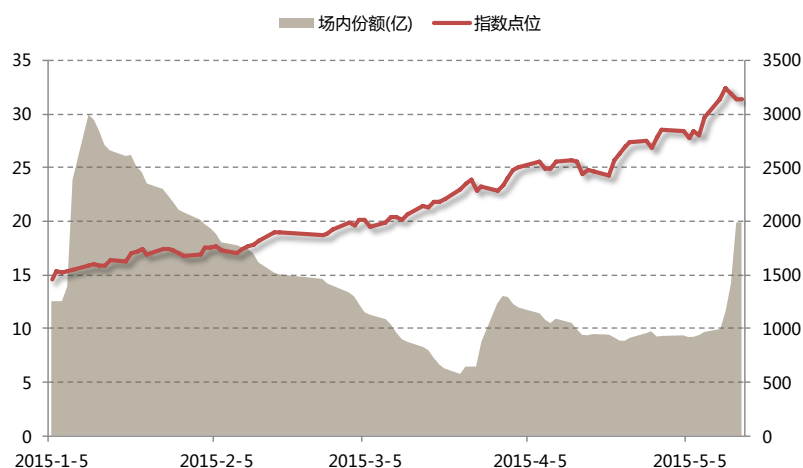


数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

是涨幅的变化吗？不然。

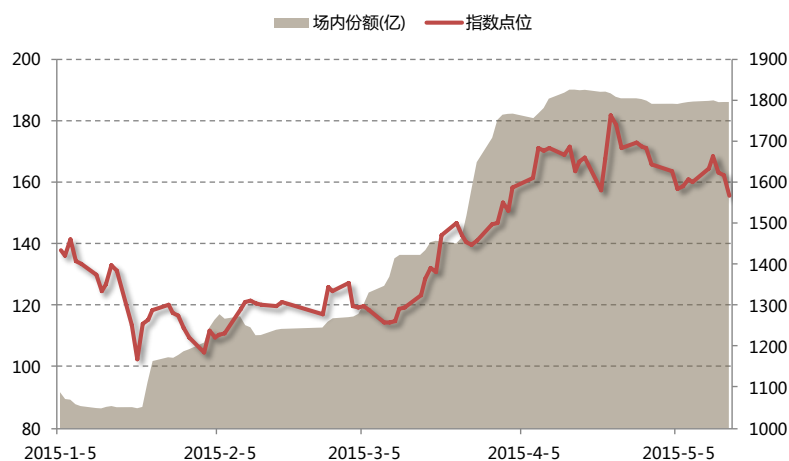
年初以来，富国创业所跟踪的创业板指(399006)收益率远大于申万证券所跟踪的中证全指证券公司指数(H30168)，然而富国创业的规模却在不停地下降，可见指数的上涨也未减缓投资者赎回的脚步。

图表 4：富国创业 (161022) 场内流通份额与标的指数的对比（2015 年以来）



数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

图表 5：申万证券 (163113) 场内流通份额与标的指数的对比（2015 年以来）



数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

就此案例而言，方正金工认为，是标的指数本身的特性造成了投资者对于标的指数配置性需求的差异，进而造成了基金规模的差异。

## 1.2 因为纯粹，所以专一：高替代性需求有利于提升场内份额规模

一般而言，投资者选择 B 类份额，源于对标的指数的看好，希望通过较高的风险暴露（杠杆）获取标的指数上涨带来的 Beta 收益。然而我们也需要思考：当牛市来临的时候，指数是最佳的投资工具吗？是选择看好的指数，还是选择看好指数中的牛股？

对于以上问题，我们需要关注的关键指标是指数成份股涨跌的一致性。如果指数成份股数量相对较少，指数中成份股的一致性较高，齐涨齐跌，则直接投资指数是较好的选择。反之，如果指数成份股一致性较低，则上涨时有能力的投资者选出超越指数的牛股的可能性相对较高，因而直接投资于个股获取超额收益的概率更大。

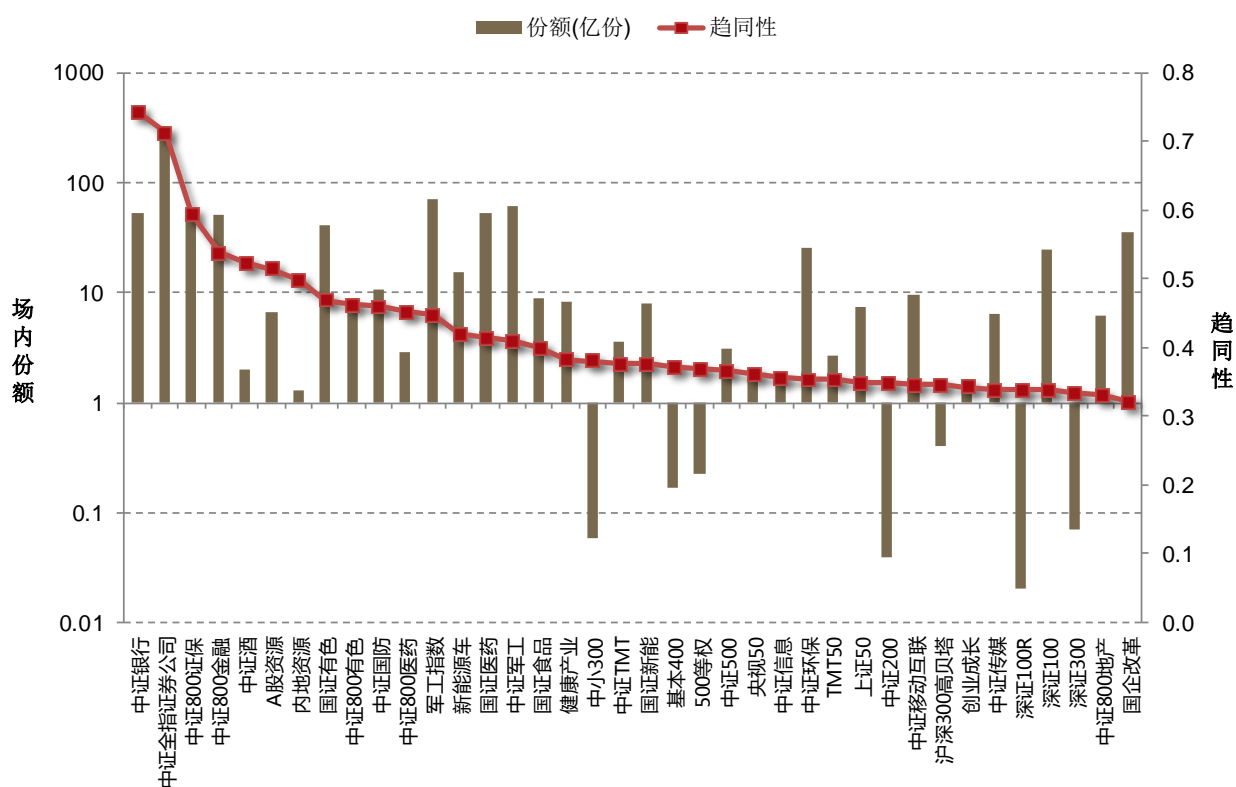
趋同性是可用于衡量指数成份股涨跌一致性的指标，其为最近一段时间内各成份股收益与指数收益的相关系数的均值。趋同性代表了成份股收益的一致性情况，高趋同性意味着指数较个股具有更高的吸引力，此时对应的分级基金具有更高的交易价值。

我们以最新的 30 日趋同性指数为例，将其同各基金的场内份额进行了比较。由我们可观察到比较明显的正相关性，经计算两者的相关系数为 0.61。目前趋同性最高的为中证银行指数，由于对应的两只银行分级刚刚上市，目前规模仍处于快速扩张的过程之中，未来规模有望超越跟踪其它指数的分级基金。

大部分行业指数趋同性较高，对应的规模也较大。宽基类指数虽然坐拥先发优势，然而较弱的替代性使得投资者对其的需求不断减少。国企改革等主题类指数受当前市场情绪的影响，规模相对较大，但未来一旦市场热点转移到其他方面，届时较低的指数趋同性将抑制投资者的配置性需求。因此从产品设计角度来看，行业类分级产品优于主题类分级产品，优于宽基类分级产品。目前正在发行和即将发行一些产品跟踪白酒、煤炭、钢铁等高成份股一致性和高替代性需求的指数正在发行，未来如出现行业性的机会，这些指数分级产品将具备较高的投资价值，规模也将扩大。

行业类分级产品正如纯粹而炫目的钻石，在牛市里总是成为吸引投资者注目的焦点。钻石恒久远，溢价后其规模更易得到保持。

图表 6：标的指数趋同性与场内份额（对数坐标轴）的比较



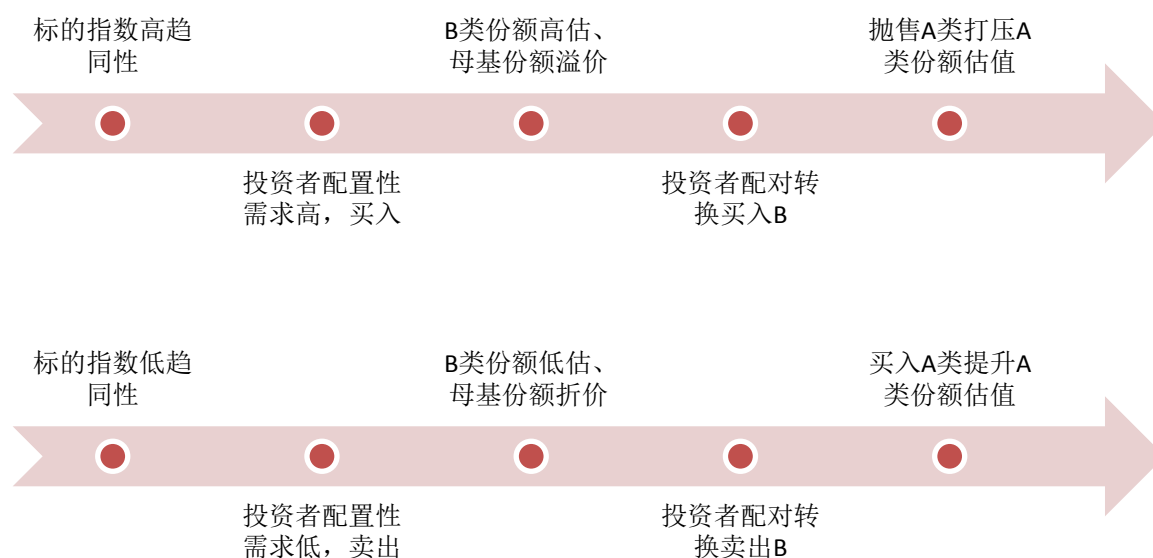
数据来源：方正证券研究所

## 1.3 将替代性需求的逻辑应用于分级基金价值的分析

具体到投资而言，高替代性需求的分级产品将提升投资者的配置意愿，一旦投资者的买入行为推升了基金的溢价水平，投资者将倾向于使用配对转换买入的方式配置 B，即采用申购母基金并拆分卖出 A 类份额的方式持有 B，以降低溢价买入的成本。在此情况下，投资者的抛售行为将使 A 类份额的价格受到打压，估值低于其合理水平。反之，投资者倾向于卖出低替代性需求的产品，供需的失衡往往导致整体出现折价，投资者倾向于以配对转换卖出 B（买入 A 后合并赎回）的方式降低卖出成本。

也就是说，在分级基金出现整体溢价之后，替代性需求对于 A 类估值水平具有比较大的影响。在其它条件相同的前提下，高替代性需求的分级 A 类易受配对转换买入行为的打压，其 A 类我们应该适当规避；相反，低替代性需求的分级 A 类易受配对转换卖出行为的提振，A 的价格有可能在这段时间内持续高估，可适当关注。

图表 7：分级基金交易价值分析的逻辑框架

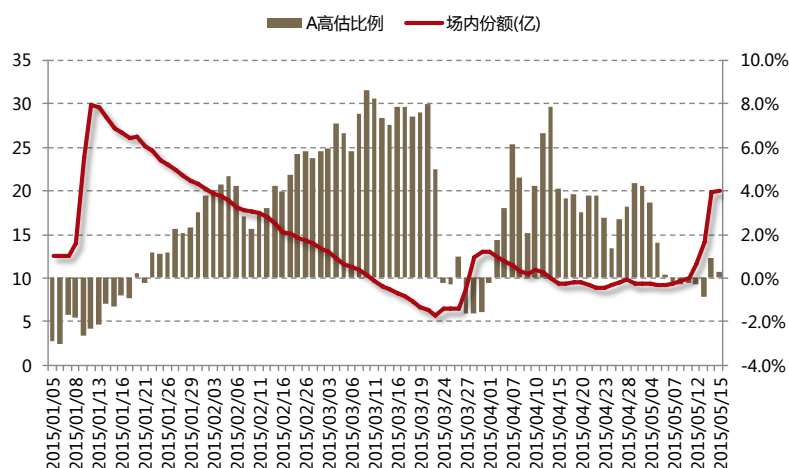


数据来源：方正证券研究所

富国创业和申万证券例子进一步验证了方正金工的逻辑。由图表 8 及图表 9 可以看出，在富国创业规模不断缩减的过程之中，A 类份额经历了明显的高估；相反，在申万证券规模持续扩张之际，A 类份额经历了持续的低估。

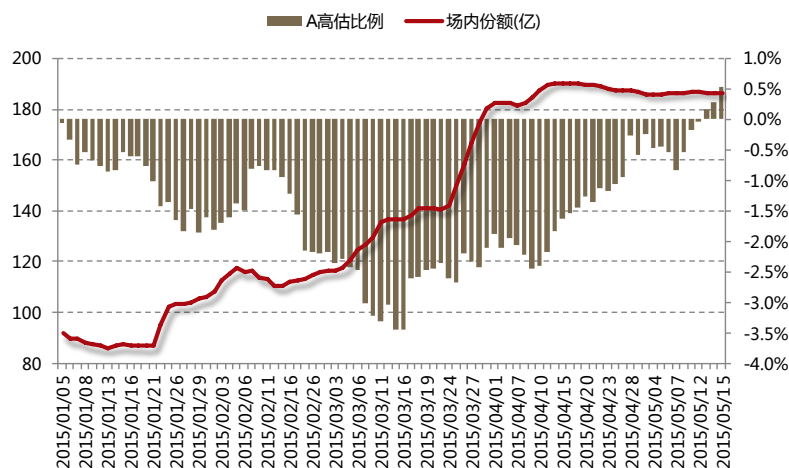


图表 8：富国创业(161022)场内流通份额变化与估值水平（2015 年以来）



数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

图表 9：申万证券(163113)场内流通份额变化与估值水平（2015 年以来）

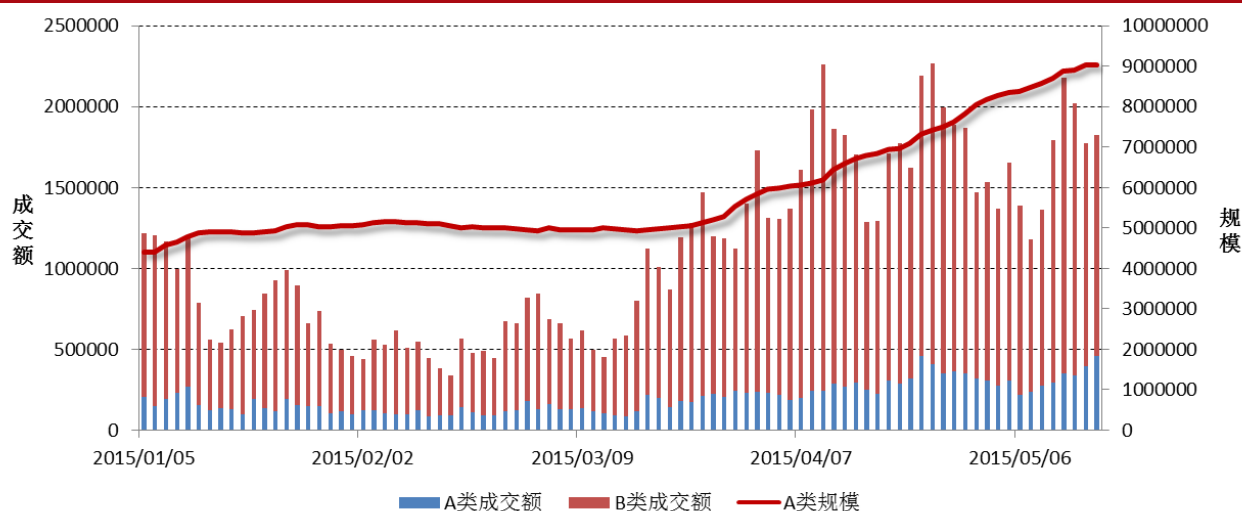


数据来源：恒生聚源，方正证券研究所

当然，投资者的配置需求是有其极限的，如果当前分级产品已经能够相当程度地满足投资者的配置需求，即使较高的替代性需求也很难再刺激产品规模扩大。此外，替代性需求也只是影响价格的一个方面，价格还会受到利率水平、市场情绪以及上下折等多重因素的影响，这些方面方正金工还将持续展开研究。

上周永续分级 A 平均上涨 1.77%，分级 B 平均上涨 0.77%。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 10：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 3 支，分别是国金通用上证 50、招商中证白酒和长盛中证申万一带一路。

图表 11：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
502020.OF	国金通用上证50	502021.SH	502022.SH	2015/5/11	2015/5/20	国金通用基金管理有限公司
161725.OF	招商中证白酒	150269.SZ	150270.SZ	2015/5/12	2015/5/22	招商基金管理有限公司
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

数据来源：Wind, 方正证券研究所

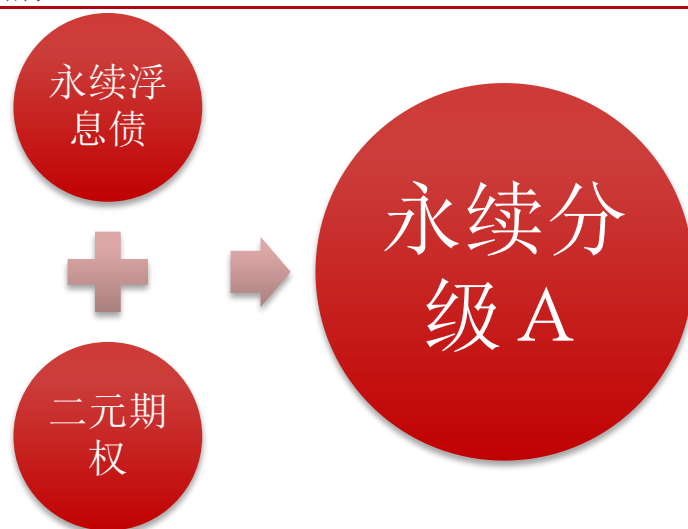
## 2. 分级 A 投资策略

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 12：分级基金 A 产品结构



数据来源：方正证券研究所

## 2.1 受多重利好影响，分级 A 价格大幅上涨

上周国债期货小幅上涨 0.2%，回购利率持续下行，受超跌反弹、供给放缓、降息预期减弱等利好因素，分级 A 平均大涨 1.77%，隐含收益率下行 36BP 至 6.19%。

军工 A 级、食品 A 下周可能触发上折，A 短期价格或受到一定压制。因 A 没有被高估，所以买 B 抢上折的策略没有过多超额收益，建议投资者不要盲目参与。

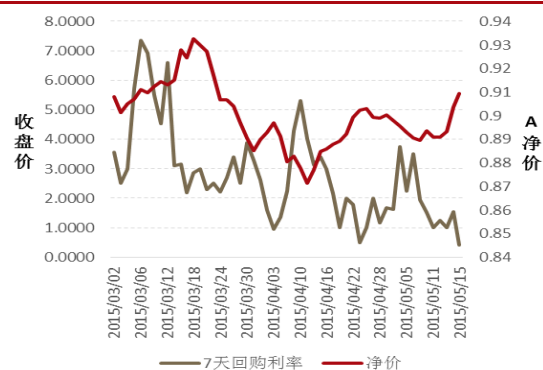
受军工题材受到热捧影响，军工 B、国防 B、军工 B 级等分级频繁出现整体溢价引来套利资金打压，A 因此受到无妄之灾，军工类 A 上周均跑输 A 类基准，建议投资者规避短期热炒题材的 A 类。

图表 13：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 14：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

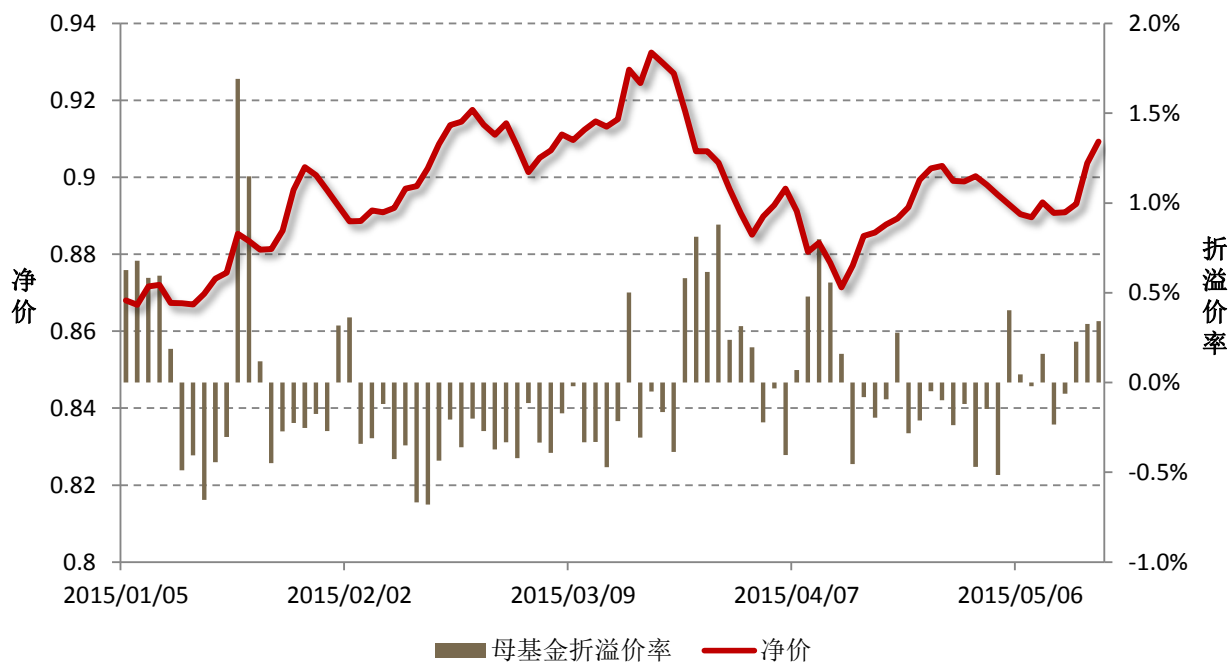
## 2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著

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。

上周母基金整体略有溢价，不过仍在合理范围内，目前溢价率不足 0.5%，从分级基金整体来看没有过多套利机会。

图表 15：分级 A 净价与母基折溢价率



数据来源：方正证券研究所

上周受军工类题材受到热捧，军工 B、国防 B 等标的出现了大量溢价套利机会。此外，银行 B 自上市以来因为标的稀缺、板块同质性高等原因也是受到投资者青睐，尽管银行近期没有大的行情依旧被超买，规模慢慢扩大，相对应的金融 B 则规模在不断缩水。

图表 16：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						
160631	银行指基	3.12%	222903	98725	45.66	32.65%
163115	申万军工	3.08%	8549	17833	5.16	4.09%
165520	信诚有色	2.80%	12537	19617	7.82	4.59%
160630	鹏华国防	2.63%	56540	35109	8.96	42.60%
164705	添富恒生	2.24%	39110	23066	25.26	-6.06%
161024	富国军工	1.65%	177381	126031	50.94	19.09%
161027	证券分级	1.31%	47627	31350	20.66	8.84%
160625	鹏华证保	1.01%	30864	62226	45.99	2.28%
160222	国泰食品	0.66%	7151	10951	9.03	1.93%
163113	申万证券	0.58%	112616	270360	186.09	-0.07%
母基金溢价率后十名						
160219	国泰医药	-0.84%	73171	57463	52.83	-1.58%
160620	中证资源	-0.90%	5823	16915	6.67	-5.15%
165522	信诚TMT	-1.01%	3885	11633	3.58	-3.96%
164304	新华环保	-1.04%	18113	16277	11.67	-8.53%
165809	东吴转债	-1.06%	2581	1653	2.78	-2.84%
163114	申万环保	-1.10%	14071	26510	14.07	8.96%
160628	鹏华地产	-1.18%	18504	17365	6.64	-11.93%
165519	信诚医药	-1.26%	4567	3577	2.96	-8.57%
164402	中航军工	-1.27%	226973	98005	68.64	14.90%
164905	交银新能	-1.48%	16825	13866	7.96	-16.09%

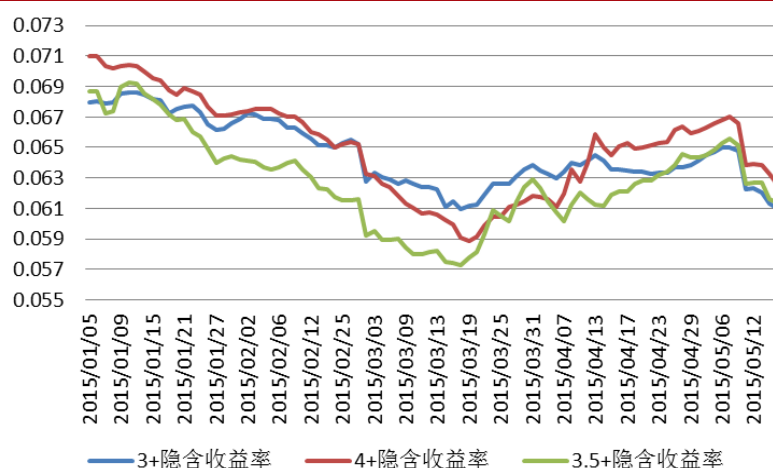
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 2.3 受期权价值影响，3+，4+产品隐含收益率逐渐拉开差距

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。

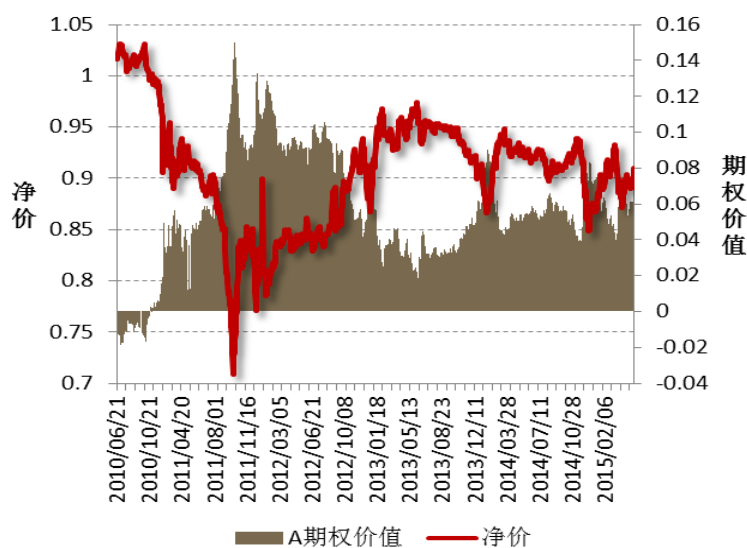
方正金工在上周周报《机器人已经介入上交所分级母子套利了吗》中提到，受中航军工A的影响，3+条款和4+条款的隐含收益率近期开始拉开差距，市场开始逐渐重视期权价值对于分级A定价的影响。上周3+条款和4+条款的隐含收益率继续维持，方正金工仍建议投资者近期重点关注隐含收益率较高的3+定存条款的产品。

图表 17: 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 18: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 19：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	0.83%	-1.27%	45395	14.90%	68.64	6.72%	-0.046	6.44%	-7.84%	7.83%
150219	健康A	n. a.	0.02%	22947	n. a.	9.48	6.55%	-0.018	6.44%	-5.54%	2.98%
150196	有色A	1.76%	0.48%	22833	6.06%	40.72	6.40%	0.014	6.49%	-3.26%	-2.30%
150117	房地产A	2.16%	-0.62%	14915	7.96%	28.13	6.30%	0.005	6.34%	-1.84%	-0.87%
150198	食品A	1.80%	0.66%	1430	1.93%	9.03	6.29%	0.003	6.31%	-1.54%	-0.58%
150150	有色800A	0.23%	2.80%	2507	4.59%	7.82	6.28%	0.078	6.90%	-1.44%	-13.16%
150169	恒生A	0.23%	2.24%	7822	-6.06%	25.26	6.27%	0.093	7.05%	-1.31%	-15.98%
150227	银行A	0.96%	3.12%	44581	32.65%	45.66	6.27%	0.099	7.11%	-1.33%	-16.24%
150241	银行A级	n. a.	-0.05%	9218	n. a.	1.98	6.26%	0.096	7.07%	-1.10%	-16.07%
150186	SW军工A	0.00%	3.08%	1710	4.09%	5.16	6.25%	0.088	6.98%	-0.88%	-15.21%
150223	证券A级	2.86%	1.31%	9525	8.84%	20.66	6.24%	0.022	6.38%	-0.77%	-3.77%
150181	军工A	0.84%	1.65%	35476	19.09%	50.94	6.24%	0.092	7.00%	-0.75%	-15.75%
150215	TMTA	0.47%	6.48%	1889	9.62%	1.86	6.23%	0.090	6.98%	-0.69%	-15.63%
150211	新能源车A	1.97%	-0.70%	5575	-10.04%	15.41	6.23%	0.044	6.54%	-0.66%	-7.65%
150205	国防A	0.83%	2.63%	11308	42.60%	8.96	6.21%	0.091	6.96%	-0.40%	-15.48%
150177	证保A	0.12%	1.01%	6173	2.28%	45.99	6.20%	0.089	6.93%	-0.16%	-15.18%
150203	传媒A	-1.04%	-0.15%	2427	6.41%	5.57	6.20%	0.087	6.91%	-0.16%	-15.18%
150123	建信50A	-0.09%	-0.91%	249	-5.74%	1.81	6.18%	-0.047	5.92%	0.15%	9.00%
150152	创业板A	1.95%	0.46%	26590	105.68%	19.88	6.18%	0.040	6.45%	0.19%	-6.84%
150157	金融A	0.67%	0.07%	5781	-3.96%	51.82	6.17%	0.066	6.67%	0.25%	-11.43%
150130	医药A	2.93%	-0.84%	14634	-1.58%	52.83	6.16%	-0.009	6.11%	0.47%	1.46%
150171	证券A	2.13%	0.58%	22523	-0.07%	186.09	6.16%	0.000	6.16%	0.49%	-14.60%
150194	互联网A	-0.69%	0.33%	2716	5.59%	9.13	6.15%	0.083	6.81%	0.66%	-14.47%
150229	酒A	n. a.	-0.23%	6175	n. a.	2.84	6.13%	0.085	6.80%	1.01%	-14.27%
150190	NCF环保A	4.15%	-1.04%	3623	-8.53%	11.67	6.11%	-0.013	6.03%	1.28%	2.28%
150051	沪深300A	2.00%	-0.83%	1337	-0.66%	4.49	6.10%	0.082	6.74%	1.48%	-13.84%
150217	新能源A	2.48%	-1.48%	3365	-16.09%	7.96	6.10%	0.080	6.72%	1.48%	-13.80%
150213	国投创A	3.02%	-0.91%	1407	-30.13%	1.64	6.09%	0.030	6.29%	1.58%	-5.54%
150200	券商A	1.58%	0.23%	4511	-3.31%	40.65	6.03%	0.072	6.57%	2.58%	-12.52%
150209	国企改革A	2.76%	-0.84%	11082	-4.06%	36.19	6.03%	0.000	6.03%	2.60%	-12.61%
150173	TMT中证A	-1.01%	-1.01%	777	-3.96%	3.58	6.02%	0.073	6.57%	2.76%	-12.70%
150100	资源A	3.00%	-0.90%	1165	-5.15%	6.67	6.01%	0.065	6.50%	2.83%	-12.44%
150184	环保A	0.76%	-1.10%	2814	8.96%	14.07	6.00%	0.068	6.51%	2.88%	-11.87%
150167	银华300A	1.14%	-1.07%	458	-8.37%	1.02	6.00%	0.024	6.15%	3.03%	-4.11%
150148	医药800A	3.27%	-1.26%	913	-8.57%	2.96	5.99%	0.053	6.36%	3.31%	-8.96%
150192	地产A	4.10%	-1.18%	3701	-11.93%	6.64	5.97%	0.069	6.48%	3.57%	-11.99%
150179	信息A	3.62%	-0.17%	564	3.86%	1.75	5.83%	0.060	6.25%	6.08%	-10.00%
150143	转债A级	1.65%	0.57%	4839	-1.86%	14.46	5.81%	0.037	6.06%	6.41%	-9.42%
150164	可转债A	3.00%	-1.06%	516	-2.84%	2.78	5.80%	0.036	6.04%	6.51%	-9.30%
150030	中证90A	3.48%	-0.60%	230	-0.89%	2.38	5.65%	0.000	5.65%	9.33%	1.76%
150028	中证500A	3.32%	-0.98%	838	-3.58%	1.88	5.40%	-0.005	5.37%	14.42%	0.98%
150018	银华稳进	3.35%	-0.77%	7052	-8.12%	25.39	5.27%	0.002	5.27%	17.10%	-0.29%

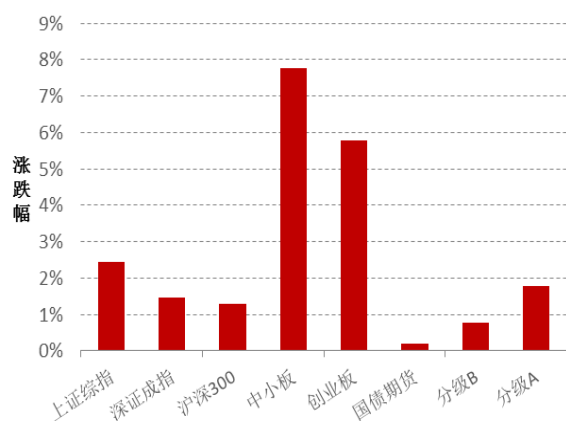
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 3. 分级 B 投资策略

上周主板有所反弹，中小创业板依旧高歌猛进。行业板块方面，仅非银和银行有所下滑，其余板块不同程度上涨。

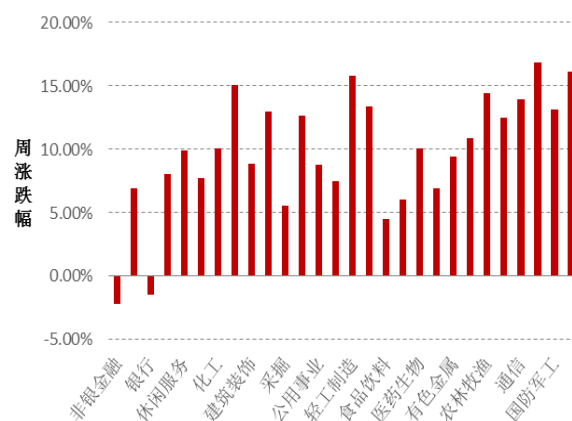
下周军工 A 级、食品 A 触发上折概率较高，但是目前两者未被低估，故上折不能获得超额收益，不建议盲目参与。

图表 20：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 21：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所



图表 22：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	3.67%	3.23	8.67%	61.49%	0.57%	33.62%	14.46	7.50%	-10.47%	中证转债
150165	可转债B	5.88%	2.59	21.01%	30.15%	-1.06%	15.28%	2.78	7.56%	-10.92%	中证转债
150222	中航军B	0.96%	2.18	38.92%	45.55%	-1.27%	-10.00%	68.64	8.73%	7.54%	军工指数
150220	健康B	n. a.	2.08	36.97%	50.56%	0.02%	-3.00%	9.48	8.83%	6.83%	
150118	房地产B	-1.21%	2.03	36.95%	101.18%	-0.62%	-0.36%	28.13	8.61%	0.66%	国证地产
150131	医药B	5.60%	2.02	38.92%	45.96%	-0.84%	-3.05%	52.83	8.44%	-2.12%	国证医药
150191	NCF环保B	10.43%	1.96	41.35%	39.96%	-1.04%	-3.99%	11.67	8.42%	-3.14%	中证环保
150197	有色B	10.77%	1.88	39.68%	43.82%	0.48%	3.08%	40.72	9.02%	4.05%	国证有色
150149	医药800B	2.80%	1.85	38.59%	46.79%	-1.26%	6.18%	2.96	8.44%	-4.76%	中证800医药
150224	证券B级	-4.03%	1.84	39.02%	45.42%	1.31%	6.16%	20.66	9.03%	3.18%	中证全指证券公司
150180	信息B	0.51%	1.84	36.91%	51.41%	-0.17%	9.85%	1.75	8.49%	-4.85%	中证信息
150052	沪深300B	-0.71%	1.79	37.42%	49.72%	-0.83%	12.23%	4.49	8.73%	-2.55%	沪深300
150212	新能源车B	11.24%	1.76	42.40%	37.47%	-0.70%	5.24%	15.41	8.39%	-0.74%	新能源车
150230	酒B	n. a.	1.76	37.36%	50.11%	-0.23%	13.89%	2.84	8.90%	-1.15%	中证酒
150214	国投创B	10.14%	1.76	44.16%	77.27%	-0.91%	2.85%	1.64	8.73%	-2.68%	创业成长
150242	银行B级	n. a.	1.75	36.06%	53.22%	-0.05%	16.74%	1.98	9.07%	0.76%	中证银行
150228	银行B	1.02%	1.72	33.07%	60.12%	3.12%	25.46%	45.66	9.63%	6.83%	中证银行
150019	银华锐进	1.38%	1.71	49.25%	59.73%	-0.77%	-1.10%	25.39	8.01%	-10.27%	深证100
150151	有色800B	15.29%	1.70	36.61%	51.77%	2.80%	19.24%	7.82	9.64%	6.22%	中证800有色
150168	银华300B	1.31%	1.68	48.74%	20.99%	-1.07%	1.06%	1.02	8.73%	-3.62%	沪深300
150178	证保B	-2.28%	1.65	40.60%	41.66%	1.01%	15.71%	45.99	9.40%	1.80%	中证800证保
150218	新能源B	10.92%	1.64	45.68%	29.63%	-1.48%	8.02%	7.96	8.95%	-3.21%	国证新能
150124	建信50B	2.19%	1.61	57.68%	32.61%	-0.91%	-6.02%	1.81	9.10%	-1.53%	央视50
150193	地产B	0.20%	1.60	48.59%	22.51%	-1.18%	6.40%	6.64	8.98%	-3.74%	中证800地产
150182	军工B	10.45%	1.60	42.05%	38.74%	1.65%	16.70%	50.94	9.75%	3.21%	中证军工
150206	国防B	21.55%	1.59	41.18%	41.05%	2.63%	18.74%	8.96	9.93%	4.65%	中证国防
150158	金融B	-2.60%	1.59	47.75%	23.04%	0.07%	8.39%	51.82	9.31%	-0.04%	中证800金融
150174	TMT中证B	14.37%	1.59	48.46%	22.92%	-1.01%	7.21%	3.58	9.09%	-3.05%	中证TMT
150172	证券B	-3.65%	1.59	45.21%	30.51%	0.58%	12.47%	186.09	9.49%	0.63%	中证全指证券公司
150201	券商B	-3.08%	1.58	47.44%	23.19%	0.23%	9.58%	40.65	9.18%	-1.09%	中证全指证券公司
150170	恒生B	7.04%	1.56	43.22%	34.11%	2.24%	17.51%	25.26	10.53%	4.49%	恒生指数
150204	传媒B	14.23%	1.54	48.43%	22.97%	-0.15%	10.44%	5.57	9.58%	-0.14%	中证传媒
150199	食品B	-0.70%	1.54	55.23%	5.44%	0.66%	1.36%	9.03	9.73%	1.92%	国证食品
150185	环保B	10.88%	1.54	52.37%	9.29%	-1.10%	5.65%	14.07	8.94%	-3.06%	中证环保
150153	创业板B	1.85%	1.49	55.05%	7.10%	0.46%	4.57%	19.88	9.89%	0.59%	创业板指
150210	国企改B	2.66%	1.49	54.63%	6.93%	-0.84%	5.91%	36.19	9.45%	-2.39%	国企改革
150195	互联网B	16.10%	1.48	52.35%	13.54%	0.33%	9.48%	9.13	9.92%	0.18%	中证移动互联
150216	TMTB	22.71%	1.43	45.81%	29.27%	6.48%	23.44%	1.86	11.48%	10.66%	TMT50
150031	中证90B	-0.61%	1.41	65.19%	9.38%	-0.60%	-1.52%	2.38	9.61%	-4.09%	等权90
150101	资源B	2.40%	1.41	60.05%	25.72%	-0.90%	4.56%	6.67	9.90%	-2.30%	A股资源
150187	SW军工B	18.26%	1.39	54.70%	4.65%	3.08%	13.63%	5.16	10.93%	4.89%	中证军工
150029	中证500B	6.42%	1.35	65.88%	22.66%	-0.98%	-1.63%	1.88	9.78%	-5.32%	中证500

数据来源：Wind, 方正证券研究所

#### 4. “日积月盈”分级 A 组合策略

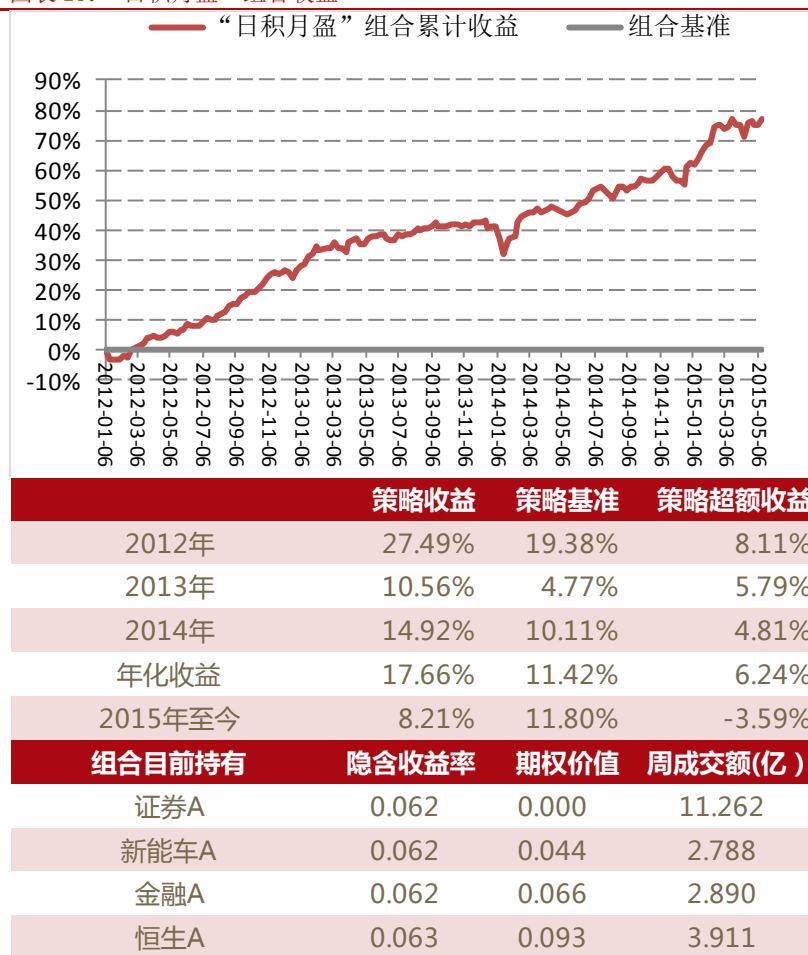
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50

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。从以上研究方正金工发现分级 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 1.25%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

图表 23：“日积月盈”组合收益



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。

## 公司投资等级的说明：

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。

## 行业投资等级的说明：

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