

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
2015.06.05

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

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

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

相关研究：

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《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》

《中航军分级的成功能否被复制》

《分级基金上折收益全解析》

“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：溢价套利收益全透视

2012 年以来整体溢价套利数据统计，套利带来丰厚收益。以 2% 阈值为例，单笔套利的胜率 81.2%，平均收益率达 4.53%。

套利机会分析：T 日出现溢价套利机会后 T+2 日大概率溢价继续维持；期间标的指数上涨概率高于六成；持基期间对冲知易行难。

“牛光溢彩”组合：借助牛市的光芒，充分享受溢价套利带来的精彩。历年组合都取得了相当优良的成果，去年及年初至今策略收益均超 200%，同时最大回撤控制在 5% 的水平。

➤ 分级 A 投资策略：

上篇周报我们提到分级 A 可能要迎来“黄金坑”，而上周一些分级 A 也确如我们所说涨势汹涌。

传统上，投资者往往在基本面见底时买入，但如果投资者过于追求基本面见底时买入有可能会错失一次投资机会，建议投资者权衡收益与风险，选择合适时机进入。

➤ 分级 B 投资策略：

上期周报方正金工认为目前母基金溢价较大，若投资者盲目投资可能会遭遇“双杀”——一方面分级 B 投资者要承担溢价回复的损失，另一方面要承担分级 A 价格上涨导致分级 B 价格下跌的损失，建议投资者谨慎参与。上周此观点已在创业板 B 上得到印证。

下周可转债 B（150165）、银华 300B（150168）、新能源车 B（150212）及新能源 B（150218）有望触发上折，其中可转债 B 低估较多。

➤ “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”。本策略上周组合大幅下挫-4.76%，不过仍然跑赢基准，组合目前持有证券 A、一带 A、证保 A 级、有色 800A。

1. 本周思考：溢价套利收益全透视

分级基金折溢价套利分为溢价套利和折价套利，溢价套利是指在母基金溢价时，以净值申购母基金、拆分成 AB、并以交易价卖出；折价套利是指在母基金折价时，以市场价格分别购买 AB、合并成母基金、并以净值赎回。

本期我们将重点进行溢价套利的收益解析。

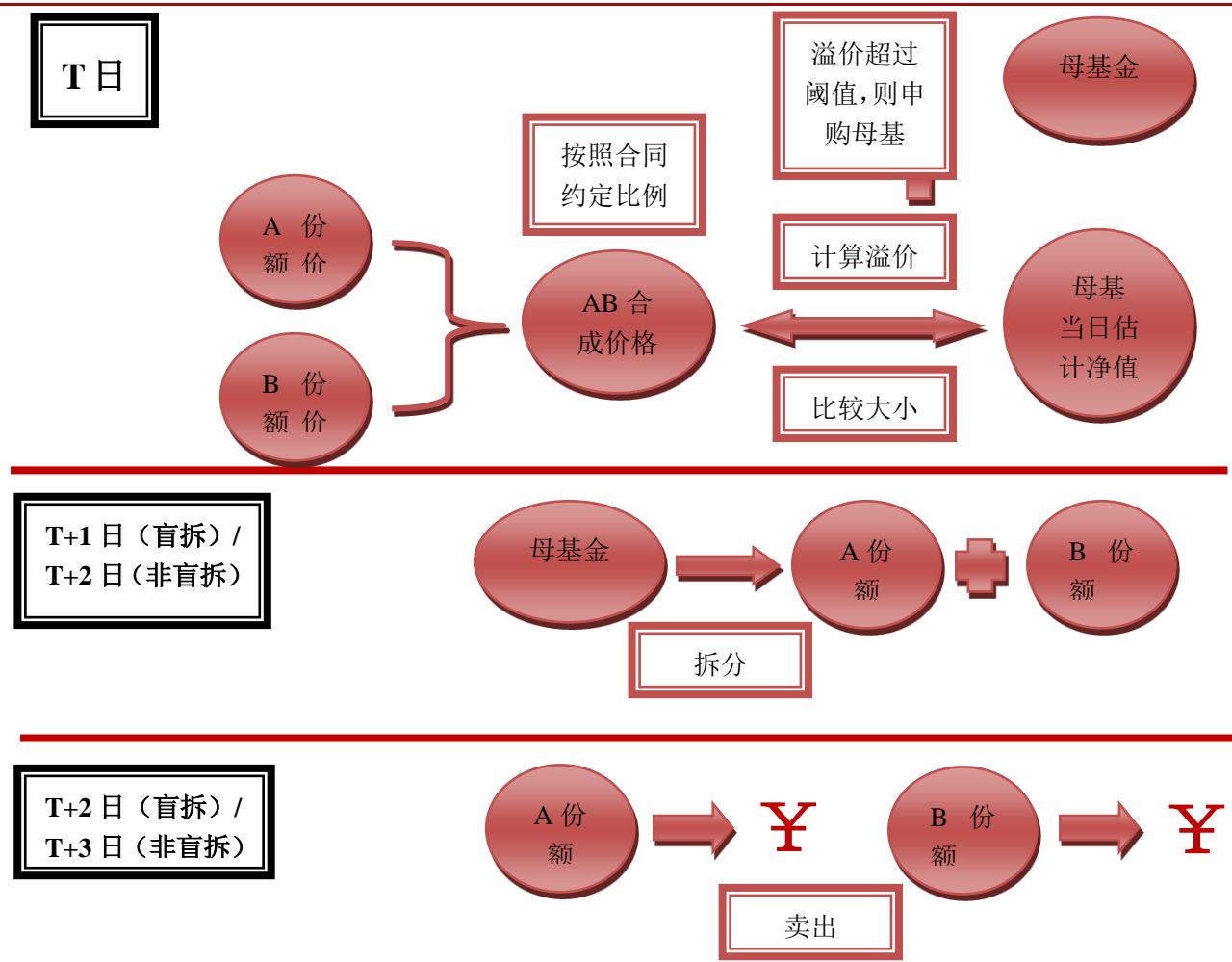
1.1 溢价套利流程

分级基金套利过程中涉及基金份额的申购与拆分，因而流程相对较长。为提高套利效率，2014 年底开始部分券商开始支持新的操作方式，即投资者于申购母基金后下一交易日盘中（所申购的母基金确认之前）即可提交拆分指令（盘后业务），待母基金份额确认后立即执行拆分操作。由于投资者在下达拆分指令时无法获得可用份额数量，申报数量需根据申购金额以及申购时的净值自行计算，因而这种方式被投资者形象地称为“盲拆”。在盲拆的情况下，当日申购的母基金份额后第二个交易日即可得到拆分的子基金份额并卖出，较传统的方法可节约一个交易日的交易时间。因此投资者套利之时应尽量选择支持盲拆的券商，以提升套利效率。

溢价套利的一般操作流程如下：

- **申购：**T 日收盘前，投资者以收盘净值申购母基金；
- **拆分：**T+1 日（盲拆情况下）或 T+2 日（非盲拆情况下）收盘前，投资者下达拆分指令，将申购获得的母基金份额拆分为两类子份额；
- **卖出：**T+2 日（盲拆情况下）或 T+3 日（非盲拆情况下）开盘后，投资者下达卖出指令，将拆分所得的两类子份额卖出。

图表 1：分级基金溢价套利流程图示



数据来源：方正证券研究所

1.2 溢价套利风险

溢价套利与无风险套利不同，在此过程中投资者将面临诸多风险。在套利过程中，我们需要尽可能降低这些不利因素造成的影响，避免组合的回撤。

1.2.1 溢价率风险

由于子基金份额的价格和母基金净值每日都是变动的，因而每时每刻溢价率都在不断的变化之中。在溢价套利的过程中，我们最终卖出时所实际的溢价率和我们在申购时所在观测到的溢价率可能存在显著的差异。卖出时的溢价率可能低于申购时的溢价率，甚至可能出现折价。

令人欣喜的是，方正金工的测算结果显示，在 T 日出现 2% 溢价的情况下，T+2 日溢价率为正的概率依然较高，达 78.7%。

1.2.2 净值波动风险

在溢价套利过程中，T 日日终至 T+2 或 T+3 日卖出期间，投资者持有母基金或子基金组合，其风险收益特征与所跟踪的标的指数类似，因而投资者将面临系统性风险。如果期间母基金净值的跌幅大于卖出时的溢价率，投资者可能将面临损失。

1.2.3 仓位风险

在溢价套利过程中，由于申购资金的大量流入，如果基金管理人无法及时加仓，将导致基金实际仓位下降，影响到对卖出时投资者对于溢价率的判断。另一方面，由于仓位无法准确判断，在使用对冲工具之时我们也会遇到麻烦，难以确定最佳的对冲比例。

1.2.4 流动性风险

在溢价套利过程中，由于大量申购得到的子份额短时集中卖出，将导致市场失去流动性，大量的卖单封住跌停板，酿成“踩踏”事件。踩踏事件将造成两方面的不利影响：一方面投资者无法以理想的价格卖出，最终实现的收益率往往大幅缩水，另一方面，连续跌停造成了组合的资金占用，大大增加了套利的机会成本，降低了套利的实际收益。

例如工银瑞信深证 100 分级(164811)因故于 2015 年 2 月 9 日起暂停申购及定投业务，由于基金无法申购，自 5 月 22 日基金连续出现溢价且不断上升，至 6 月 3 日溢价率高达 78.37%。在高溢价期间，该基金于 6 月 2 日开放申购，6 月 4 日盲拆 B 类份额由停牌前的 172.84 万份暴增至 5901.59 万份，股价连续两日跌停，出现“踩踏”事件。截止目前，2 个跌停之后 B 类份额合计仅成交 41.57 万份，预计接下来仍有数个跌停，大量份额卖出脱手还需时日。

图表 2：工银 100B 踩踏案例



数据来源：方正证券研究所

1.3 溢价套利收益统计

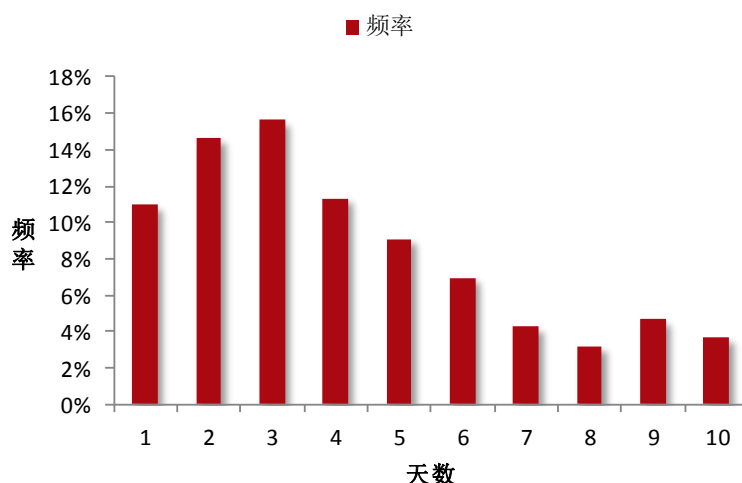
方正金工的溢价套利策略为：在预估的溢价率超过给定的阈值后申购母基金，并在 T+2 日盲拆后卖出。正如方正金工在上节所分析，对此套利策略而言，最核心的因素在于：1) 申购时的溢价率能否得到保持；2) 申购后至卖出前期间内净值是否会产生不利的波动。

方正金工以上市的永续分级基金 2012 年以来的数据为样本，针对不同的阈值进行了测试。从下文的数据看，两个问题都给出了乐观的答案。

1.3.1 强者恒强：T 日溢价率超阈值后 T+2 日大概率仍保持正溢价

图表 3 展示了溢价率首次达到 2% 后溢价持续天数的分布。出乎很多人意料的是，溢价套利的机会在相当长的时间内都是存在的，T 日溢价率超 2% 后 84% 的样本在 T+2 日保持溢价。

图表 3：溢价率持续天数统计



数据来源：方正证券研究所

由图表 4 可看出，在 1.5% 至 3.5% 的阈值区间内，T+2 日的正溢价概率以及平均溢价率均处于相当高的水平，且随着阈值的增加而增加。T+2 日的平均溢价率甚至超过了阈值，意味着卖出时我们将能够实现更高的溢价率。

图表 4：T+2 日溢价率统计

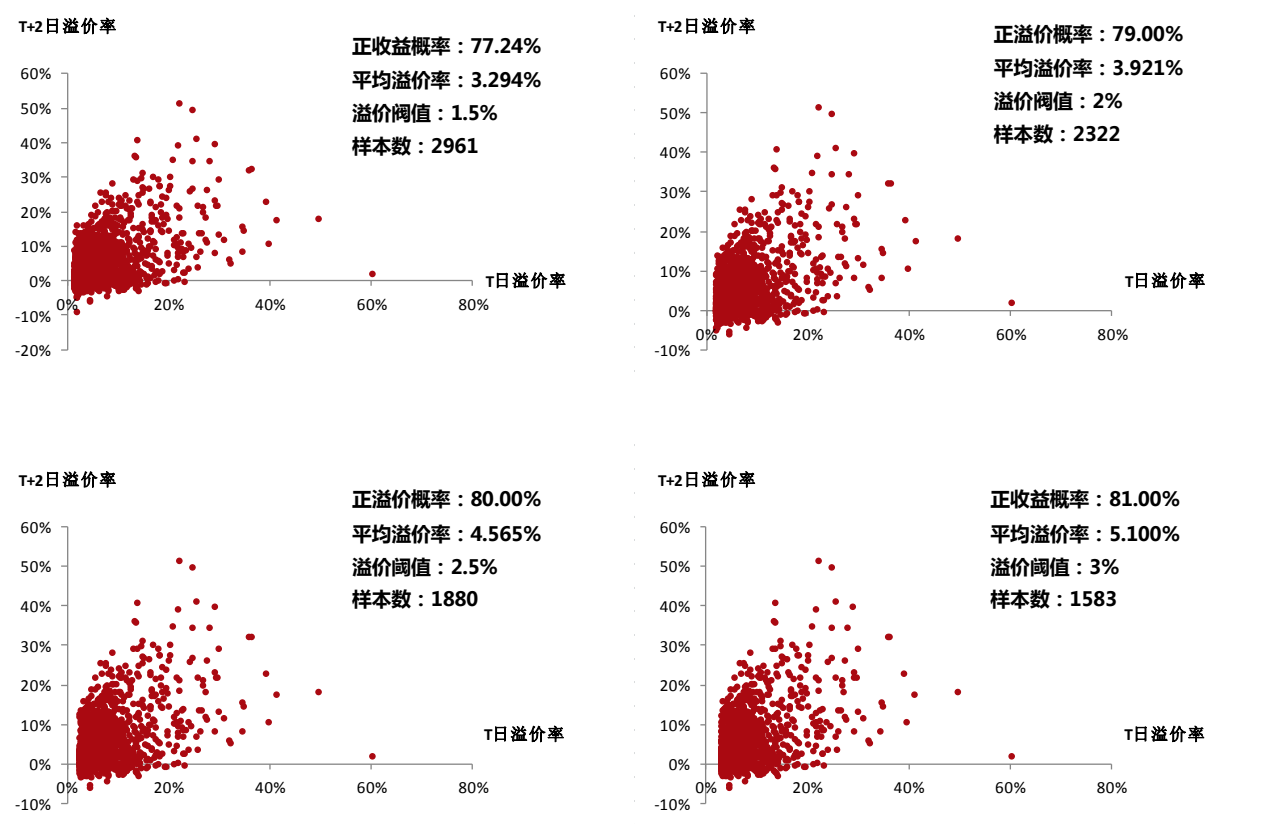
阈值	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
T+2 正溢价概率	77.2%	78.7%	80.5%	81.5%	83.0%
T+2 平均溢价率	3.3%	3.9%	4.6%	5.1%	5.7%
样本数	2961	2322	1880	1583	1344

数据来源：方正证券研究所

由图表 5 也可看出，T+2 日绝大部分溢价率位于大于 0 的区间。

此外，随着阈值的增加，虽然 T+2 日正收益概率以及平均收益率均有所上升，但套利的机会将会减少。

图表 5：T 日溢价率 vs. T+2 日溢价率



数据来源：方正证券研究所

1.3.2 顺水推舟：份额持有期间净值大概率保持上涨

净值波动方面，数据测试的结果亦给出了乐观的答案。在 1.5% 至 3.5% 的阈值区间，T+2 日净值上升的概率均达到 60% 以上，净值增长幅度亦达到 0.5% 以上。

一般而言，溢价往往代表着市场情绪的高涨，此时往往处于牛市，因而净值继续上涨的概率较高。

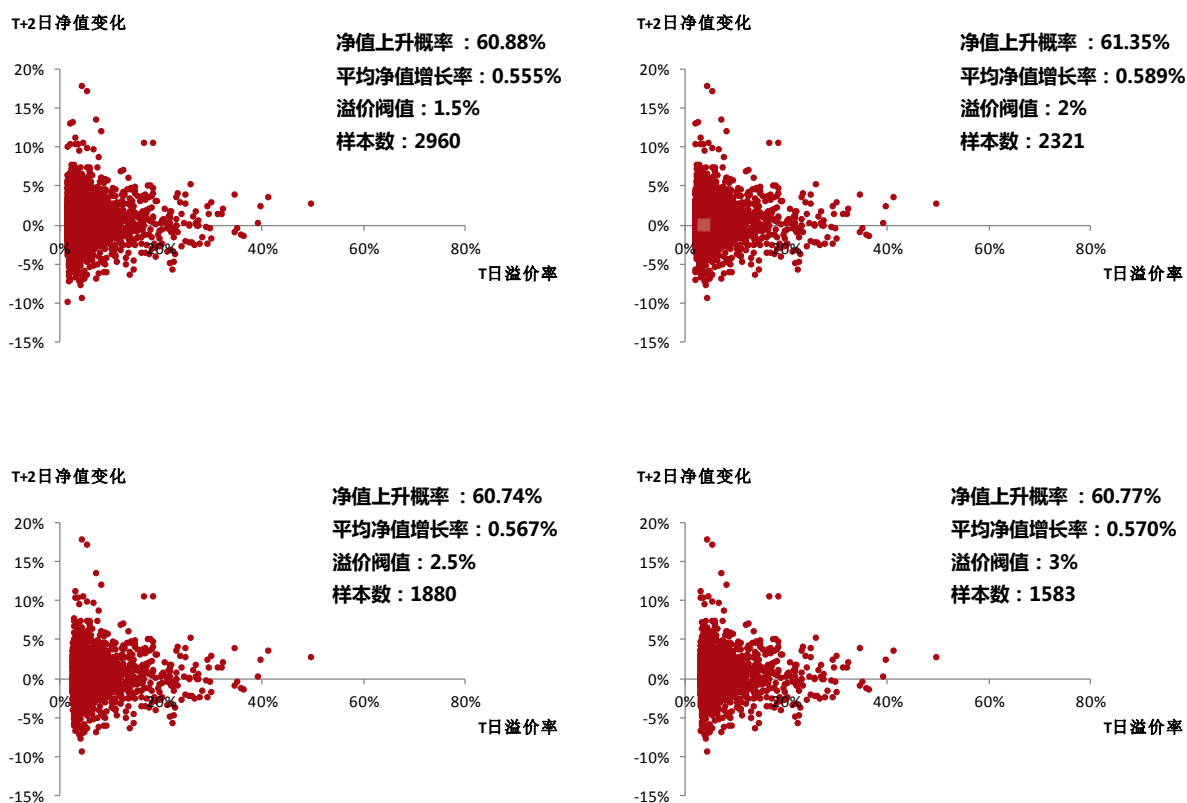
由图表 7 亦可看出，2% 的阈值下套利期间净值上升的可能性最大。

图表 6：溢价套利 T+2 日净值增长率统计

阈值	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
净值上升概率	60.9%	61.4%	60.7%	60.8%	60.3%
平均净值增长率	0.56%	0.59%	0.57%	0.57%	0.57%
样本数	2960	2321	1880	1583	1344

数据来源：方正证券研究所

图表 7: T 日溢价率 vs. T+2 日复权净值增长率



数据来源：方正证券研究所

1.3.3 锦上添花：溢价套利单笔胜率接近八成

考虑到溢价率得以保持，同时持有基金期间净值有所上升，因而溢价套利获得正收益是大概率的事件。

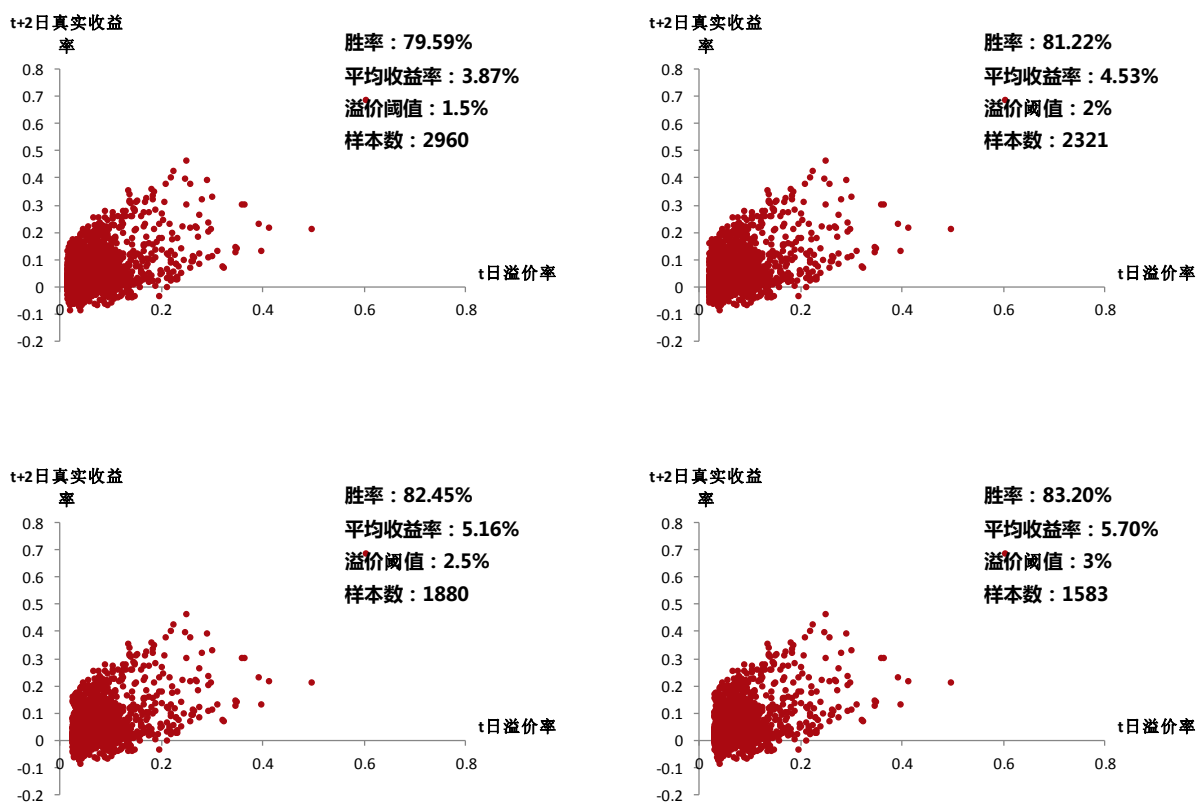
以 2% 阈值为例，单笔套利的胜率达 81.2%，平均收益率达 4.53%。

图表 8: 溢价套利 T+2 日净值增长率统计

阈值	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
胜率	79.6%	81.2%	82.4%	83.2%	84.1%
平均收益率	3.87%	4.53%	5.16%	5.70%	6.27%
样本数	2960	2321	1880	1583	1344

数据来源：方正证券研究所

图表 9：溢价套利收益统计



数据来源：方正证券研究所

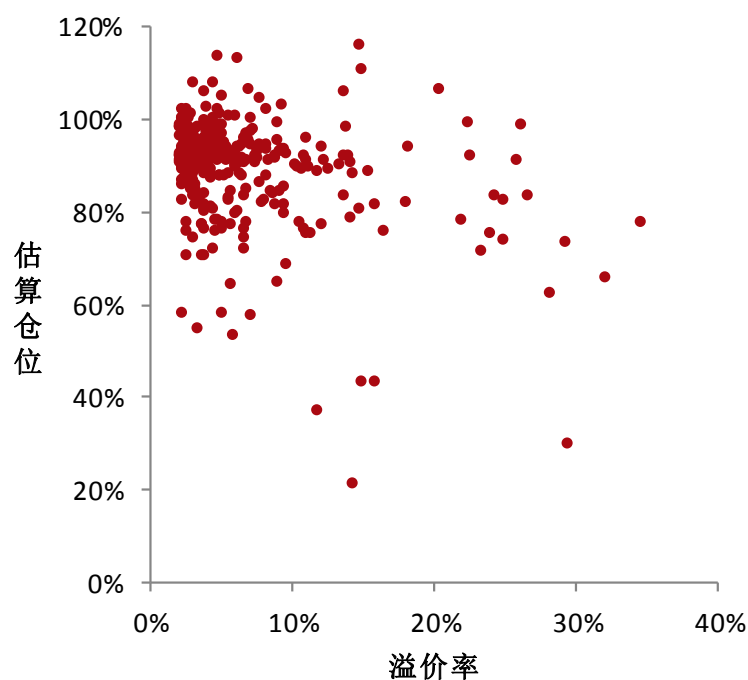
1.4 对冲之辩：知易行难

由于在套利过程中存在系统性风险的暴露，不少投资者希望使用对冲工具规避可能带来的风险。但在实际操作的过程中，这样的做法也面临着一定的困难。

首先就在于之前所提过的仓位风险。在申购大量出现之时，由于申购资金到账滞后，基金经理往往无法在第一时间建仓，导致 T+1 以及 T+2 日基金仓位出现下降。

我们某个期间的净值增长率除以标的指数收益率作为仓位的代理变量。对完全复制指数、持仓透明的指数基金而言，这样的估算是合理的。由于仓位带来的影响主要出现在指数大幅波动的时刻，同时也为提高仓位估计的准确度，我们只统计了期间标的指数当日涨跌幅绝对值大于 2% 的样本。方正金工的统计，在出现溢价套利机会后的 T+1 日，基金仓位平均下降至 87%，T 日至 T+2 日基金仓位平均下降至 92%。需要注意的是，在溢价率较高时基金仓位的下降往往更为明显，此时进行对冲误差往往更大。

图表 10: T 日溢价率 vs. T 至 T+2 日估算仓位



数据来源：方正证券研究所

其次，不同的分级基金跟踪的标的指数各不相同，而目前市场上可对冲的标的有限。尤其对于一些跟踪于细分行业指数的分级基金，使用宽基指数的期货合约进行对冲将产生较大的基差风险，对冲效果也会大打折扣。

最后如方正金工于 1.3.2 节中所指出，在套利期间标的指数约有六成概率上涨，则对冲的必要性将有所下降。

1.5 溢价套利收益历史回测

根据以上的统计数据，我们以事件驱动的方式构造组合，并测试其历史表现。

测试期间为 2012 年 1 月至 2015 年 5 月 29 日。策略为申购 T 日溢价率较高（大于阈值且按从高到低排序）且流通盘满足流动性要求的分级基金，T+2 日拆分卖出 A 类和 B 类份额。在此我们引入通道数的概念，通道数 n 即将资金分为 n 份，进行滚动式套利（相当于 n 个账户单独操作，每个账户不重复买当天别的账户买过的分级基金），但是如果某天所有账户都没有持仓，那么所有资金重新平均分配。

单通道下组合能够获得更高的收益，但稳定性方面并不占优。3 通道的组合夏普比率最高，达 3.16。

图表 11：不同通道数下溢价套利的历史回测表现

通道数	1	2	3	4	5
年化收益	227.26%	193.94%	182.03%	166.72%	153.81%
最大回撤	7.65%	5.59%	3.00%	3.69%	2.99%
夏普比率	2.78	2.91	3.16	3.11	3.13

数据来源：方正证券研究所

如对溢价率也进行敏感性测试，我们可以发现随着溢价率阈值的下降，交易的次数增加，收益有所上升，因而选取较低的溢价率阈值是比较理想的。

图表 12：不同溢价率及通道数下溢价套利的历史回测表现

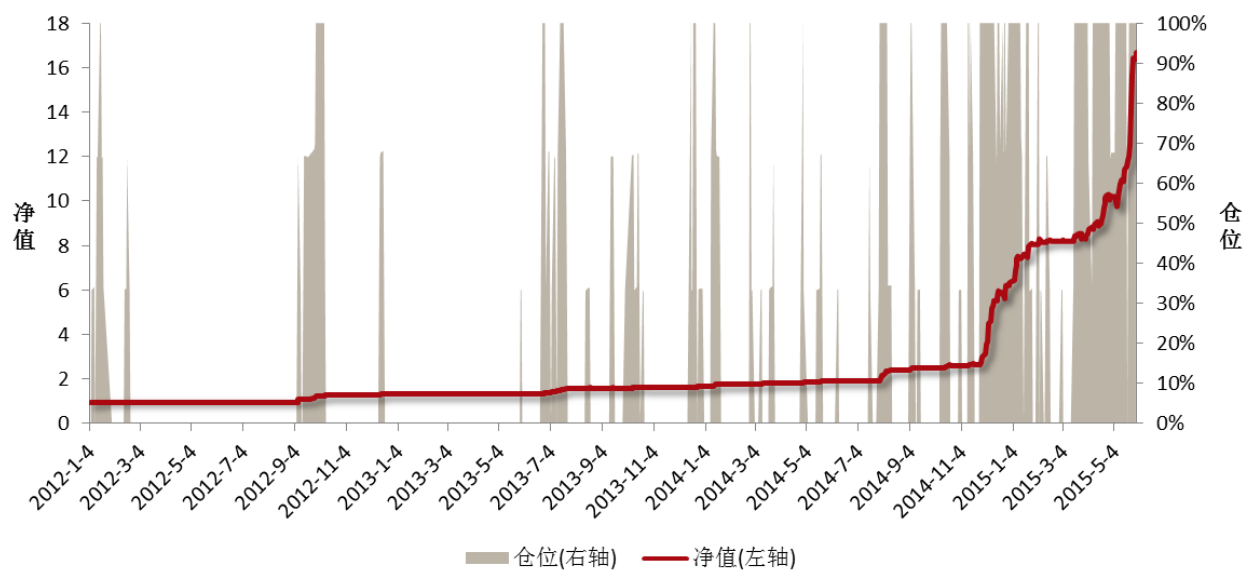
通道数 溢价率	1	2	3	4	5
1.5%	223.85%	196.79%	184.14%	170.34%	156.53%
2.0%	227.26%	193.94%	182.03%	166.72%	153.81%
2.5%	221.33%	193.61%	175.95%	157.00%	146.80%
3.0%	211.77%	197.21%	168.21%	150.56%	139.03%
3.5%	201.42%	174.46%	151.64%	136.68%	127.88%

数据来源：方正证券研究所

综合策略收益、收益稳定性以及交易频率，我们以 3 通道及 2% 溢价率阈值作为策略的参数。策略的净值曲线可参见图表 13。

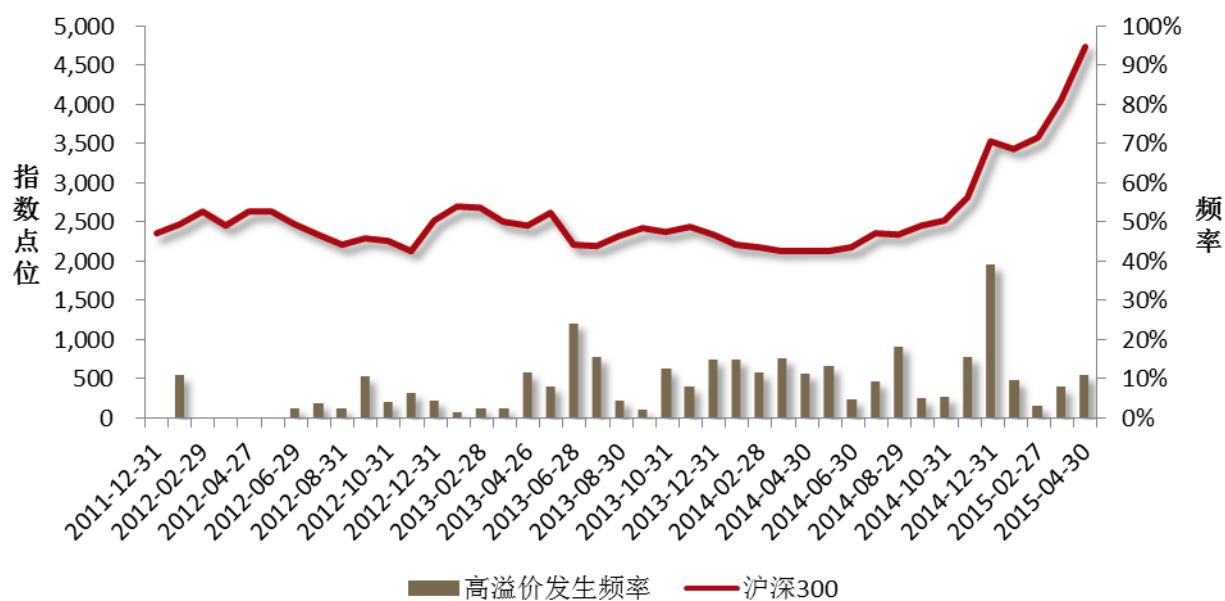
由图表 13 可以看出，在 2013 年年中之前可套利的机会还是不多的。图表 14 也可说明，高溢价往往出现在市场上涨阶段，熊市里市场震荡下滑走势降低了资金做多的热情，溢价也相应减少。因此这应该是一个半牛市策略，熊市或震荡市中机会相对减少。在牛市此策略如虎添翼，收益远超市场指数。

图表 13：策略回测净值曲线图



数据来源：方正证券研究所

图表 14：高溢价发生频率与沪深 300 点位



数据来源：方正证券研究所

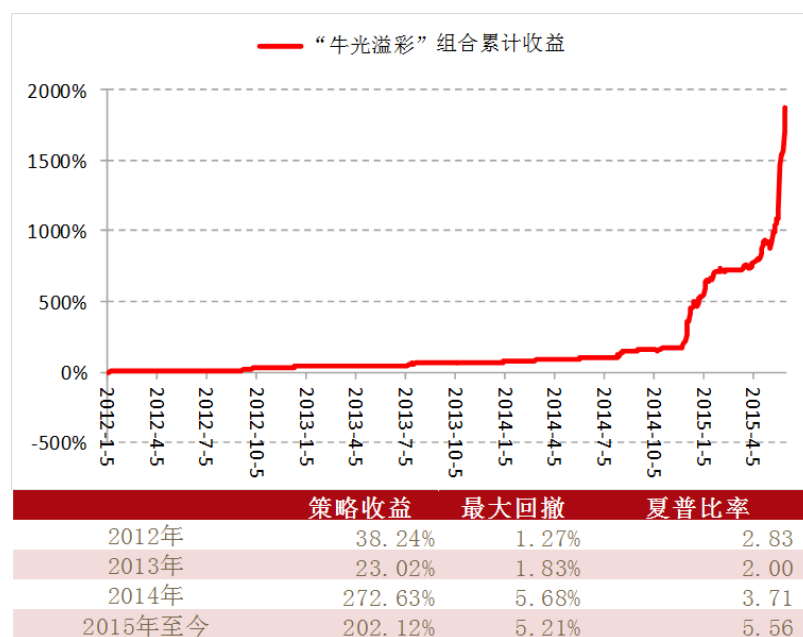
1.6 “牛光溢彩”组合：牛市中溢价套利带来丰厚收益

之前方正金工已对溢价套利进行了全方位的透视，我们可以看出溢价套利的收益应当是相当惊人的。鉴于策略在牛市中的靓丽表

现，我们将基于此策略构建的组合命名为“‘牛’光‘溢’彩”组合，希望可以借助牛市的光芒，充分享受溢价套利带来的精彩。

我们采用 2% 的溢价套利阈值，及 3 个资金通道。每日如有空闲的资金通道，我们在达到流动性标准的分级基金中，选取溢价率最高的基金进行投资，T+2 日拆分卖出。历年组合都取得了相当优良的成果，去年及年初至今策略收益均超 200%，同时最大回撤控制在 5% 的水平。

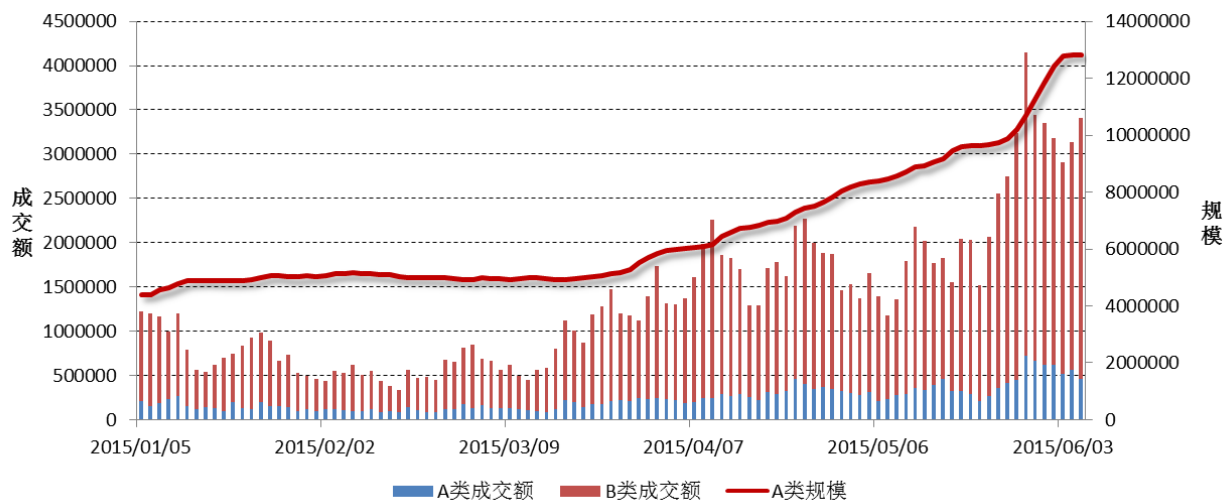
图表 15：“牛光溢彩”组合累计收益



数据来源：方正证券研究所

上周永续分级 A 上涨 0.83%，分级 B 平均上涨 4.90%。由于溢价套利的的影响，上周市场份额与成交量仍有一定增加。

图表 16：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 8 支，分别是中融国证钢铁、中融中证煤炭、长盛中证金融地产、富国中证工业 4.0、申万菱信医药生物、鹏华中证环保产业、鹏华中证移动互联网、富国中证体育产业。

图表 17：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
168203.OF	中融国证钢铁	150287.SZ	150288.SZ	2015/5/27	2015/6/26	中融基金管理有限公司
168204.OF	中融中证煤炭	150289.SZ	150290.SZ	2015/5/27	2015/6/26	中融基金管理有限公司
160814.OF	长盛中证金融地产	150281.SZ	150282.SZ	2015/5/27	2015/6/10	长盛基金管理有限公司
161031.OF	富国中证工业4.0	150315.SZ	150316.SZ	2015/6/1	2015/6/12	富国基金管理有限公司
163118.OF	申万菱信医药生物	150283.SZ	150284.SZ	2015/6/1	2015/6/12	申万菱信基金管理有限公司
160634.OF	鹏华中证环保产业	150237.SZ	150238.SZ	2015/6/1	2015/6/12	鹏华基金管理有限公司
160636.OF	鹏华中证移动互联网	150245.SZ	150246.SZ	2015/6/1	2015/6/12	鹏华基金管理有限公司
161030.OF	富国中证体育产业	150307.SZ	150308.SZ	2015/6/5	2015/6/18	富国基金管理有限公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

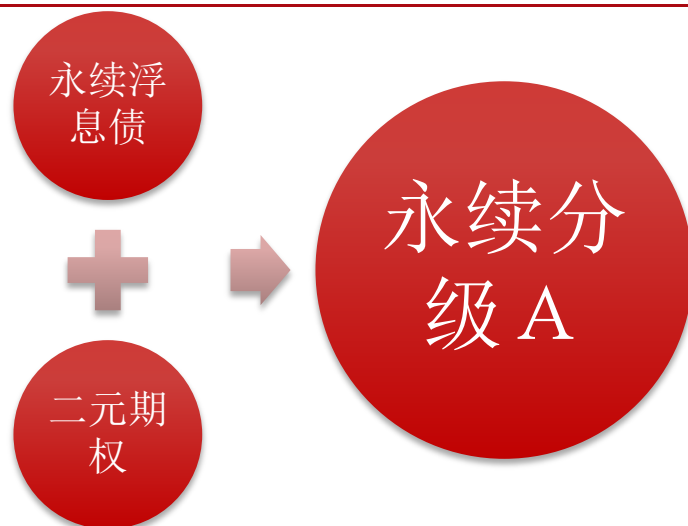
2. 分级 A 投资策略

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 18：分级基金 A 产品结构



数据来源：方正证券研究所

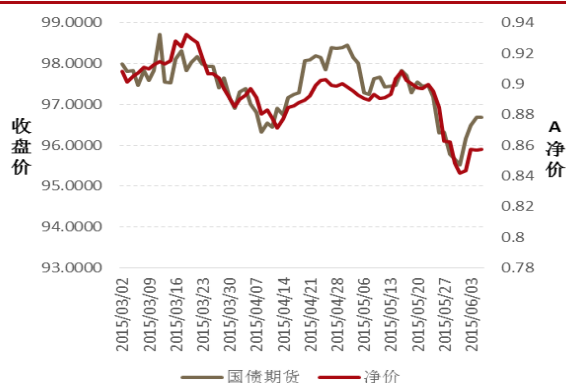
2.1 分级 A 本周反弹

上周国债期货上涨 1.08%，回购利率下行，分级 A 价格小幅上涨 0.83%，隐含收益率为 6.56%。

上篇周报我们提到分级 A 可能要迎来“黄金坑”，而上周一些分级 A 也确如我们所说涨势汹涌。我们推荐的一带 A（150265），一带一 A（150275），证保 A 级（150225）分别上涨 4.54%、2.45%、3.73%。

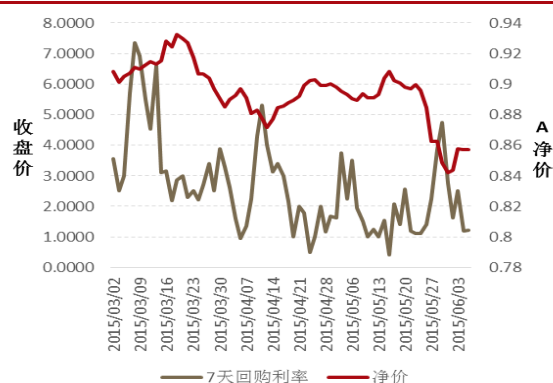
传统上，投资者往往在基本面见底时买入，即 A 类价格低估并且供给不再增加（份额不再扩大、整体溢价消失）时买入。不过，如果投资者过于追求基本面见底时买入有可能会错失一次投资机会，尤其是机构投资者。因为分级 A 在基本面见底后反弹迅速，而机构投资者的购买数量庞大，若基本面触底后开始配置，可能还没配置完全，“黄金坑”就已经被填了；且基本面见底时机不宜把握，因为大部分投资者意识到溢价的存在，怕被套利盘砸中从而选择尽快出货导致超跌，致使基本面提前见底。所以建议投资者权衡收益与风险，选择合适时机进入。

图表 19：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 20：分级 A 净价与资金面



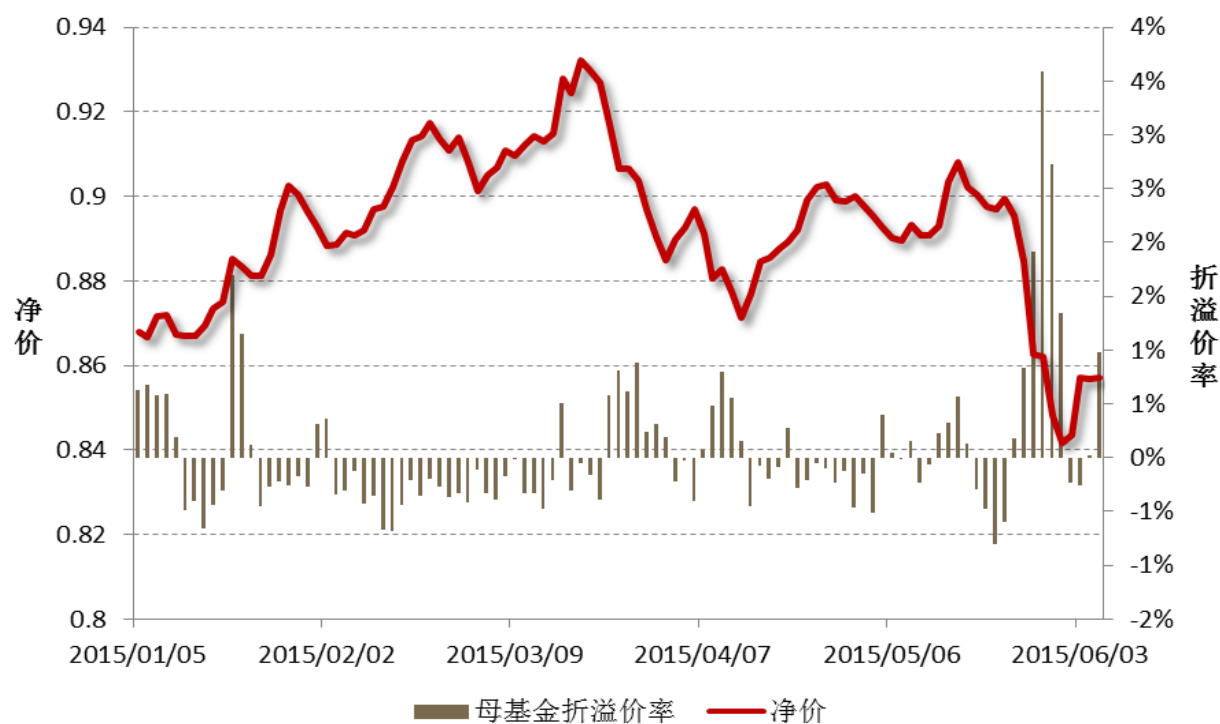
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。

上周套利机会明显，基金规模迅速扩大，意味着有大量套利资金进入，但截止周五已无明显溢价。

图表 21：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 22：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						
161026	富国企改	7.40%	366384	215949	82.90	73.44%
168201	一带一路	2.69%	164547	66832	28.59	37.06%
160631	银行指基	2.56%	125503	171885	73.92	1.17%
167503	一带分级	1.71%	250410	101690	38.14	82.45%
161816	银华90	1.70%	14023	6419	4.63	12.03%
161029	银行分级	1.29%	12196	10335	4.16	9.66%
161024	富国军工	1.22%	175992	218650	85.54	23.94%
161720	券商分级	1.21%	16983	73478	41.12	0.31%
161025	富国互联	1.15%	118341	45980	23.05	138.00%
160625	鹏华证保	0.96%	19660	66014	47.05	-0.42%
母基金溢价率后十名						
165520	信诚有色	-0.87%	16105	26042	11.55	-0.70%
161022	富国创业	-0.93%	245510	136586	60.41	49.20%
163116	申万电子	-0.96%	19245	8346	2.36	69.68%
160224	国泰TMT	-1.03%	5785	10844	4.48	-2.35%
160221	国泰有色	-1.10%	50510	82174	35.64	-7.24%
160626	鹏华信息	-1.13%	48351	37337	14.56	-5.31%
164304	新华环保	-1.17%	14062	18029	10.63	-2.52%
160219	国泰医药	-1.25%	53469	98252	52.59	-2.54%
164905	交银新能	-1.27%	6815	12819	7.24	-2.89%
160632	酒分级	-1.32%	6284	7423	3.08	-7.25%

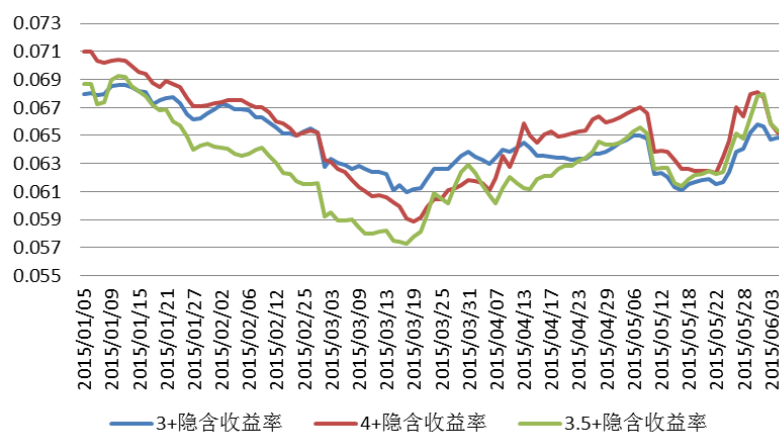
数据来源：Wind, 方正证券研究所

2.3 不同期权价值的产品的隐含收益率差距有所减小

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。

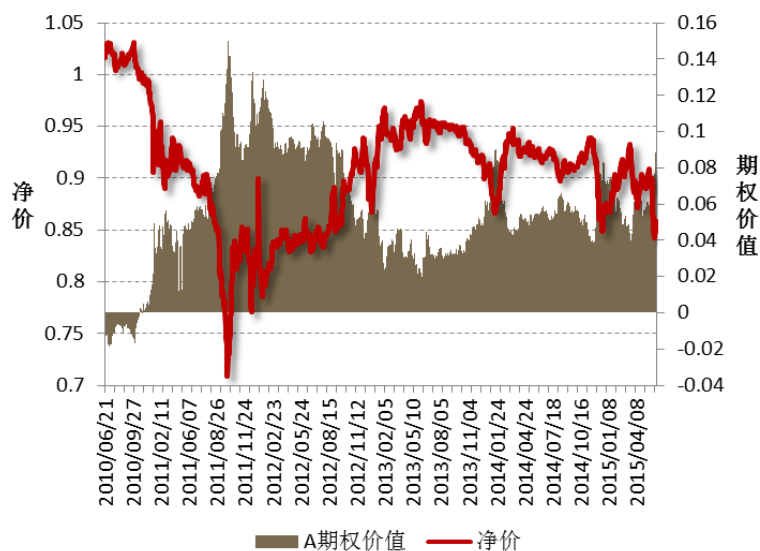
目前不同期权价值的产品的隐含收益率差距有所减小，期权价值定价减弱。

图表 23: 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 24: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 25：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	1.89%	0.86%	29607	4.67%	94.51	7.16%	-0.007	7.12%	-8.45%	1.18%
150219	健康A	2.19%	0.86%	10952	11.75%	19.05	6.95%	0.02	7.07%	-0.057	-0.03
150265	一带A	4.42%	2.69%	32909	37.06%	28.59	6.81%	0.047	7.17%	-3.76%	-8.17%
150247	传媒A级	#REF!	0.39%	8874	#REF!	7.54	6.75%	0.04	7.07%	-0.029	-0.07
150198	食品A	3.32%	-0.41%	4875	3.83%	16.29	6.71%	0.040	7.01%	-2.43%	-6.90%
150225	证保A级	2.87%	0.48%	3431	37.69%	3.4	6.70%	0.08	7.42%	-0.022	-0.14
150030	中证90A	0.58%	1.70%	2805	12.03%	4.63	6.67%	0.078	7.33%	-1.79%	-13.79%
150275	一带一A	1.66%	1.71%	50082	82.45%	38.14	6.63%	0.12	7.82%	-0.012	-0.21
150209	国企改A	-2.69%	7.40%	73277	73.44%	82.9	6.62%	0.119	7.79%	-1.05%	-20.66%
150251	煤炭A	-1.97%	-0.13%	9809	1977.53%	5.11	6.62%	0.12	7.77%	-0.011	-0.21
150227	银行A	0.38%	2.56%	25101	1.17%	73.92	6.61%	0.119	7.78%	-0.92%	-20.46%
150241	银行A级	0.38%	1.29%	2439	9.66%	4.16	6.61%	0.117	7.76%	-0.92%	-20.50%
150249	银行A端	-1.85%	0.77%	2131	239.94%	1.15	6.61%	0.119	7.78%	-0.92%	-20.56%
150223	证券A级	-0.65%	0.56%	16389	23.42%	31.77	6.61%	0.052	7.01%	-0.85%	-9.10%
150273	带路A	0.88%	0.95%	6095	7.07%	8.98	6.60%	0.118	7.75%	-0.80%	-20.44%
502049	上证50A	0.00%	0.58%	4530	0.23%	8.45	6.60%	11.80%	0.08	-0.73%	-0.203
150117	房地产A	0.74%	0.42%	3108	-1.46%	23.26	6.59%	0.027	6.78%	-0.58%	-5.11%
150235	券商A级	1.78%	-0.22%	4274	33.32%	7.87	6.59%	0.118	7.73%	-0.55%	-20.20%
150211	新能源车A	0.91%	-0.75%	2051	-1.93%	13.91	6.58%	0.071	7.16%	-0.42%	-12.46%
150123	建信50A	-0.47%	-0.86%	230	-5.61%	1.55	6.58%	-0.013	6.49%	-0.39%	2.54%
150169	恒生A	1.23%	-0.34%	6320	0.70%	29.41	6.57%	0.113	7.65%	-0.29%	-19.65%
150184	环保A	-0.37%	-0.17%	14274	57.84%	26.29	6.57%	0.000	6.57%	-0.29%	-20.07%
150186	SW军工A	1.67%	0.69%	21359	70.82%	23.6	6.56%	0.108	7.58%	-0.15%	-19.00%
150194	互联网A	-10.78%	1.15%	23668	138.00%	23.05	6.55%	0.115	7.64%	0.07%	-19.78%
150157	金融A	-2.05%	0.80%	6590	-2.26%	49.55	6.53%	0.091	7.34%	0.24%	-16.15%
150196	有色A	3.96%	-1.10%	10102	-7.24%	35.64	6.51%	0.022	6.66%	0.63%	-3.94%
150203	传媒A	2.38%	-0.47%	2756	5.95%	7.96	6.50%	0.109	7.51%	0.81%	-18.99%
150231	电子A	0.00%	-0.96%	3849	69.68%	2.36	6.49%	0.110	7.51%	0.92%	-19.06%
150152	创业板A	2.07%	-0.93%	49102	49.20%	60.41	6.49%	0.065	7.01%	0.94%	-11.38%
150205	国防A	1.62%	0.02%	6536	13.34%	16.02	6.48%	0.107	7.47%	1.07%	-18.91%
150171	证券A	1.73%	0.75%	13978	0.41%	179.98	6.47%	0.105	7.44%	1.23%	-18.63%
150051	沪深300A	2.63%	-0.58%	7639	-3.33%	11.12	6.47%	0.106	7.44%	1.31%	-18.65%
150177	证保A	1.48%	0.96%	3932	-0.42%	47.05	6.46%	0.106	7.42%	1.43%	-18.50%
150213	国投创A	6.09%	-1.61%	666	-3.57%	1.69	6.44%	0.054	6.85%	1.71%	-10.56%
150229	酒A	2.87%	-1.32%	1257	-7.25%	3.08	6.43%	0.103	7.35%	1.93%	-18.19%
150181	军工A	3.00%	1.22%	35198	23.94%	85.54	6.42%	0.103	7.34%	2.05%	-18.09%
150215	TMTA	4.01%	-1.03%	1157	-2.35%	4.48	6.41%	0.102	7.32%	2.20%	-17.88%
150148	医药800A	2.63%	-0.77%	1625	-14.92%	3.39	6.40%	0.083	7.09%	2.39%	-14.68%
150179	信息A	3.13%	-1.13%	9670	-5.31%	14.56	6.39%	0.101	7.29%	2.44%	-17.85%
150150	有色800A	6.17%	-0.87%	3221	-0.70%	11.55	6.39%	0.083	7.08%	2.51%	-14.60%
150130	医药A	5.78%	-1.25%	10694	-2.54%	52.59	6.38%	0.012	6.46%	2.58%	-2.09%
150200	券商A	1.54%	1.21%	3397	0.31%	41.12	6.38%	0.097	7.23%	2.58%	-17.12%
150100	资源A	3.01%	0.61%	1991	-7.94%	5.46	6.32%	0.00%	6.32%	3.58%	-16.50%
150217	新能源A	2.81%	-1.27%	1363	-2.89%	7.24	6.32%	0	6.32%	3.65%	-16.73%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

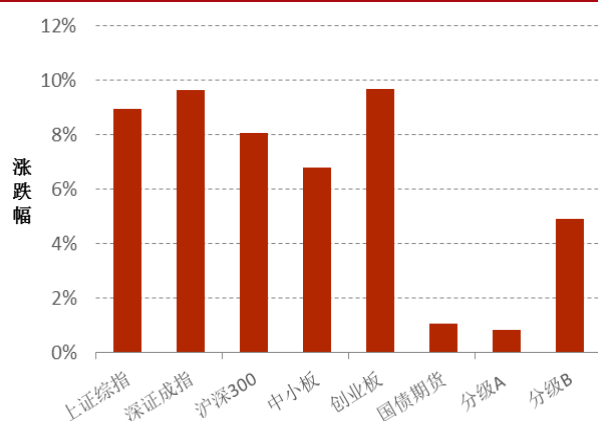
3. 分级 B 投资策略

上周主板反弹，国债期货和分级 A 涨势稍弱，其余板块均有不错表现。行业板块方面，所有版块都有不同程度的上涨。

上周创业板指（399006）上涨 4.49%，而创业板 B（150153）却大跌 8%，这是因为创业板 B 遭遇“双杀”——一方面承担溢价回复的损失：母基金由溢价 5.36% 转至折价 2.31%；另一方面要承担创业板 A 价格上涨导致创业板 B 价格下跌的损失：创业板 A 上涨 4.96%。

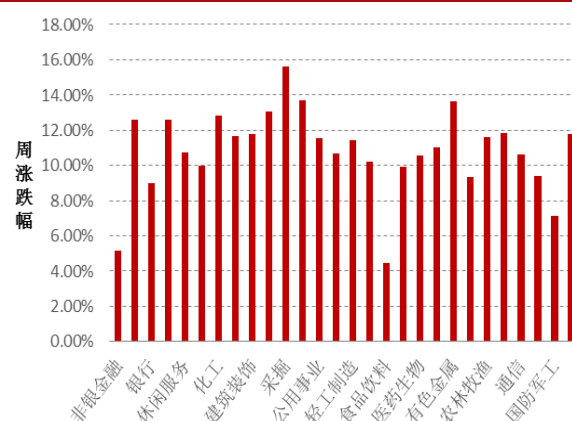
下周可转债 B（150165）、银华 300B（150168）、新能车 B（150212）及新能源 B（150218）有望触发上折，其中可转债 B 低估较多。

图表 26：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 27：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 28：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	22.74%	2.27	24.65%	32.79%	-0.40%	20.23%	8.95	7.99%	-10.02%	中证转债
150165	可转债B	12.73%	2.07	33.47%	9.26%	-0.65%	9.81%	2.16	7.91%	-11.91%	中证转债
150222	中航军B	1.65%	1.96	38.47%	46.03%	0.86%	0.54%	94.51	9.63%	12.04%	军工指数
150220	健康B	1.83%	1.91	37.71%	48.32%	0.86%	4.57%	19.05	9.52%	7.81%	健康产业
150174	TMT中证B	-0.17%	1.83	36.78%	51.72%	0.24%	10.71%	5.24	8.56%	-7.98%	中证TMT
150248	传媒B级	#REF!	1.81	39.13%	45.77%	0.39%	7.74%	7.54	9.47%	3.25%	中证传媒
150199	食品B	5.98%	1.79	41.20%	40.87%	-0.41%	5.37%	16.29	9.40%	1.24%	国证食品
150226	证保B级	2.54%	1.75	36.78%	51.40%	0.48%	15.44%	3.40	9.59%	2.62%	中证800证保
150153	创业板B	-10.42%	1.74	41.44%	40.32%	-0.93%	8.28%	60.41	9.21%	-2.24%	创业板指
150224	证券B级	3.92%	1.73	41.43%	39.34%	0.56%	9.11%	31.77	9.51%	1.63%	中证全指证券公司
150031	中证90B	13.48%	1.72	36.89%	101.79%	1.70%	17.50%	4.63	9.85%	4.48%	等权90
150197	有色B	19.33%	1.69	48.49%	22.45%	-1.10%	0.90%	35.64	9.25%	-2.22%	国证有色
150118	房地产B	18.82%	1.68	46.29%	70.85%	0.42%	4.60%	23.26	9.62%	1.12%	国证地产
150131	医药B	9.34%	1.67	50.46%	18.03%	-1.25%	-0.69%	52.59	9.17%	-3.58%	国证医药
150236	券商B级	2.87%	1.66	38.04%	48.11%	-0.22%	19.45%	7.87	9.57%	-0.01%	中证全指证券公司
150266	一带B	2.27%	1.64	43.35%	35.53%	2.69%	11.70%	28.59	10.38%	7.62%	一带一路
150232	电子B	9.27%	1.63	41.78%	39.36%	-0.96%	14.84%	2.36	9.46%	-2.08%	申万电子
502050	上证50B	12.33%	1.63	38.60%	46.48%	0.58%	20.79%	8.45	9.74%	1.44%	上证50
150191	NCF环保B	9.65%	1.63	53.06%	11.76%	-1.17%	-1.57%	10.63	9.19%	-4.20%	中证环保
150151	有色800B	13.15%	1.61	46.15%	28.52%	-0.87%	9.55%	11.55	9.43%	-2.76%	中证800有色
150250	银行B端	11.57%	1.60	39.58%	44.79%	0.77%	20.75%	1.15	9.92%	1.84%	中证银行
150170	恒生B	-1.85%	1.60	42.28%	36.02%	-0.34%	16.36%	29.41	10.18%	-0.37%	恒生指数
150195	互联网B	31.54%	1.60	39.74%	44.50%	1.15%	20.64%	23.05	9.99%	1.83%	中证移动互联
150052	沪深300B	11.44%	1.59	43.99%	33.57%	-0.58%	14.13%	11.12	9.59%	-1.65%	沪深300
150276	一带一B	-1.06%	1.58	39.54%	44.75%	1.71%	22.77%	38.14	10.19%	3.54%	一带一路
150274	带路B	13.44%	1.57	41.36%	40.40%	0.95%	19.87%	8.98	10.10%	2.00%	一带一路
150178	证保B	8.14%	1.57	42.96%	35.70%	0.96%	17.36%	47.05	9.90%	0.69%	中证800证保
150228	银行B	19.93%	1.57	39.16%	45.20%	2.56%	24.45%	73.92	10.39%	4.80%	中证银行
150230	酒B	9.16%	1.56	46.94%	26.74%	-1.32%	11.16%	3.08	9.53%	-3.00%	中证酒
150180	信息B	6.60%	1.55	47.48%	25.74%	-1.13%	11.00%	14.56	9.59%	-2.94%	中证信息
150242	银行B级	17.10%	1.55	42.30%	37.93%	1.29%	20.00%	4.16	10.25%	2.59%	中证银行
150149	医药800B	8.65%	1.54	49.66%	20.04%	-0.77%	8.64%	3.39	9.67%	-2.37%	中证800医药
150187	SW军工B	-7.17%	1.54	45.22%	26.24%	0.69%	16.34%	23.60	9.75%	1.17%	中证军工
150185	环保B	-8.28%	1.54	45.35%	31.07%	-0.17%	15.30%	26.29	10.00%	-0.11%	中证环保
150029	中证500B	-3.49%	1.54	45.73%	97.34%	0.47%	7.29%	2.13	9.62%	-3.31%	中证500
150214	国投创B	4.00%	1.54	53.56%	47.07%	-1.61%	3.70%	1.69	9.55%	-3.23%	创业成长
150252	煤炭B	7.58%	1.53	45.61%	30.32%	-0.13%	15.69%	5.11	10.10%	0.36%	煤炭等权
150168	银华300B	10.18%	1.52	54.77%	6.41%	-0.50%	3.11%	1.02	9.48%	-3.47%	沪深300
150172	证券B	8.66%	1.50	47.91%	23.77%	0.75%	14.65%	179.98	10.18%	0.51%	中证全指证券公司
150212	新能源车B	16.76%	1.49	54.52%	8.20%	-0.75%	5.98%	13.91	9.41%	-0.90%	新能源车
150019	银华锐进	13.28%	1.48	56.22%	37.46%	-0.72%	4.03%	22.92	9.28%	-5.88%	深证100
150201	券商B	9.42%	1.48	49.55%	17.86%	1.21%	13.74%	41.12	10.11%	0.53%	中证全指证券公司
150158	金融B	15.46%	1.48	51.05%	14.89%	0.80%	11.81%	49.55	10.27%	1.08%	中证800金融
150218	新能源B	10.26%	1.46	54.83%	7.54%	-1.27%	7.50%	7.24	9.87%	-3.29%	国证新能

数据来源：Wind, 方正证券研究所

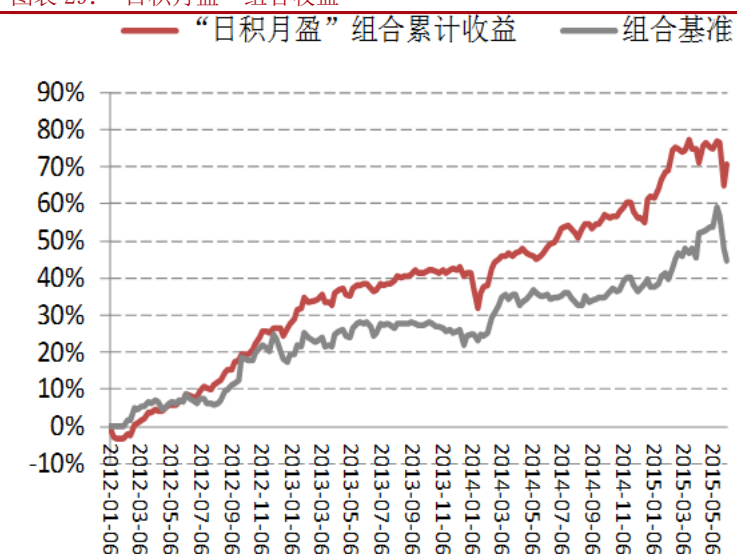
4. “日积月盈”分级 A 组合策略

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 3.45%，组合目前持有证券 A、一带 A、证保 A 级、有色 800A。

图表 29：“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	5.55%	5.22%	0.33%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券A	0.065	0.105	6.989
一带A	0.068	0.047	16.455
证保A级	0.065	0.106	1.966
有色800A	0.064	0.083	1.611

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：	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