

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)

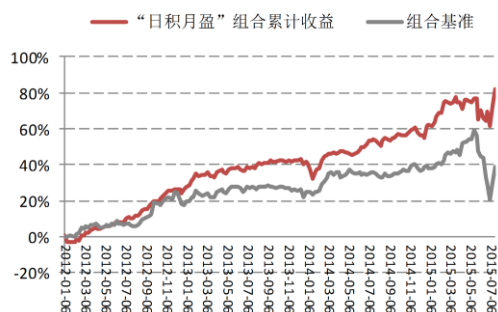
金融工程首席分析师：高子剑  
执业证书编号：S1220514090003  
TEL：021-68386225  
E-mail：[gaozijian@foundersc.com](mailto:gaozijian@foundersc.com)

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》  
《分级 AB 份额交易价值全透视》  
《分级 AB 份额定价全解析》  
《分级 A 是低风险产品么》

“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：分级基金杠杆价值

市场常用的三类杠杆：

- 初始杠杆：基金发行时的杠杆比例；
- 净值杠杆：分级 B 净值变化率和母基金净值变化率的比值；
- 价格杠杆：分级 B 价格涨幅相对于母基金净值变化率的比值。

#### 分级 B 与杠杆 ETF 的比较：

- 分级 B 的累计杠杆是非路径依赖的，杠杆 ETF 则是累计杠杆可变的；
- 在单边的市场环境中，杠杆 ETF 获得了更好的表现；但随着波动的加剧，杠杆 ETF 的表现则逐渐逊于分级 B。

**杠杆对分级基金的影响：**能提供较高杠杆的分级往往能够在同一个行业不同的分级基金中胜出，而约定收益率将对价格杠杆产生较大影响。

#### ➤ 分级 A 投资策略：

上周国债期货小幅上涨 0.18%，市场利率下行，但分级 A 继续上涨 6.66%，隐含收益率快速下降至 5.96%。

上周平均隐含收益率今年以来首次下降至 6% 以下，目前的隐含收益率处于近四年来的底部水平，持有分级 A 收益相对较低，建议以持有吃息为目的的投资者谨慎配置。

#### ➤ 分级 B 投资策略：

上周股票市场总体上涨，中小板及创业板涨幅尤甚。行业板块方面，国防军工独占鳌头，银行则逆市下跌。

虽然市场上涨，但周五之前市场情绪并未恢复，因而本周分级 B 总体下跌，整体折价也随之扩大。

#### ➤ “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 5.51%，组合目前持有一带 A(150265)、证保 A 级(150225)、恒生 A(150169)、军工 A(150181)。

## 目 录

1. 刨根问底：分级 B 的杠杆到底是什么？ .....	5
1.1 分级基金的杠杆是什么？ .....	5
1.2 分级基金和杠杆 ETF 的杠杆有什么差别？ .....	5
1.3 价格杠杆敏感性分析 .....	9
1.3.1 A 占比 .....	9
1.3.2 A 约定收益率 .....	10
1.3.3 母基净值 .....	11
1.3.4 A 平均隐含收益率 .....	12
1.3.5 母基溢价率 .....	13
1.3.6 A 高估率 .....	13
1.3.7 A 净值 .....	14
1.4 杠杆对于分级基金有什么影响 .....	15
2. 分级 A 投资策略 .....	21
2.1 分级 A 继续上涨 .....	22
2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著 .....	23
2.3 期权价值影响继续 .....	24
3. 分级 B 投资策略 .....	27
4. “日积月盈”分级 A 组合策略 .....	29

## 图表目录

图表 1: 三种杠杆计算公式 .....	5
图表 2: 瞬时杠杆和价格杠杆 .....	6
图表 3: 杠杆 ETF 和分级 B 对比 .....	6
图表 4: 杠杆 ETF 收益测算 .....	7
图表 5: 不同类型行情下分级 B 与杠杆 ETF 的表现 .....	7
图表 6: 分级 B vs. 杠杆 ETF (单边上涨) .....	8
图表 7: 分级 B vs. 杠杆 ETF (单边下跌) .....	8
图表 8: 分级 B vs. 杠杆 ETF (先涨后跌) .....	8
图表 9: 分级 B vs. 杠杆 ETF (先跌后涨) .....	9
图表 10: 分级 B vs. 杠杆 ETF (区间震荡) .....	9
图表 11: A 占比与价格杠杆 .....	10
图表 12: A 约定收益率与价格杠杆 .....	10
图表 13: 母基净值与价格杠杆 .....	11
图表 14: 母基净值与价格杠杆 .....	11
图表 15: 母基净值与价格杠杆 .....	12
图表 16: A 平均隐含收益率与价格杠杆 .....	12
图表 17: A 平均隐含收益率与价格杠杆 .....	13
图表 18: 母基溢价率与价格杠杆 .....	13
图表 19: A 高估率与价格杠杆 .....	14
图表 20: A 高估率与价格杠杆 .....	14
图表 21: A 净值与价格杠杆 .....	15
图表 22: 医药分级基本信息对比 .....	15
图表 23: 医药分级标的指数对比 .....	16
图表 24: 约定收益率对于产品的影响 .....	16
图表 25: 两只医药分级的规模 and 价格杠杆 .....	17
图表 26: 两支医药分级 A 和分级 B 的高低估情况 .....	18
图表 27: 隐含收益率对比 .....	18
图表 28: 纯债收益率和期权价值对比 .....	19
图表 29: 单位价格成本和单位杠杆成本对比 .....	20
图表 30: 分级基金成交额与规模 .....	21
图表 31: 近期新发行分级基金 .....	21
图表 32: 分级基金 A 产品结构 .....	22
图表 33: 分级 A 净价与国债期货 .....	23
图表 34: 分级 A 净价与资金面 .....	23
图表 35: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率 .....	23
图表 36: 分级 A 净价与母基折溢价率 .....	24
图表 37: 母基金折价率 (A+B 份额大于 2 亿) .....	24
图表 38: 不同条款产品隐含收益率走势 .....	25

图表 39：市场期权价值走势 .....	25
图表 40：股票型永续分级 A 关键指标（份额大于 1 亿） .....	26
图表 41：市场主要指数和分级基金 AB 表现.....	27
图表 42：上周行业表现 .....	27
图表 43：股票型分级 B 关键指标（份额大于 1 亿） .....	28
图表 44：“日积月盈”组合收益 .....	30

## 1. 刨根问底：分级 B 的杠杆到底是什么？

分级基金最重要的卖点就是杠杆，这是产品设计中最为核心的要素。本章我们将深入研究分级基金的杠杆是什么，和杠杆 ETF 有什么差别，具体受哪些因素影响，杠杆对于分级基金有什么影响。

### 1.1 分级基金的杠杆是什么？

市场常用的有以下三种杠杆：初始杠杆、净值杠杆和价格杠杆，三者含义各不相同。初始杠杆为基金发行时的杠杆比例，由于初始 AB 和母基净值为 1，初始杠杆即为 AB 的份额的比例。净值杠杆为分级 B 净值变化率和母基金净值变化率的比值，价格杠杆是分级 B 的价格涨幅相对于母基金净值变化率的比值。

由于折溢价关系，净值杠杆不能准确地反映实际杠杆，在实际交易中，最常用的是价格杠杆，下文我们都将运用价格杠杆进行计算。

图表 1：三种杠杆计算公式

净值杠杆	价格杠杆	初始/份额杠杆
$\text{=母基金总净值/B 份额总净值}$	$\text{=母基金总净值/B 份额总市值}$	$\text{=(A 份额份数+B 份额份数)/ B 份额份数}$
$\text{=(母基金净值/B 份额净值)} \times \text{初始杠杆}$	$\text{=(母基金净值/B 份额价格)} \times \text{初始杠杆}$	
$\text{=(母基金份数} \times \text{母基金净值)/(B 份额份数} \times \text{B 份额净值)}$	$\text{=(母基金份数} \times \text{母基金净值)/(B 份额份数} \times \text{B 份额价格)}$	

数据来源：Wind, 方正证券研究所

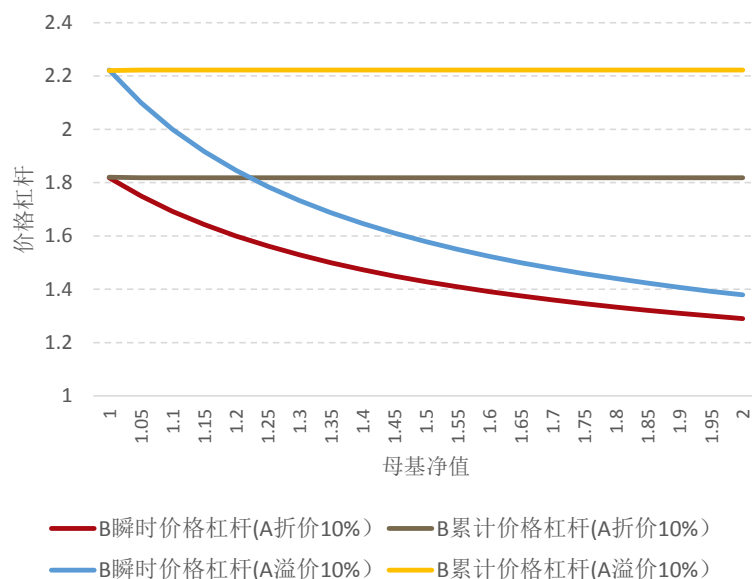
### 1.2 分级基金和杠杆 ETF 的杠杆有什么差别？

与国外较为成熟的杠杆 ETF “瞬时杠杆不变”、“累计杠杆可变”不同，分级 B 的杠杆是“瞬时杠杆可变”、“累计杠杆不变”的一种杠杆。随着母基净值增大，分级 B 的杠杆会发生非线性变化，母基上涨，杠杆就会下降；反之母基下跌，杠杆就会增加。 $L_{初}$  为

初始杠杆， $N_{母}$  为母基金净值， $\alpha$  为 A 占比。

分 A 折价 10% 交易和 A 溢价 10% 两种情况进行分析，假设母基、A 份额、B 份额初始净值均为 1。在两种情况下，当母基净值线性增大时，B 的瞬时价格杠杆都会下降，且边际速度递减，但 B 累计杠杆始终不变。无论瞬时杠杆还是累计杠杆，B 价格杠杆的变化趋势与 A 折溢价无关。

图表 2：瞬时杠杆和价格杠杆



数据来源：Wind，方正证券研究所

累计杠杆不变的特点意味着当投资者投资一支分级 B 时，当时价格杠杆为 1.5，在定价合理且没有触发上下折的情况下，无论价格杠杆和净值的变化路径如何，母基金净值上涨 50%，则分级 B 上涨 75%。所以分级 B 的累计杠杆是非路径依赖的，当起始点和终点被确定，则收益确定。杠杆 ETF 则是累计杠杆可变的，或者说他的收益是路径依赖的。母基金以不同的路径上涨 50%，杠杆 ETF 的累计收益都不相同。

为了介绍这两种杠杆的特性，我们列举了三个案例来说明这个事实。当母基金以案例 1、案例 2、案例 3 三种不同的方式上涨 34% 时，初始价格杠杆为 2 的分级 B 最终涨幅总是  $2 \times 34\% = 68\%$ ，累计价格杠杆为 2；而相对的 2 倍 ETF 的累计收益则不能确定，或大于 2 倍或小于 2 倍母基金涨跌幅。

图表 3：杠杆 ETF 和分级 B 对比

	案例1			案例2			案例3		
	母基金涨幅	2倍ETF瞬时杠杆	分级B瞬时杠杆	母基金涨幅	2倍ETF瞬时杠杆	分级B瞬时杠杆	母基金涨幅	2倍ETF瞬时杠杆	分级B瞬时杠杆
1	5.00%	2.00	2.00	8.00%	2.00	2.00	10.00%	2.00	2.00
2	5.00%	2.00	1.91	8.00%	2.00	1.86	10.00%	2.00	1.83
3	5.00%	2.00	1.83	8.00%	2.00	1.75	10.00%	2.00	1.70
4	5.00%	2.00	1.76	8.00%	2.00	1.66	10.00%	2.00	1.60
5	5.00%	2.00	1.70	8.00%	2.00	1.58	10.00%	2.00	1.52
6	5.00%	2.00	1.64	-8.80%	2.00	1.52	-16.79%	2.00	1.45
累计	34.01%	2.27	2	34.01%	2.15	2	34.01%	1.92	2

数据来源：Wind，方正证券研究所

上面的小例子说明，杠杆 ETF 在波动率较大的时候表现不如预期。为了进一步探究这个问题，我们进行了更详实的模拟。

我们计算了正向 2 倍杠杆的杠杆 ETF 在不同期望收益率和波动

率下的收益情况,得到下表。可以看出,随着波动率增加,杠杆ETF收益逐渐减小。在期望收益率较低时,大于20%的波动率就可能影响2倍杠杆的实现,而高于20%的波动率在股票市场中还是较为常见的。总体而言,杠杆ETF并不是一个适合长期投资的品种,在长期较低的期望收益率之下,我们实际获得的累计杠杆将低于预期的水平。

图表4: 杠杆ETF收益测算

标的 收益率	2倍标的 收益率	指数波动率						
		0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
-60%	-120.00%	-69.93%	-70.37%	-71.69%	-73.82%	-76.38%	-79.44%	-82.62%
-50%	-100.00%	-63.25%	-63.84%	-65.41%	-67.98%	-71.24%	-74.89%	-78.79%
-40%	-80.00%	-55.09%	-55.73%	-57.71%	-60.87%	-64.68%	-69.20%	-74.13%
-30%	-60.00%	-45.13%	-45.92%	-48.36%	-52.01%	-57.03%	-62.46%	-68.20%
-20%	-40.00%	-32.96%	-34.01%	-36.86%	-41.53%	-47.31%	-54.05%	-60.80%
-10%	-20.00%	-18.12%	-19.30%	-23.02%	-28.64%	-35.51%	-43.73%	-52.57%
0%	0.00%	0.00%	-1.52%	-5.96%	-12.45%	-21.34%	-31.36%	-42.07%
10%	20.00%	22.10%	20.46%	15.29%	6.75%	-4.12%	-16.16%	-28.98%
20%	40.00%	49.07%	46.85%	40.26%	30.10%	17.75%	2.58%	-13.17%
30%	60.00%	81.96%	79.16%	71.33%	58.75%	42.60%	24.63%	6.67%
40%	80.00%	122.07%	118.67%	109.18%	94.14%	74.48%	53.98%	28.19%
50%	100.00%	170.98%	167.02%	155.21%	136.85%	114.48%	86.47%	58.40%
60%	120.00%	230.61%	225.55%	211.30%	188.89%	161.10%	126.92%	93.73%

数据来源: Wind, 方正证券研究所

为了进一步比较分级B和杠杆ETF,接下来以创业板指为样本,计算了两者在五类不同市场行情下的表现并进行比较。为了更好地分析指数本身对波动的影响,假设对应分级A的约定收益率固定为6%,分级A平价交易,同时母基金的仓位为95%。

相对而言,在单边的市场环境中,杠杆ETF依靠更高的仓位及较低的融资成本获得了更好的表现;但随着波动的加剧,杠杆ETF的表现则逐渐逊于分级B。考虑到在实际运作中应承担的利息成本,在波动加剧的行情中,分级B和杠杆ETF的实际累计杠杆均低于2倍,杠杆ETF的累计杠杆下降更快。

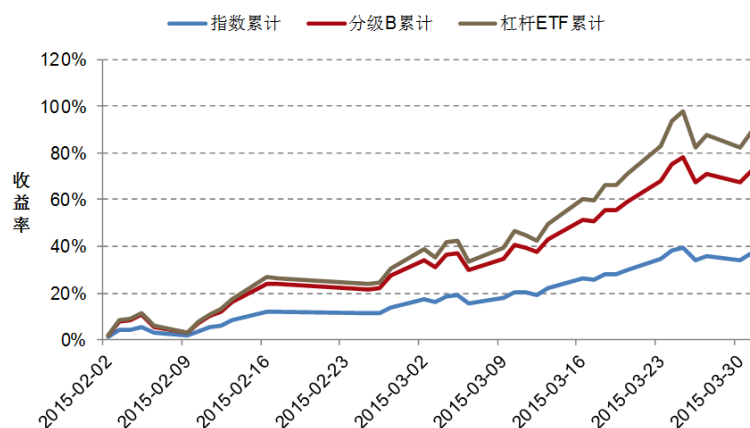
图表5: 不同类型行情下分级B与杠杆ETF的表现

行情	区间	指数累计	分级B累计	杠杆ETF累计	分级B-杠杆ETF
单边上涨	2015年2月至3月	36.74%	72.49%	89.19%	-16.70%
单边下跌	2011年4月至5月	-15.30%	-31.61%	-30.75%	-0.85%
先涨后跌	2015年5月至6月	0.18%	-0.65%	-6.62%	5.97%
先跌后涨	2012年11月至12月	3.07%	5.14%	4.96%	0.18%
区间震荡	2013年3月至4月	3.15%	5.37%	4.75%	0.62%

数据来源: Wind, 方正证券研究所

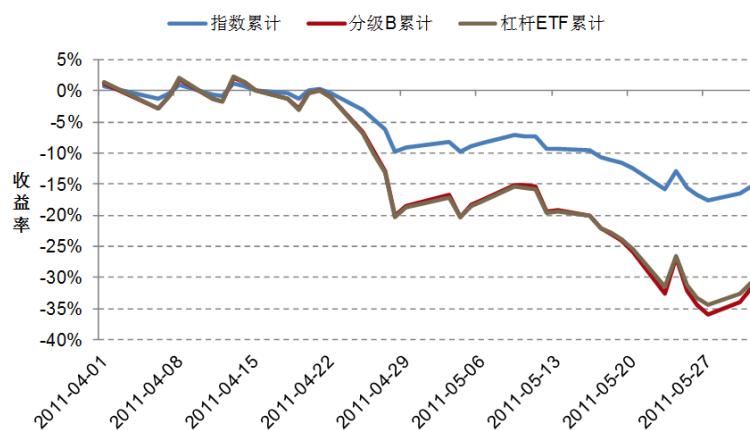


图表 6：分级 B vs. 杠杆 ETF（单边上涨）



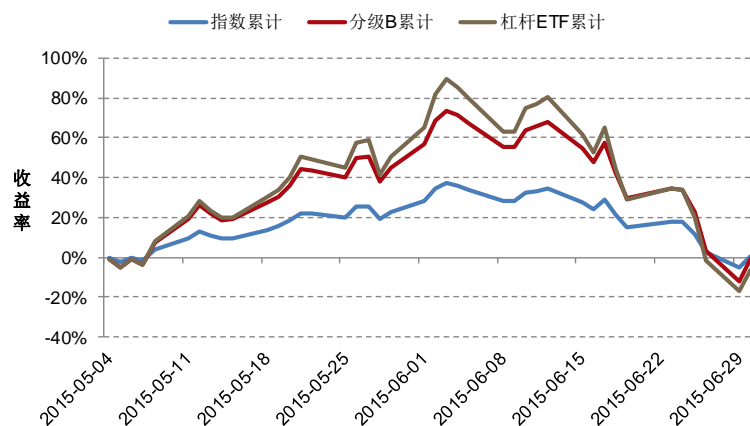
数据来源：方正证券研究所

图表 7：分级 B vs. 杠杆 ETF（单边下跌）



数据来源：方正证券研究所

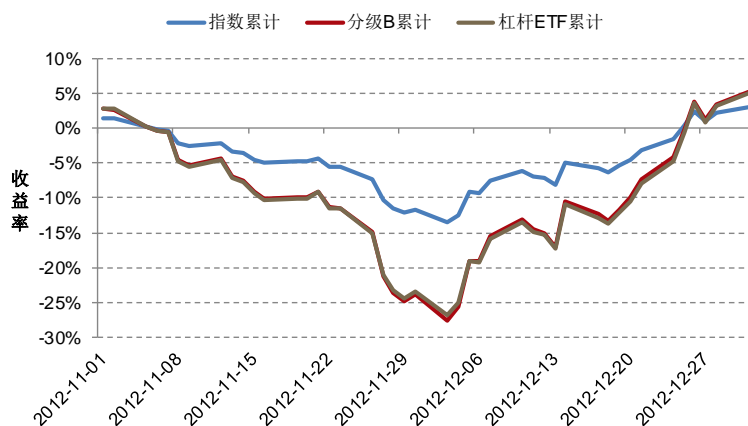
图表 8：分级 B vs. 杠杆 ETF（先涨后跌）



数据来源：方正证券研究所

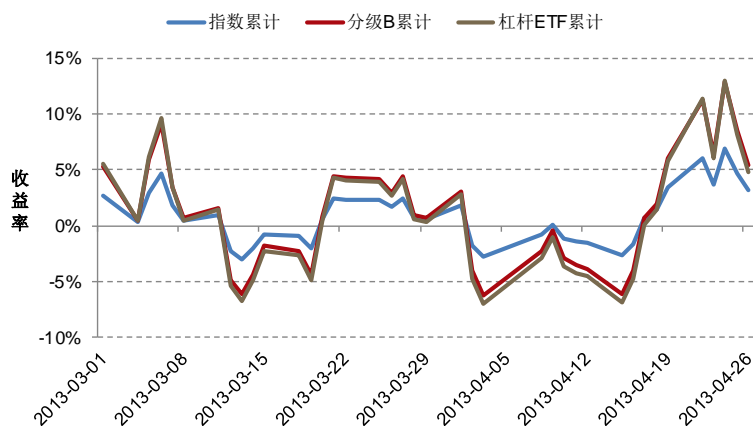


图表 9：分级 B vs. 杠杆 ETF（先跌后涨）



数据来源：方正证券研究所

图表 10：分级 B vs. 杠杆 ETF（区间震荡）



数据来源：方正证券研究所

### 1.3 价格杠杆敏感性分析

在考虑到 AB 合理定价的情况下，我们进一步研究哪些变量会影响 B 的价格杠杆。从公式上看，AB 比、A 约定收益率、母基净值、母基溢价率、A 净值、A 平均隐含收益率、A 高估率会对杠杆产生影响。以下采取控制变量法，对分级 B 的价格做敏感性分析。

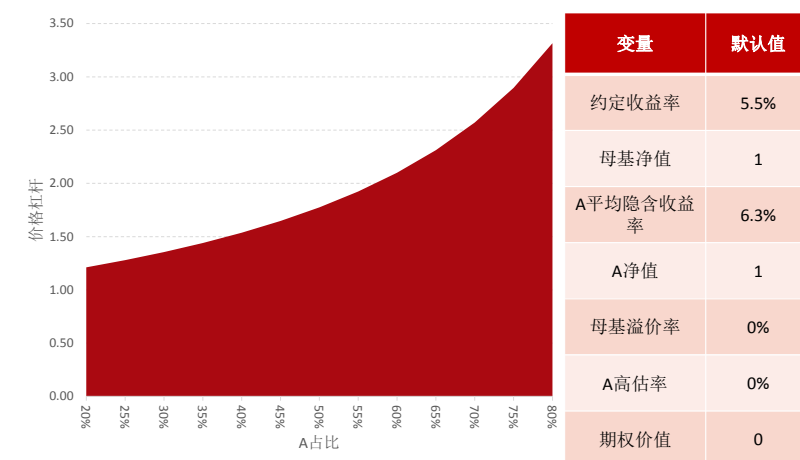
#### 1.3.1 A 占比

A 占比对价格杠杆影响很大，随着 A 占比上升，价格杠杆增大，且边际递增。不过目前除了两款转债产品 AB 比为 7:3，少数为 4:6，多数产品 AB 比为 5:5，在该项上无显著区别。

在实际投资中，转债 B 级、可转债 B 等分级 B 的杠杆就始终高

于其他股票型分级,非常明显的证明了A占比高的产品价格杠杆高。

图表 11: A 占比与价格杠杆



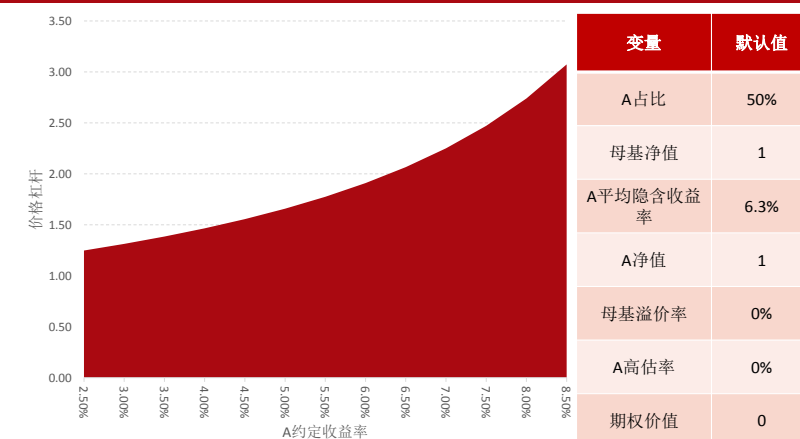
数据来源：方正证券研究所

### 1.3.2 A 约定收益率

对同一款产品而言,四个变量中A占比和A约定收益率始终不发生变化。不同产品的A占比趋同,但约定收益率差异较大。约定收益率低的价格杠杆低,反之约定收益率高的价格杠杆高。

从条款设计上来看,目前AB比普遍都是5:5,产品主要的条款差异来源于约定收益率的高低,这也是条款设计上影响杠杆最重要的因素。建信50A、中航军A由于约定收益率较高,价格杠杆始终高于同类型产品。

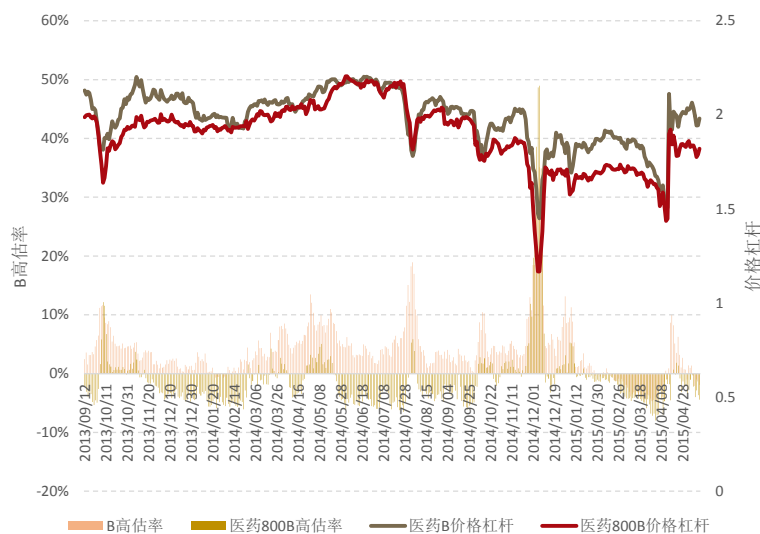
图表 12: A 约定收益率与价格杠杆



数据来源：方正证券研究所

从两款医药分级的例子来看,两款医药分级几乎同时上市,同时触发上折。医药A约定收益率为“+4”,医药800A为“+3.2%”,这导致多数情况下前者杠杆更高,B价格上更容易被高估。

图表 13：母基净值与价格杠杆

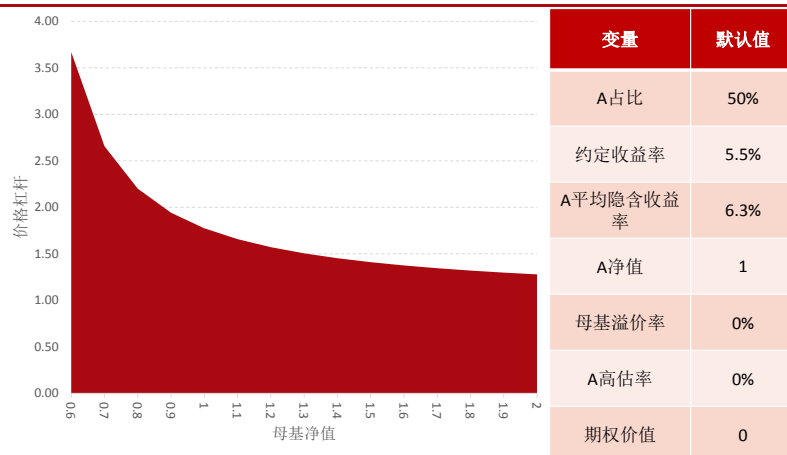


数据来源：方正证券研究所

### 1.3.3 母基净值

母基净值和价格杠杆息息相关，杠杆随母基净值增大而非线性下降。当母基净值达到 2 时，价格杠杆被动降到了 1.31，产品吸引力大大下降。因此基金普遍设置了上折条款，使得净值归一，以恢复杠杆活力。

图表 14：母基净值与价格杠杆



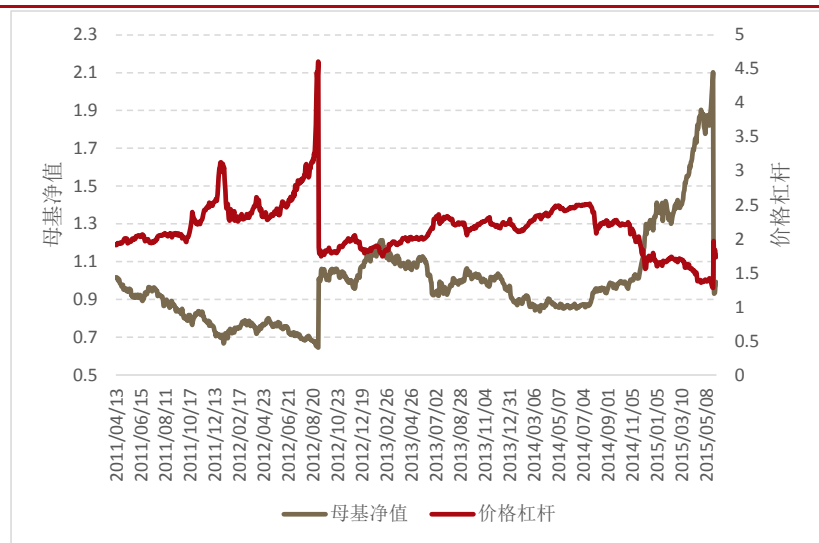
数据来源：方正证券研究所

尽管影响杠杆的因素很多，但把时间段放长，净值因素就会变得很明显。此处选取中证 90B 为例是因为 90B 经历过下折和上折，可谓穿越牛熊，在三个下折案例中又是流动性比较好的产品，价格上比较稳定。

从图中可以明显看到，净值跌到接近下折，杠杆上升；净值涨

到接近上折，杠杆下降，母基净值与杠杆成负相关关系。

图表 15：母基净值与价格杠杆

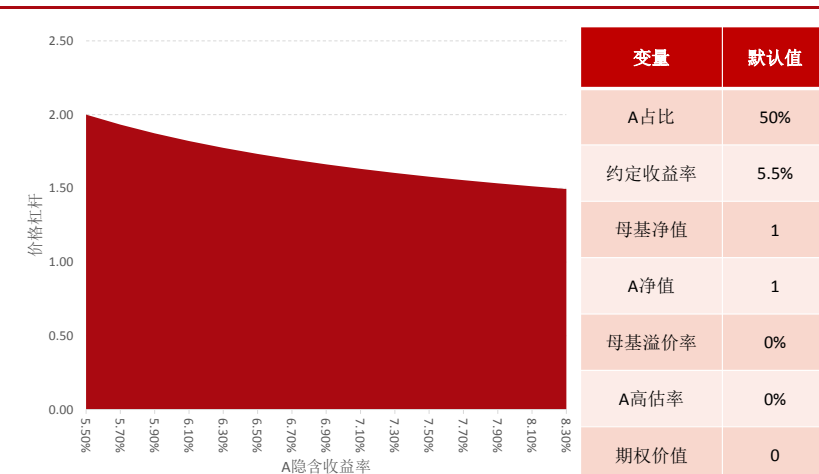


数据来源：方正证券研究所

#### 1.3.4 A 平均隐含收益率

A 平均隐含收益率也会影响产品的价格杠杆，隐含收益率上行，即债券价格下跌，则价格杠杆下降。反之隐含收益率下行则价格杠杆上升。

图表 16：A 平均隐含收益率与价格杠杆



数据来源：方正证券研究所

A 平均隐含收益率对于杠杆的影响比较间接，需要通过平均隐含收益率影响到 A 端价格，再到 B 端价格，再影响到杠杆，因此不是一个非常显著的因子。

从银华稳进为例，下图可以看出两者负相关的关系，2011 年 11 月以来两者走势趋同是因为股市走出单边行情，母基净值大幅上涨，导致杠杆下降，该因素成为主导。

图表 17: A 平均隐含收益率与价格杠杆

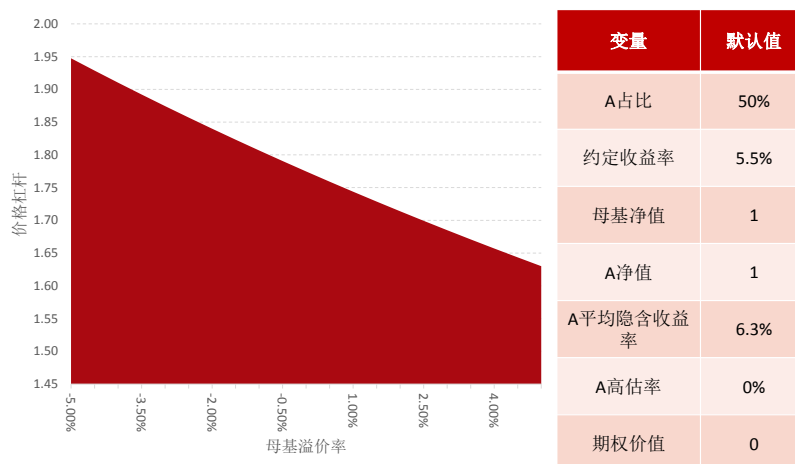


数据来源：方正证券研究所

### 1.3.5 母基溢价率

母基金溢价率与价格杠杆成反比，母基金溢价率上升，则 B 价格上升，导致 B 价格杠杆下降。在市场交易情绪高涨时，往往母基会出现较大溢价，此时价格杠杆会比母基平时低些。

图表 18: 母基溢价率与价格杠杆

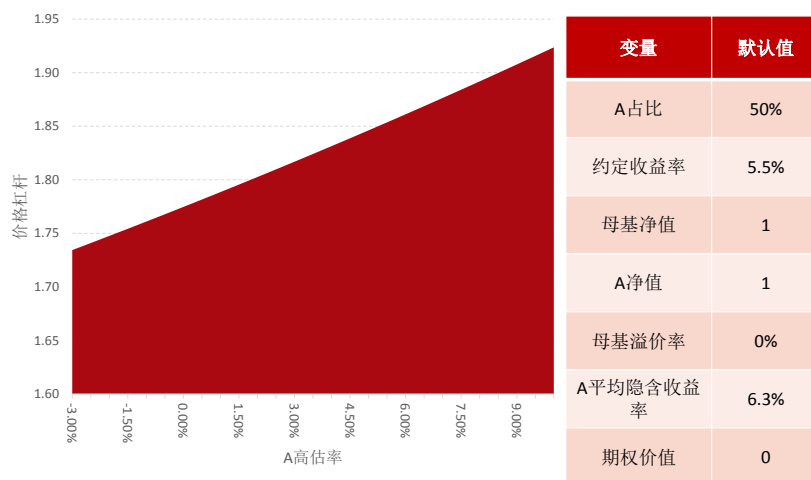


数据来源：方正证券研究所

### 1.3.6 A 高估率

A 价格高估会导致 B 价格相对低估，这会抬高了 B 的价格杠杆，A 高估率和 B 价格呈正相关关系。因此，在其他条件不变的情况下，选择 A 被相对高估的产品杠杆更高。

图表 19: A 高估率与价格杠杆



数据来源：方正证券研究所

A 高估率与价格杠杆呈正相关关系，依旧以银华稳进为例。在一个较长的时间段内，可以看出两者有同样的趋势。

图表 20: A 高估率与价格杠杆

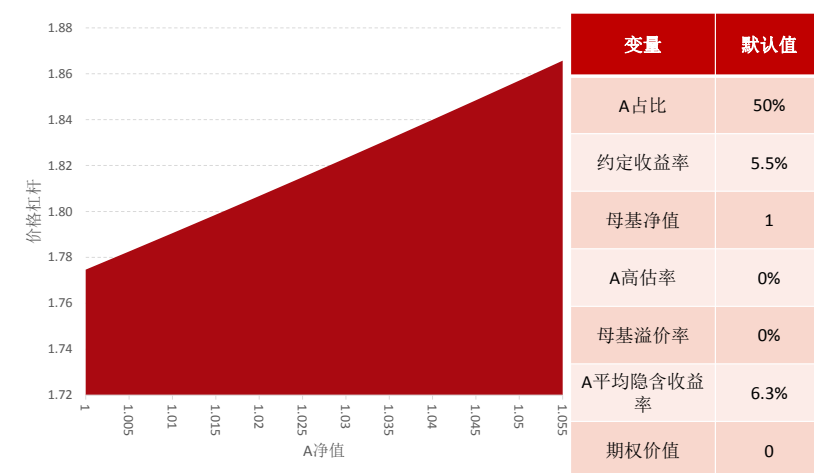


数据来源：方正证券研究所

### 1.3.7 A 净值

A 净值代表 A 的累计利息，A 净值越高，A 价格越高，相对的 B 的价格就会下降，价格杠杆就会上升。不过由于 A 净值的波动区间有限，所以该相对价格杠杆波动影响并非很大。

图表 21: A 净值与价格杠杆



数据来源: 方正证券研究所

#### 1.4 杠杆对于分级基金有什么影响

在相同条件下, 较高的杠杆水平是分级 B 的核心竞争力。故在产品设计上, 能提供较高杠杆的分级往往能够在同一个行业不同的分级基金中胜出。在上述分析中, 影响杠杆的条款主要为 AB 比和 A 约定收益率, 在如今 AB 比大多为 5:5 的情况下, A 约定收益率成为影响杠杆的最主要的因素。

图表 22: 医药分级基本信息对比

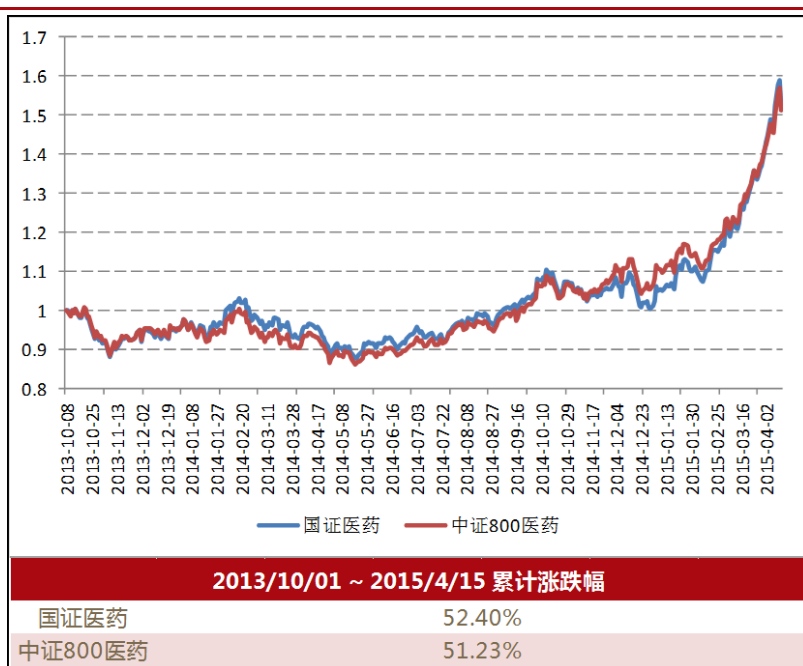
	上市交易日	A 约定收益	上折	下折	跟踪标的	管理费+托管费	AB 比	B 初始份额 (亿)
医药 B	2013/9/11	4% + 一年定存	0.25	1.50	国证医药	1.22%	5:5	1.31
医药 800B	2013/9/6	3.2% + 一年定存	0.25	1.50	中证 800 医药	1.22%	5:5	0.42

数据来源: Wind, 方正证券研究所

对比医药 B 和医药 800B 两产品的基本条款, 我们可以发现两者上折、下折、费用、AB 比都相同, 上市时间只相差一周。医药 800B 跟踪的标的指数是中证 800 医药, 医药 B 跟踪的标的指数是国证医药, 两个医药指数走势基本相同, 在一年半的时间内累计涨跌幅仅差 1% 左右, 可以认为两者跟踪标的无显著差异。



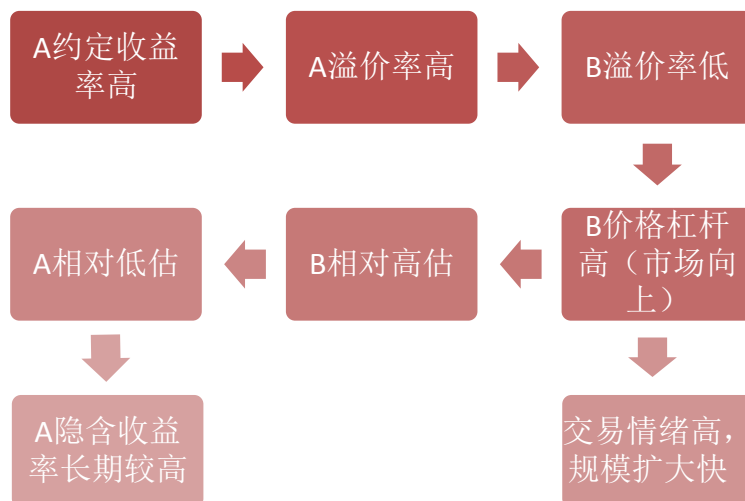
图表 23：医药分级标的指数对比



数据来源：Wind，方正证券研究所

理论上较高的约定收益率会导致A溢价率高,进而压低B价格, B价格杠杆因此抬高, 在市场情绪较好的情况下会增加产品的吸引力。一方面, B较高的吸引力导致B相对被高估, A相对低估, A隐含收益率长期处于同类产品的高位;另一方面, B较高的吸引力, 会使得母基更容易溢价, 溢价套利将扩大基金规模。

图表 24：约定收益率对于产品的影响



数据来源：Wind，方正证券研究所

对比两款产品的实际规模变化, 我们可以发现医药B的规模在多数情况下增速大于医药800B, 规模比一度高达60倍。医药800B仅在2014年12月受套利资金影响规模陡增, 但其后下滑明显。

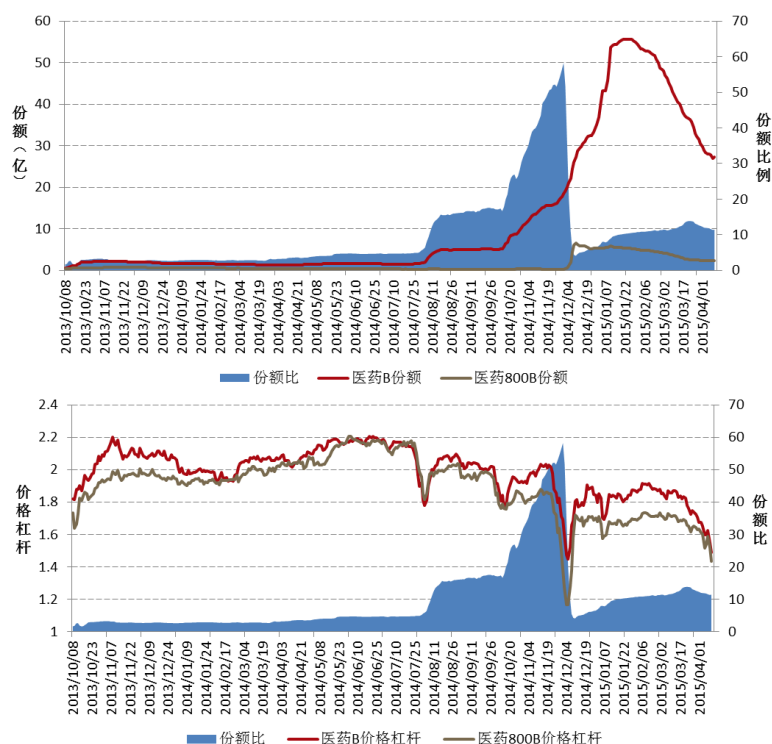
根据前面的分析, 相同条件下, 规模与杠杆率密切相关, 而约定收益率将对价格杠杆产生较大影响。从下图我们可以看出医药B

的价格杠杆在多数情况下高于医药 800B, 相同条件下分级 B 的投资者更倾向于高杠杆的产品, 选择医药 B 而非医药 800B。

12 月初医药 800B 的规模陡增源于小规模医药 800B 大幅溢价, 大量溢价套利资金进入的结果。但由于其后价格杠杆依旧低于医药 B 的缘故, 规模衰减的也比医药 B 更快。

虽然两个产品的可比性很强, 但是基金管理公司对于产品规模的影响以及名称对于产品规模的影响我们还很难厘清。这两个产品从成立至今, 整个市场整体处于上升趋势, 所以关于隐含收益率对于产品规模的影响讨论是否适用于熊市也有待观察。

图表 25: 两只医药分级的规模 and 价格杠杆

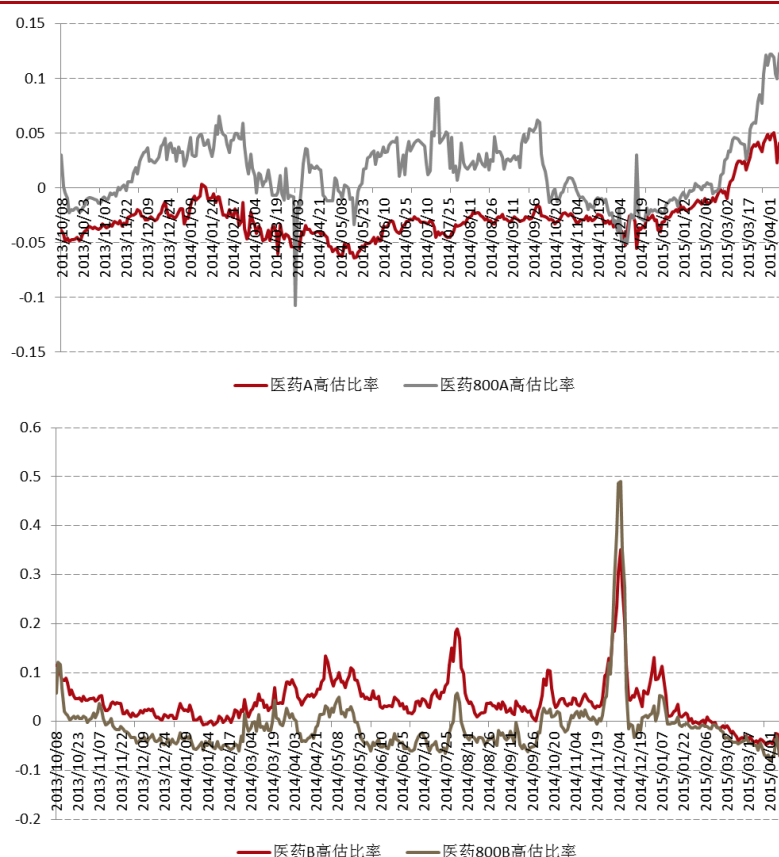


数据来源: Wind, 方正证券研究所

目前 A 类交易者主要以隐含收益率作为估值指标, 假设 A 类产品达到市场平均隐含收益率水平则定价合理, 我们可以计算出分级 A 和分级 B 的高低估比率, 以此可以分析 A、B 的受欢迎程度。

从下图可以发现由于医药 B 价格杠杆较高, 交易价值强, 其价值相对比医药 800B 长期被高估, 相对应的, 医药 A 的价格则倾向于相对被低估, 这解释了为什么医药 A 的隐含收益率长期高于医药 800A 的事实。

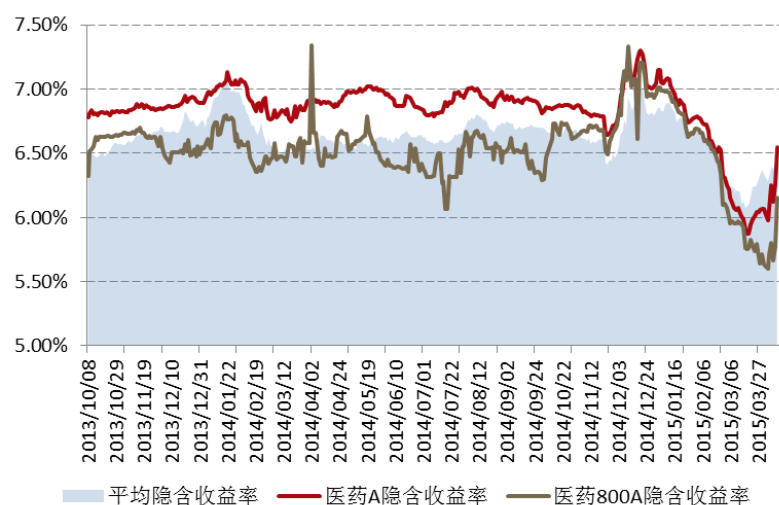
图表 26：两支医药分级 A 和分级 B 的高低估情况



数据来源：Wind，方正证券研究所

具体的观察两款产品的隐含收益率，由于医药 A 价格相对被低估，其隐含收益率长期高于医药 800A，甚至高于市场平均隐含收益率。相反的，医药 800A 长期低于市场隐含收益率，且由于规模小波动较大。我们建议 A 类投资者在后续的交易中应该考虑相关影响。

图表 27：隐含收益率对比

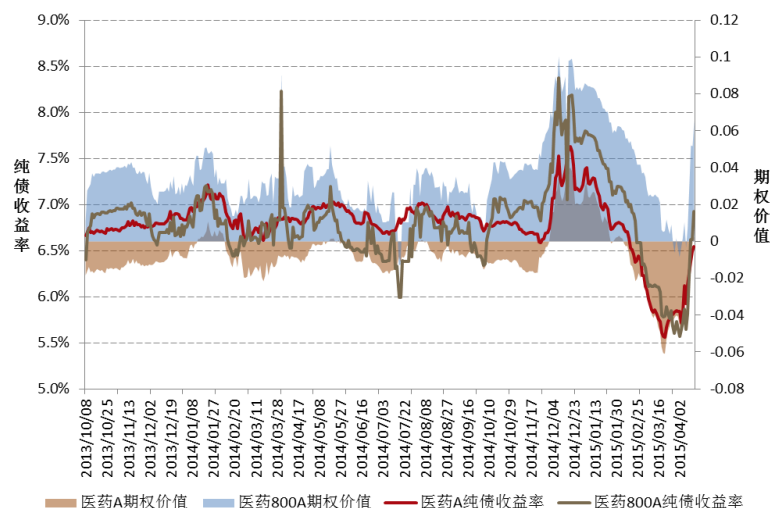


数据来源：Wind，方正证券研究所

目前市场交易者一般不考虑分级 A 的期权价值，如果考虑了分

级 A 的期权价值并计算纯债收益率，结果又有所不同，两款分级 A 纯债收益率相近。尽管高约定收益率的医药 A 被相对低估，但是 A 折价率低导致溢价期权价值变为负向，拉高了纯债收益率。

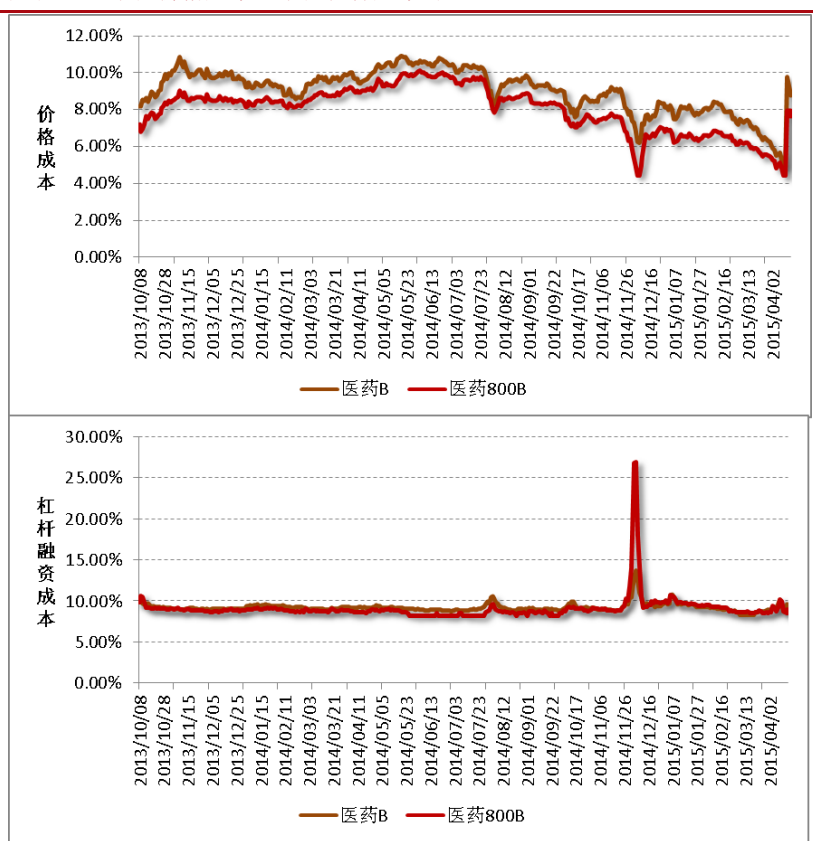
图表 28：纯债收益率和期权价值对比



数据来源：Wind，方正证券研究所

在不考虑下折条款对 B 价值的影响下，怎么从融资成本的角度看这两个产品呢？从价格杠杆的角度来说肯定是医药 B 的价格杠杆高，但是单位价格承担成本医药 B 肯定也会超过医药 800B。在母基金不涨不跌的情况下，医药 B 每年对于单位价格的损耗要大于医药 800B。但是考虑到他们两款产品杠杆不同，对于单位杠杆承担的融资成本其实是一样的，都在 9% 左右并无显著差异。如果投资者有较便利的融资加杠杆手段，买哪款产品都一样，但是在目前杠杆相对稀缺的牛市氛围中，高价格杠杆的产品会更受投资者青睐。

图表 29：单位价格成本和单位杠杆成本对比



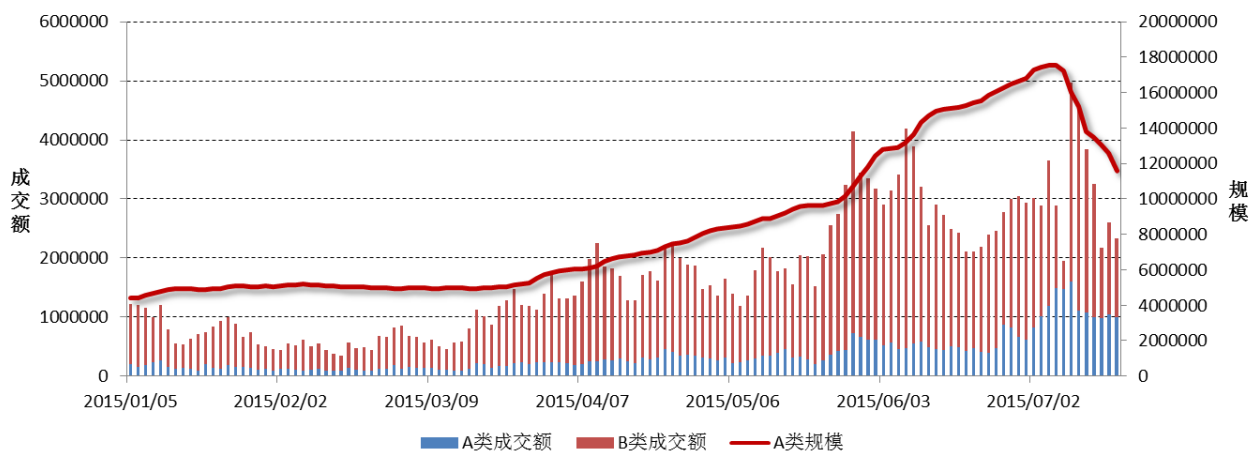
数据来源：Wind，方正证券研究所

综合以上各节的分析可见，分级B不仅是一个简单的杠杆工具，其杠杆受到价格、A端约定收益率、市场利率及流动性等多重因素的，即使条款相似的分级基金在同一时刻也会表现出不同的特征。在极端情形下，如果市场的波动导致分级B的杠杆失效，甚至可能出现看对了方向却赔钱的后果。

随着发行上市的分级产品不断增加，可选择的杠杆标的也日益丰富，在看好某一行业或主题时，往往有多只分级基金可供投资。如何披沙简金，选择最佳的杠杆，这是需要深入研究的问题。在实际投资时，只有全面地分析并理解杠杆，我们才可能获取期望中的杠杆收益，同时规避杠杆失效的风险。

上周永续分级 A 上涨 6.66%，分级 B 平均下跌 1.16%。分级份额继续缩减，成交有所萎缩。

图表 30：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 13 支，分别是中海中证高铁产业(502030)、方正富邦中证保险(167301)、中融中证白酒(168202)、长盛上证 50(502040)、交银环境治理(164908)、建信中证互联网金融(165315)、长盛中证全指证券(502053)、信诚中证建设工程(165525)、建信中证申万有色金属(165316)、鹏华国证钢铁行业(502023)、鹏华新丝路(502026)、长信一带一路(502016)、鹏华中证医药卫生(160635)。

图表 31：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
502030.OF	中海中证高铁产业	502031.SH	502032.SH	2015-06-15	2015-07-24	中海基金管理有限公司
167301.OF	方正富邦中证保险	150329.SZ	150330.SZ	2015-06-25	2015-07-24	方正富邦基金管理有限公司
168202.OF	中融中证白酒	150285.SZ	150286.SZ	2015-06-25	2015-07-24	中融基金管理有限公司
502040.OF	长盛上证50	502041.SH	502042.SH	2015-06-29	2015-07-24	长盛基金管理有限公司
164908.OF	交银环境治理	150319.SZ	150320.SZ	2015-07-07	2015-07-24	交银施罗德基金管理有限公司
165315.OF	建信中证互联网金融	150331.SZ	150332.SZ	2015-07-13	2015-07-24	建信基金管理有限责任公司
502053.OF	长盛中证全指证券	502054.SH	502055.SH	2015-07-13	2015-07-24	长盛基金管理有限公司
165525.OF	信诚中证建设工程	150313.SZ	150314.SZ	2015-07-06	2015-07-31	信诚基金管理有限公司
165316.OF	建信中证申万有色金属	150333.SZ	150334.SZ	2015-07-13	2015-07-31	建信基金管理有限责任公司
502023.OF	鹏华国证钢铁行业	502024.SH	502025.SH	2015-06-23	2015-08-10	鹏华基金管理有限公司
502026.OF	鹏华新丝路	502027.SH	502028.SH	2015-06-23	2015-08-10	鹏华基金管理有限公司
502016.OF	长信一带一路	502017.SH	502018.SH	2015-07-06	2015-08-10	长信基金管理有限责任公司
160635.OF	鹏华中证医药卫生	150239.SZ	150240.SZ	2015-07-06	2015-08-14	鹏华基金管理有限公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

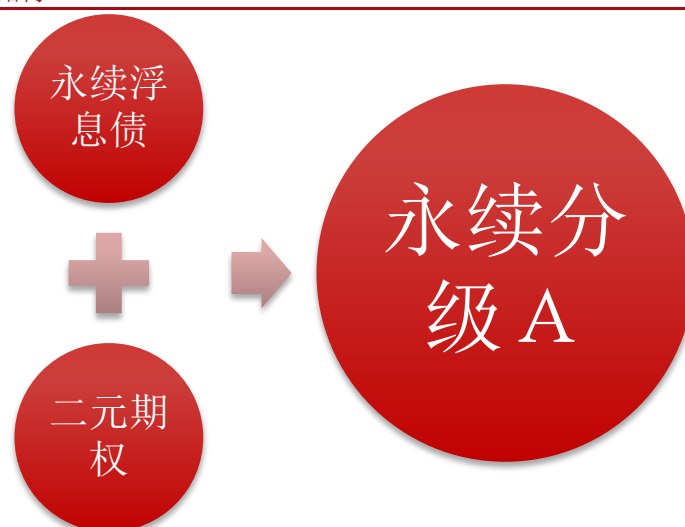
## 2. 分级 A 投资策略

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 32：分级基金 A 产品结构



数据来源：方正证券研究所

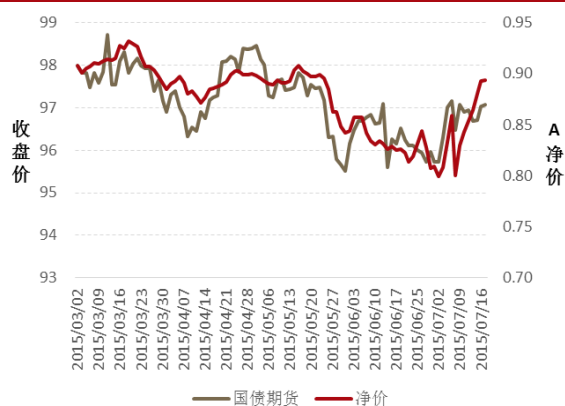
## 2.1 分级 A 继续上涨

上周国债期货小幅上涨 0.18%，市场利率下行，但分级 A 继续上涨 6.66%，隐含收益率快速下降至 5.96%。

上周市场上涨之后，分级 A 的期权价值虽然有所下降，但市场利率下行和整体规模下降这两大因素仍然推动着分级 A 价格的上涨。上周平均隐含收益率今年以来首次下降至 6% 以下，目前的隐含收益率处于近四年来的底部水平，持有分级 A 收益相对较低，建议以持有吃息为目的的投资者谨慎配置。

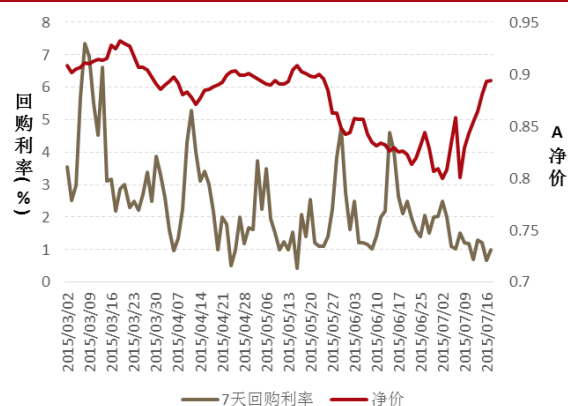


图表 33: 分级 A 净价与国债期货



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 34: 分级 A 净价与资金面



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 35: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率



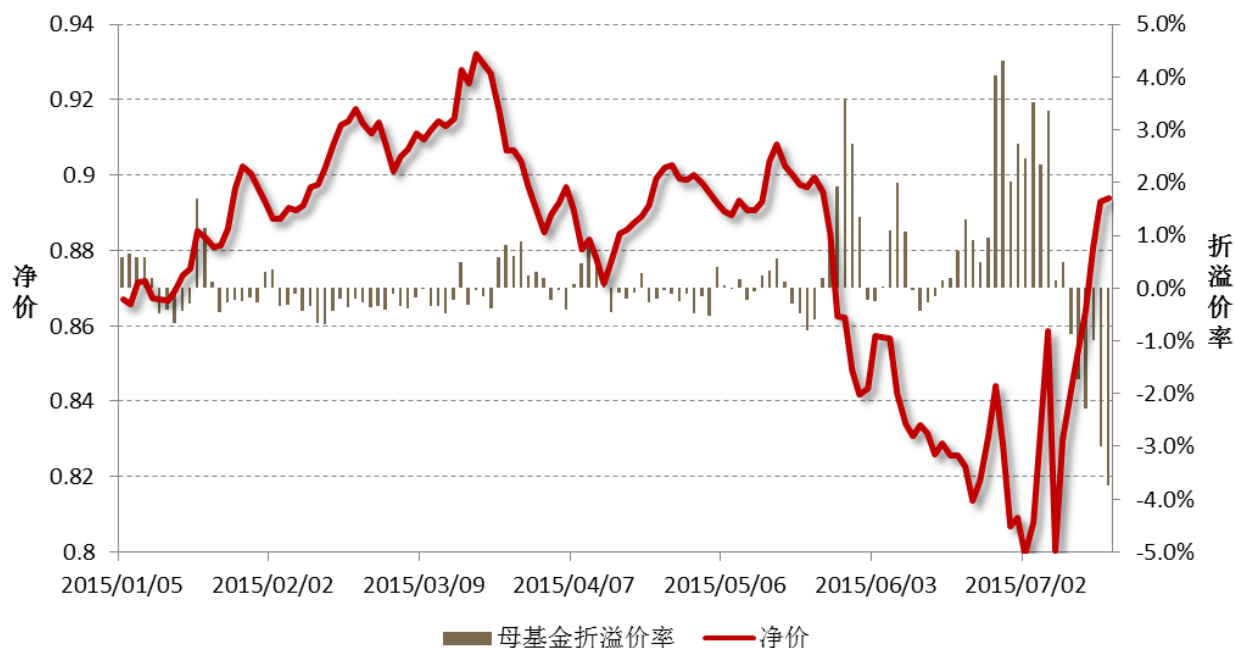
数据来源: 方正证券研究所

## 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。

上周虽然市场上涨, 但母基金的折价反而扩大, 目前母基金折价 3.74%, A+B 份额大于 2 亿以上的基金仅 3 只溢价。虽然有不少基金属于 B 类份额涨停导致的被动折价, 但总体上折价套利的机会仍然存在。另一方面, 整体折价后分级基金规模萎缩, 推升了分级 A 的净价。

图表 36：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 37：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						
161826	银华转债	0.83%	14704	5066	2.84	-0.48%
161032	煤炭基金	0.34%	26531	4391	3.99	5.43%
164402	中航军工	0.20%	316032	103427	59.03	0.14%
164401	健康分级	-0.05%	51653	18933	10.99	-3.64%
160418	银行股基	-0.58%	6247	5537	2.06	-8.47%
168201	一带一路	-0.67%	125267	35833	33.38	-13.20%
168205	银行母基	-1.12%	9733	6040	2.32	-6.93%
161029	银行分级	-1.26%	24176	9813	2.65	-22.34%
164705	添富恒生	-1.35%	73734	28979	13.40	-14.98%
160419	证券股基	-1.42%	5423	4052	2.56	-3.24%
母基金溢价率后十名						
164304	新华环保	-5.03%	18351	5976	6.95	4.53%
164905	交银新能	-5.38%	6645	5883	4.15	-8.84%
161022	富国创业	-5.42%	560320	142228	95.44	-8.38%
163115	申万军工	-5.45%	158945	19840	6.36	-75.56%
160221	国泰有色	-6.13%	98313	26764	9.88	-68.74%
161026	富国企改	-6.15%	934876	266394	159.74	-27.56%
165511	信诚500	-6.25%	64383	13028	8.53	5.18%
161024	富国军工	-6.48%	412511	145865	108.71	-2.32%
160630	鹏华国防	-7.35%	54579	21991	19.31	21.35%
160626	鹏华信息	-7.37%	28937	10588	8.28	-9.57%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

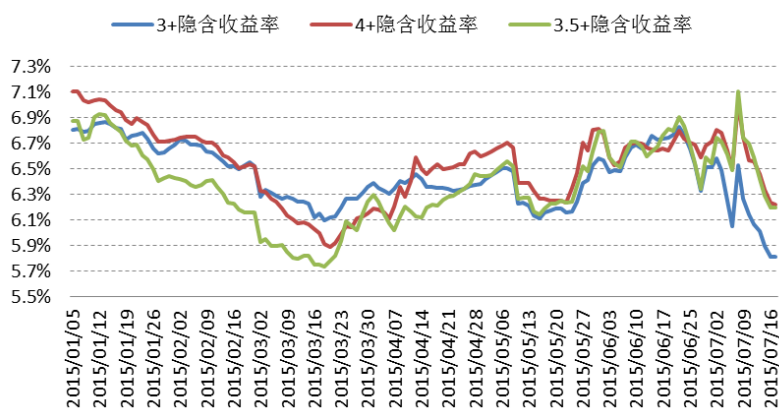
## 2.3 期权价值影响继续

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。

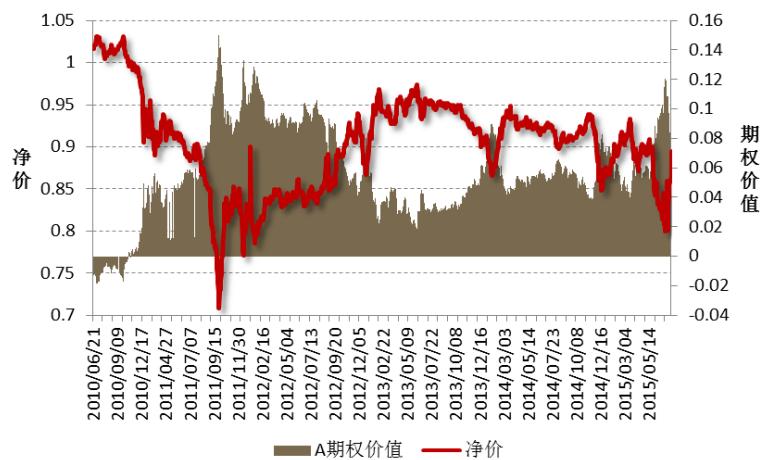
不同期权价值的产品的隐含收益率差距继续保持，期权价值对于分级 A 定价的影响仍然存在。

图表 38：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 39：市场期权价值走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 40：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
150321	煤炭A基	2.44%	0.34%	5306	5.43%	3.99	6.71%	-0.03	6.53%	-11.12%	4.27%
150221	中航军A	2.72%	0.20%	63206	0.14%	59.03	6.53%	-0.04	6.28%	-8.54%	7.04%
150301	证券股A	5.13%	-1.42%	1085	-3.24%	2.56	6.42%	0.04	6.73%	-7.02%	-6.43%
150123	建信50A	2.83%	0.85%	227	4.01%	1.62	6.41%	-0.01	6.37%	-6.78%	1.32%
150265	一带A	4.51%	-0.67%	25053	-13.20%	33.38	6.39%	0.04	6.70%	-6.63%	-6.03%
150299	银行股A	1.50%	-0.58%	1249	-8.47%	2.06	6.39%	0.04	6.65%	-6.63%	-6.03%
150291	银行A份	4.17%	-1.12%	1947	-6.93%	2.32	6.37%	0.04	6.62%	-6.36%	-5.76%
150293	高铁A级	5.30%	-4.15%	746	-13.69%	1.13	6.34%	0.03	6.58%	-5.92%	-5.32%
150190	NCF环保A	6.26%	-5.03%	3670	4.53%	6.95	6.32%	0.03	6.54%	-5.61%	-5.01%
150223	证券A级	2.00%	-2.97%	30182	-18.93%	41.42	6.30%	0.03	6.52%	-5.31%	-4.72%
150213	国投创A	6.64%	-2.51%	595	-0.85%	1.07	6.25%	0.07	6.77%	-4.52%	-11.76%
150211	新能源车A	5.50%	-3.81%	1937	-1.17%	12.17	6.22%	0.07	6.75%	-4.10%	-11.39%
150152	创业板A	9.27%	-5.42%	112064	-8.38%	95.44	6.21%	0.08	6.80%	-3.92%	-11.29%
150130	医药A	5.35%	-4.55%	10945	0.34%	40.57	6.20%	0.02	6.32%	-3.73%	-3.12%
150219	健康A	5.01%	-0.05%	10331	-3.64%	10.99	6.19%	-0.03	6.02%	-3.64%	4.91%
150198	食品A	3.57%	-2.84%	2744	-8.50%	13.55	6.14%	0.01	6.23%	-2.86%	-2.24%
150225	证保A级	3.18%	-3.03%	3769	-22.67%	4.75	6.11%	0.07	6.60%	-2.48%	-9.96%
150030	中证90A	8.46%	-2.72%	2151	-8.10%	3.69	6.10%	0.06	6.57%	-2.32%	-9.81%
150261	医疗A	9.28%	-3.29%	12974	137.16%	4.52	6.08%	0.01	6.12%	-1.88%	-1.25%
150196	有色A	8.53%	-6.13%	19663	-68.74%	9.88	6.07%	0.01	6.11%	-1.76%	-1.13%
150247	传媒A级	9.46%	-2.43%	6817	6.33%	1.93	6.04%	0.00	6.06%	-1.28%	-0.65%
150117	房地产A	8.09%	-3.92%	5304	-20.89%	15.84	5.99%	0.00	5.99%	-0.54%	0.09%
150295	改革A	9.33%	-4.16%	10117	-73.55%	2.86	5.99%	0.00	5.99%	-0.42%	-8.12%
150028	中证500A	6.56%	-6.25%	12877	5.18%	8.53	5.98%	0.08	6.58%	-0.26%	-12.91%
150169	恒生A	5.30%	-1.35%	14747	-14.98%	13.40	5.92%	0.09	6.63%	0.61%	-15.15%
150181	军工A	6.84%	-6.48%	82502	-2.32%	108.71	5.90%	0.09	6.62%	0.98%	-15.12%
150203	传媒A	6.13%	-3.83%	3868	-0.95%	5.94	5.90%	0.09	6.61%	1.09%	-14.93%
150249	银行A端	3.25%	-1.47%	2012	-20.32%	1.46	5.89%	0.09	6.59%	1.22%	-14.98%
150241	银行A级	2.26%	-1.26%	4835	-22.34%	2.65	5.89%	0.09	6.58%	1.21%	-14.92%
150148	医药800A	5.02%	-4.16%	605	-5.82%	1.90	5.88%	0.07	6.37%	1.44%	-11.33%
150255	一带一A	1.42%	-1.65%	2764	8.44%	1.12	5.87%	0.09	6.57%	1.54%	-14.74%
150215	TMTA	7.01%	-4.10%	1319	-8.29%	2.75	5.86%	0.09	6.54%	1.65%	-14.47%
150229	酒A	6.52%	-3.19%	2173	-5.06%	2.72	5.85%	0.09	6.53%	1.80%	-14.43%
150173	生物A	5.29%	-2.32%	13787	-17.31%	1.74	5.85%	0.09	6.50%	1.82%	-14.57%
150157	金融A	0.98%	-1.60%	30305	-30.99%	31.80	5.85%	0.06	6.29%	1.85%	-10.72%
150051	沪深300A	7.14%	-2.29%	17259	-36.20%	10.30	5.84%	0.09	6.51%	2.03%	-14.20%
150186	SW军工A	4.70%	-5.45%	31789	-75.56%	6.36	5.84%	0.08	6.46%	2.14%	-14.31%
150205	重组A	7.95%	-7.35%	10916	21.35%	19.31	5.83%	0.09	6.51%	2.15%	-14.13%
150275	一带一A	-1.04%	-2.70%	63350	-77.36%	9.32	5.83%	0.08	6.47%	2.18%	-14.29%
150018	银华稳进	7.11%	-2.60%	17022	3.37%	26.83	5.83%	0.00	5.83%	2.22%	-13.77%
150227	银行A	2.59%	-1.43%	93962	-21.88%	67.69	5.83%	0.08	6.47%	2.26%	-14.00%
150194	互联网A	-4.44%	-4.39%	42049	23.68%	11.87	5.82%	0.08	6.44%	2.42%	-14.09%
150179	信息A	4.57%	-7.37%	5787	-9.57%	8.28	5.81%	0.09	6.50%	2.51%	-13.86%
150200	券商A	5.62%	-3.14%	13013	-19.45%	37.15	5.81%	0.08214	6.42%	2.53%	-13.35%
150277	高铁A	4.23%	-2.80%	9271	-24.83%	3.17	5.81%	0.08	6.41%	2.65%	-13.87%
150273	带路A	0.12%	-2.41%	13724	-79.26%	1.74	5.80%	0.08104	6.40%	2.77%	-13.79%
150243	创业A	3.46%	-0.06%	498	728.43%	2.43	5.80%	0.09	6.49%	2.76%	-13.72%
150209	国企改革A	8.74%	-6.15%	186975	-27.56%	159.74	5.79%	0.09	6.47%	2.87%	-13.59%
150184	环保A	4.07%	-4.14%	28350	-75.68%	6.86	5.79%	0.08	6.37%	3.00%	-13.60%
150171	证券A	5.62%	-2.96%	101822	-21.92%	146.34	5.79%	0.08	6.40%	2.95%	-13.35%
150251	煤炭A	5.46%	-4.40%	8731	-75.03%	1.60	5.76%	0.08	6.32%	3.49%	-13.19%
150192	地产A	2.23%	-3.69%	13555	-82.62%	1.42	5.75%	0.08	6.31%	3.61%	-13.09%
150269	白酒A	6.38%	-2.81%	4785	-36.13%	1.97	5.70%	0.08	6.24%	4.53%	-12.21%
150100	资源A	4.49%	-3.37%	1113	-28.53%	3.37	5.70%	0.06	6.15%	4.40%	-11.93%
150150	有色800A	9.84%	-2.94%	6486	-77.80%	1.97	5.69%	0.05	6.02%	4.78%	-8.59%
150235	券商A级	8.54%	-1.96%	7626	-29.27%	5.86	5.69%	0.08	6.28%	4.74%	-11.97%
150164	可转债A	-2.33%	0.63%	1584	-30.43%	1.03	5.69%	0.05	6.01%	4.80%	-12.09%
150177	银行业A	5.90%	-2.80%	21517	-31.02%	36.39	5.68%	0.07	6.21%	4.82%	-11.79%
150231	电子A	2.99%	-2.39%	1450	36.95%	1.74	5.64%	0.08	6.19%	5.66%	-11.23%
150315	工业4A	10.22%	-2.03%	4581	5.02%	3.02	5.62%	0.08	6.14%	6.08%	-10.95%
150283	SW医药A	8.70%	-2.19%	27980	-17.15%	4.26	5.58%	0.06	5.99%	6.79%	-10.37%
150217	新能源A	12.10%	-5.38%	1329	-8.84%	4.15	5.56%	0.06	5.96%	7.16%	-9.83%
150143	转债A级	10.80%	0.83%	2941	-0.48%	2.84	5.56%	0.04	5.81%	7.28%	-9.97%
150259	重组A	14.67%	-2.33%	43913	-29.16%	3.97	5.38%	0.04	5.64%	10.70%	-7.13%
150164	可转债A	8.94%	0.00%	1584	-10.20%	1.49	5.54%	0.04	5.78%	13.07%	-9.80%

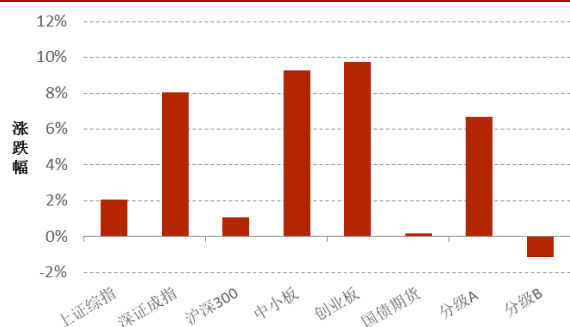
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 3. 分级 B 投资策略

上周股票市场总体上涨，中小板及创业板涨幅尤甚。行业板块方面，国防军工独占鳌头，银行则逆市下跌。

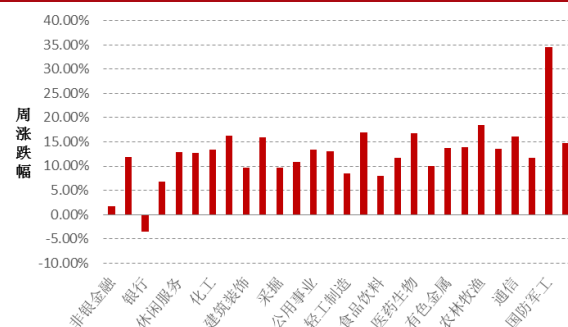
虽然市场上涨，但周五之前市场情绪并未恢复，因而本周分级 B 总体下跌，整体折价也随之扩大。

图表 41：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 42：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图43: 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
150266	一带B	-25.45%	3.56	5.47%	124.89%	-0.67%	15.74%	33.38	7.95%	18.46%	一带一路
150322	煤炭B基	-23.93%	3.55	13.62%	106.33%	0.34%	-8.48%	3.99	8.26%	49.73%	中证煤炭
150144	转债B级	-25.28%	3.08	9.50%	62.16%	0.83%	34.86%	2.84	7.41%	-10.48%	中证转债
150232	电子B	-22.22%	2.98	9.95%	114.53%	-2.39%	20.53%	1.74	7.22%	-14.79%	申万电子
150302	证券B	-23.82%	2.98	13.25%	107.10%	-1.42%	9.98%	2.56	8.07%	11.61%	证券公司
150153	创业板B	-16.61%	2.89	15.66%	100.80%	-5.42%	6.82%	95.44	7.50%	-7.91%	创业板指
150316	工业4B	-19.55%	2.83	12.24%	109.79%	-2.03%	19.06%	3.02	7.30%	-13.70%	工业4.0
150224	证券B级	-14.83%	2.81	19.75%	89.87%	-2.97%	0.18%	41.42	7.80%	1.34%	中证全指证券公司
150236	券商B级	-20.74%	2.79	11.82%	109.79%	-1.96%	22.20%	5.86	7.35%	-11.77%	中证全指证券公司
150210	国企改革B	-9.83%	2.67	18.52%	94.30%	-6.15%	7.84%	159.74	7.13%	-17.11%	国企改革
150226	证保B级	-14.24%	2.65	17.86%	95.64%	-3.03%	10.33%	4.75	7.71%	-3.88%	中证800证保
150180	信息B	-10.96%	2.64	20.65%	88.92%	-7.37%	3.98%	8.28	7.03%	-18.71%	中证信息
150294	高铁B级	10.12%	2.59	24.49%	80.29%	-4.15%	-2.36%	1.13	7.82%	-1.39%	高铁产业
150118	房地产B	0.29%	2.57	28.79%	125.15%	-3.92%	-9.26%	15.84	7.52%	-8.48%	国证地产
150031	中证90B	-16.11%	2.52	20.22%	153.49%	-2.72%	9.84%	3.69	7.79%	-3.31%	等权90
150165	可转债B	-0.46%	2.50	17.83%	37.66%	0.63%	28.84%	1.03	7.78%	-5.08%	中证转债
150191	NCF环保B	1.56%	2.48	28.36%	69.49%	-5.03%	-5.05%	6.95	7.73%	-4.23%	中证环保
150199	食品B	8.83%	2.36	30.11%	66.46%	-2.84%	-3.61%	13.55	7.90%	-2.82%	国证食品
150244	创业B	-24.02%	2.28	18.76%	94.05%	-0.06%	25.37%	2.43	7.92%	-3.46%	创业板指
150206	国防B	-8.96%	2.28	29.18%	68.35%	-7.35%	1.56%	19.31	7.17%	-16.03%	中证国防
150218	新能源B	-6.40%	2.26	30.38%	64.84%	-5.38%	0.25%	4.15	7.11%	-16.52%	国证新能源
150178	证保B	-12.33%	2.23	26.02%	75.03%	-2.80%	10.34%	36.39	7.50%	-10.42%	中证800证保
150029	中证500B	-8.55%	2.19	24.27%	173.97%	-6.25%	2.02%	8.53	7.49%	-11.82%	中证500
150131	医药B	4.43%	2.17	36.50%	50.39%	-4.55%	-6.04%	40.57	7.84%	-5.42%	国证医药
150222	中航军B	-2.07%	2.15	37.54%	47.20%	0.20%	-6.70%	59.03	8.66%	12.63%	军工指数
150220	健康B	-5.64%	2.14	36.79%	49.55%	-0.05%	-5.16%	10.99	8.33%	4.38%	健康产业
150172	生物B	-13.39%	2.09	29.35%	67.02%	-2.96%	10.65%	146.34	7.68%	-8.36%	中证全指证券公司
150292	银行B份	-9.60%	2.07	32.92%	60.09%	-1.12%	4.39%	2.32	8.54%	5.05%	中证银行
150149	医药800B	8.76%	2.07	33.35%	58.06%	-4.16%	4.08%	1.90	7.68%	-9.08%	中证800医药
150270	白酒B	-4.64%	2.06	30.86%	65.02%	-2.81%	8.88%	1.97	7.72%	-9.18%	中证白酒
150201	银行业B	-12.73%	2.05	31.33%	59.57%	-3.14%	9.54%	37.15	7.59%	-8.13%	中证全指证券公司
150052	沪深300B	-6.20%	2.04	29.31%	67.79%	-2.29%	13.31%	10.30	7.88%	-6.23%	沪深300
150212	新能源车B	4.91%	2.04	33.82%	56.58%	-3.81%	4.79%	12.17	7.61%	-3.53%	新能源车
150182	军工B	0.10%	2.03	35.08%	54.32%	-6.48%	2.90%	108.71	7.48%	-12.28%	中证军工
150300	银行股B	-4.50%	2.03	33.51%	58.73%	-0.58%	5.63%	2.06	8.68%	6.40%	中证银行
150204	传媒B	-0.63%	2.00	32.48%	59.74%	-3.83%	9.30%	5.94	7.77%	-7.96%	中证传媒
150216	重组B	3.53%	1.98	33.88%	56.53%	-4.10%	7.63%	2.75	7.70%	-8.74%	TMT50
150230	酒B	-5.56%	1.97	32.80%	59.74%	-3.19%	9.93%	2.72	7.87%	-8.28%	中证酒
150197	有色B	-1.09%	1.97	45.52%	30.62%	-6.13%	-10.00%	9.88	7.78%	-9.55%	国证有色
150248	传媒B级	0.90%	1.94	42.26%	38.40%	-2.43%	-3.95%	1.93	8.21%	-3.42%	中证传媒
150214	国投创B	6.12%	1.91	36.18%	101.01%	-2.51%	7.22%	1.07	8.35%	-0.71%	创业成长
150256	一带一B	-7.87%	1.90	32.88%	60.27%	-1.65%	13.58%	1.12	8.19%	-4.27%	中证银行
150262	医疗B	5.60%	1.89	44.43%	33.20%	-3.29%	-4.93%	4.52	8.23%	-4.44%	中证医疗
150228	银行B	-6.50%	1.8458647	35.64%	52.75%	-1.43%	12.00%	67.6866	8.22%	-4.26%	中证银行
150284	SW医药B	26.50%	1.83	39.90%	43.76%	-2.19%	5.38%	4.26	7.98%	-8.28%	医药生物
150260	重组B	10.09%	1.8173332	42.62%	37.56%	-2.33%	1.75%	3.97257	7.81%	-10.49%	CSWD并购
150195	互联网B	6.28%	1.82	40.99%	41.51%	-4.39%	4.29%	11.87	7.96%	-8.85%	中证移动互联网
150151	有色800B	-0.17%	1.82	42.56%	37.74%	-2.94%	1.87%	1.97	8.03%	-8.11%	中证800有色
150250	银行B端	-7.10%	1.82	36.21%	52.13%	-1.47%	12.66%	1.46	8.31%	-3.49%	中证银行
150296	改革B	-2.05%	1.80	45.11%	31.59%	-4.16%	-1.06%	2.86	8.12%	-6.71%	国企改革
150170	恒生B	2.09%	1.77	38.28%	44.65%	-1.35%	12.26%	13.40	8.88%	-2.76%	恒生指数
150252	煤炭B	-0.93%	1.76	44.35%	33.45%	-4.40%	2.65%	1.60	8.00%	-9.11%	煤炭等权
150242	银行B级	-5.29%	1.75	38.97%	45.07%	-1.26%	11.84%	2.65	8.48%	-2.98%	中证银行
150193	地产B	4.19%	1.75	43.65%	35.14%	-3.69%	4.02%	1.42	8.10%	-8.14%	中证800地产
150158	金融B	-3.79%	1.74	43.04%	32.98%	-1.60%	6.14%	31.80	8.28%	-3.91%	中证800金融
150274	带路B	2.90%	1.74	41.98%	39.15%	-2.41%	7.45%	1.74	8.34%	-5.72%	一带一路
150276	一带一B	9.30%	1.72	42.77%	37.24%	-2.70%	7.09%	9.32	8.31%	-5.74%	一带一路
150174	TMT中证B	33.71%	1.70	43.09%	36.36%	-2.32%	7.93%	1.74	8.47%	-4.88%	中证TMT
150019	银华锐进	-8.31%	1.70	44.45%	73.46%	-2.60%	6.43%	26.83	8.23%	-5.52%	深证100
150278	高铁B	17.45%	1.698341	44.40%	33.21%	-2.80%	6.08%	3.17245	8.37%	-6.04%	高铁产业
150185	环保B	9.90%	1.69	46.72%	27.76%	-4.14%	2.89%	6.86	8.17%	-8.11%	中证环保
150187	SW军工B	17.75%	1.6511445	50.44%	18.83%	-5.45%	0.37%	6.35641	8.12%	-9.24%	中证军工
150101	资源B	4.88%	1.63	50.43%	54.80%	-3.37%	2.32%	3.37	8.19%	-7.31%	A股资源
150124	建信50B	-7.99%	1.54	55.97%	36.61%	0.85%	0.60%	1.62	9.80%	5.65%	央视50

数据来源: Wind, 方正证券研究所



#### 4. “日积月盈”分级 A 组合策略

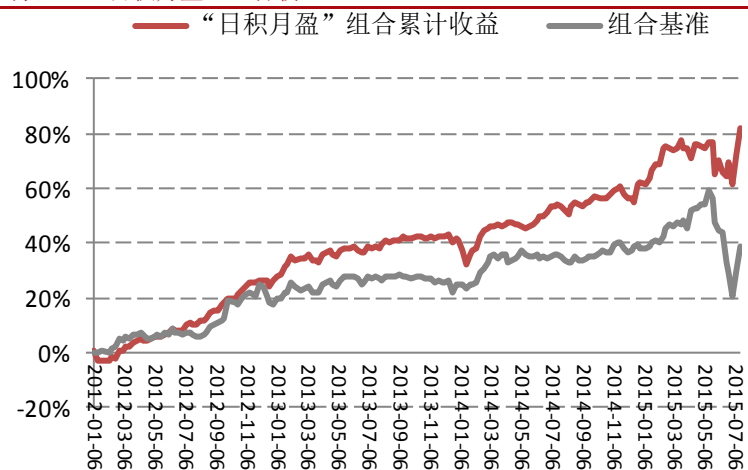
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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 5.51%，组合目前持有一带 A(150265)、证保 A 级(150225)、恒生 A(150169)、军工 A(150181)。



图表 44: “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	12.44%	0.91%	11.54%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券A	5.79%	0.083	28.650
一带A	6.39%	0.044	16.084
证保A级	6.11%	0.067	1.669
国企改A	5.79%	0.090	89.824

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