

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
2015.05.01

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

相关研究：

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？——分级基金跟踪报告》

《创业 B 暴涨之谜——上折分级 B 超额收益来自何处？》

《年报扫描，分级工具渐受机构投资者关注》

《母基金 T+0 与港股热促使恒生指数分级受热捧》

《“+3”，“+4”大不同——约定收益对分级产品的影响》

《谁是接盘侠——买入空仓位中航军工分级 B 的逻辑》

“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

报告摘要

➤ 本周观察：上交所分级母子套利是否被机器取代

本周上交所两个分级产品上市，母子价格套利机会明显，但是随着机器交易的介入，大幅套利机会逐渐减少，定价效率逐渐提高。

由于 T+0 交易者的存在，使得上交所分级产品分级 A 和母基金交易量与分级 B 相当，流动性大幅提高。母基金较高的流动性满足了机构客户的配置需求，上交所分级产品可能成为一款母基金机构长期投资者配置、B 级风险偏好客户交易、A 级稳健投资者持有的多元化产品！

➤ 分级 A 投资策略：3+、4+、5+ 产品隐含收益率逐渐拉开差

本周国债期货大幅反弹，整周价格上涨 0.63%，但是 A 类产品受短期供给大幅增加影响反而价格下跌 0.63%，隐含收益率为 6.50%。随着下周供给的减少，A 类可能会迎来短期修复性上涨。

本周中航军工 A 的价格一路往下调整，市场开始逐渐重视其下折可能带来的期权价值，详细参见上周报告。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，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，重点推荐新能车 A、恒生 A。

➤ 分级 B 投资策略：

上周市场分化较大，传媒、军工、建筑装饰都有不错表现，钢铁、有色等板块因前期上涨过大而有所调整。下周国防 B、300 房地产 B、食品 B 触发上折概率较高，其中投资者可以重点关注 A 端还略显高估的 300 房地产 B 的估值上涨机会，对于大盘指数看好的投资者可以关注目前低估中证 90B。

➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”。本策略上周组合收益率为-0.72%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

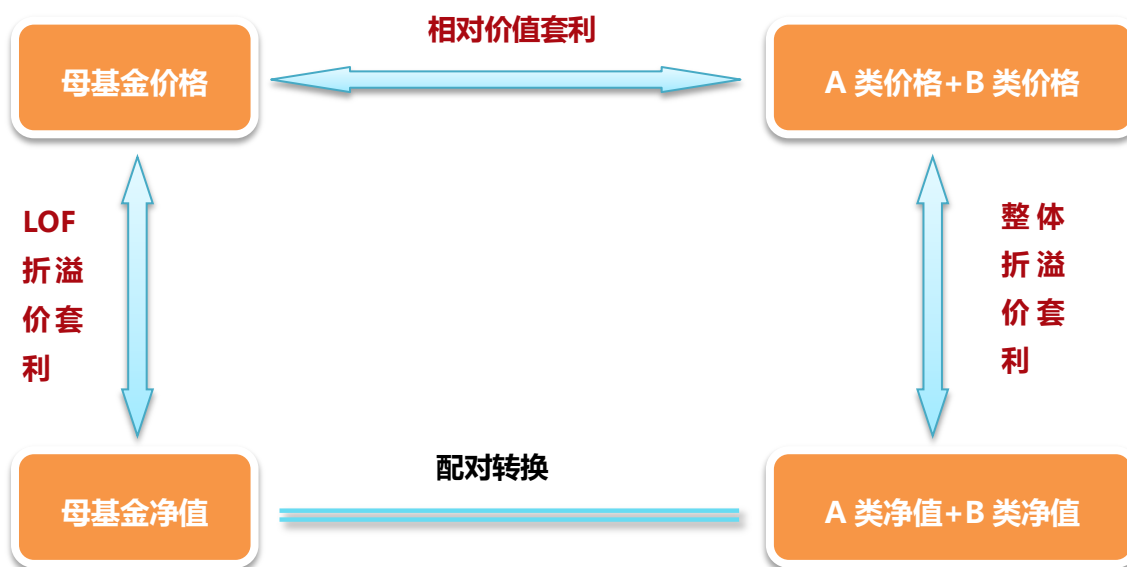
1. 本周观察：机器人已经介入上交所分级产品套利了吗？

● 上交所分级区别

4月27日，首批上交所分级基金易方达上证50分级(502048)和西部利得中证500等权(502000)上市交易，揭开了上交所分级基金的神秘面纱。

与深交所不同，上交所的分级基金有以下特点：第一，母基金份额和子份额均可上市交易；第二，买入赎回与分拆合并的效率更高。当日买入的母基金份额，同日可以赎回、分拆。当日买入的子份额，同日可以合并，当日合并子份额所得母基金份额，同日可卖出或赎回；第三，母基金份额变相T+0交易。当日买入母基金份额，可以同日赎回，也可以同日分拆为子份额之后，同日卖出。当日买入的子份额，同日合并为母基金份额，同日卖出、赎回。第四，A份额与B份额变相T+0交易。当日先买入A份额或B份额，待合适时机买入B份额或A份额合并为母基金份额同日卖出或赎回。第五，折溢价套利策略更加丰富，套利效率提升。二级市场母基金份额可与子份额实现T+0折溢价套利，一级市场母基金可与二级市场母基金、子份额实现T+2溢价套利，一级市场母基金与二级市场母基金、子份额实现T+0折价套利。

图表 1：多层次套利带来增强指数的效果



数据来源：方正证券研究所

● 母子折溢价套利将步入机器人时代

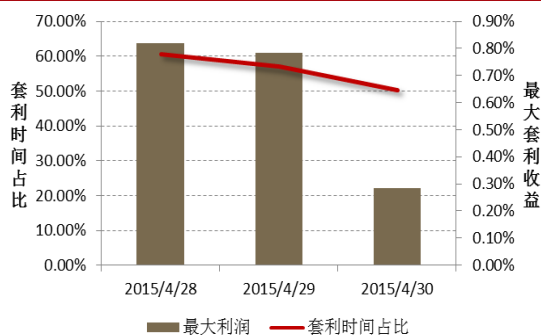
27日开盘50分级A及500等权A跌停，故其数据不具有可研究性，我们忽略。分析28日至30日的数据，50分级一天中可套利

时间占比由 28 日的 60.58% 降至 30 日的 50.42%，最大利润由 28 日的 0.82% 降至 30 日的 0.28%；而 500 等权可套利时间占比由 28 日的 73.86% 降至 30 日的 43.15%，最大利润由 2.37% 降至 0.29%。

上交所变相 T+0 的交易机制使得分级基金母基金份额与子份额之间形成了非常完整的闭环，只要母份额与子份额之间有套利空间，就会立即被套利者套取，故母基金的折溢价空间将会缩小并趋于稳定。上交所变相 T+0 的交易机制并不减少套利机会，但能抑制非理性价格拉升，同时也导致套利空间下降。

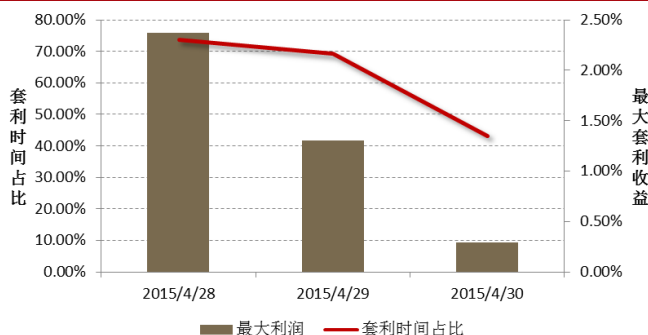
目前交易中母子套利机会还是较多，逐步减少的套利时间意味着这种模式下的套利空间正逐步被程序化交易的机器人捕捉，将来定会有更多的套利机器人进入该领域，提高上交所分级的定价效率。

图表 2：50 分级套利时间及最大利润



数据来源：Wind, 方正证券研究所

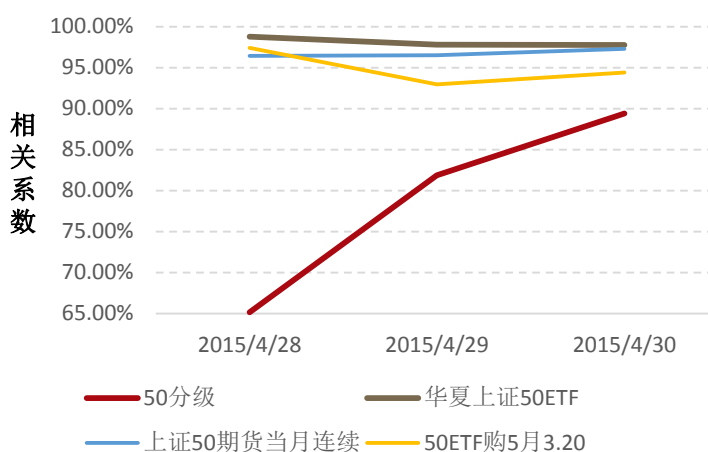
图表 3：500 等权套利时间及最大利润



数据来源：Wind, 方正证券研究所

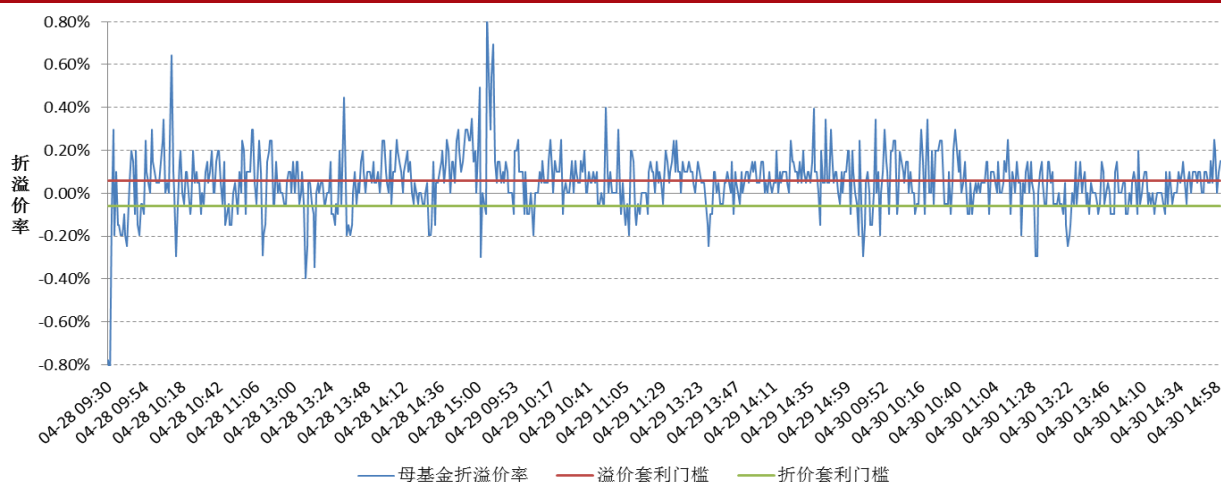
我们从分级基金、ETF、期货、期权中挑选了四个跟踪上证 50 指数的产品，分别计算其与上证 50 指数的相关系数。其中上证 50ETF 无疑相关系数最高，但是随着套利资金的不断涌入，50 分级价格和指数相关系数开始大幅提升。

图表 4：相关系数走势图



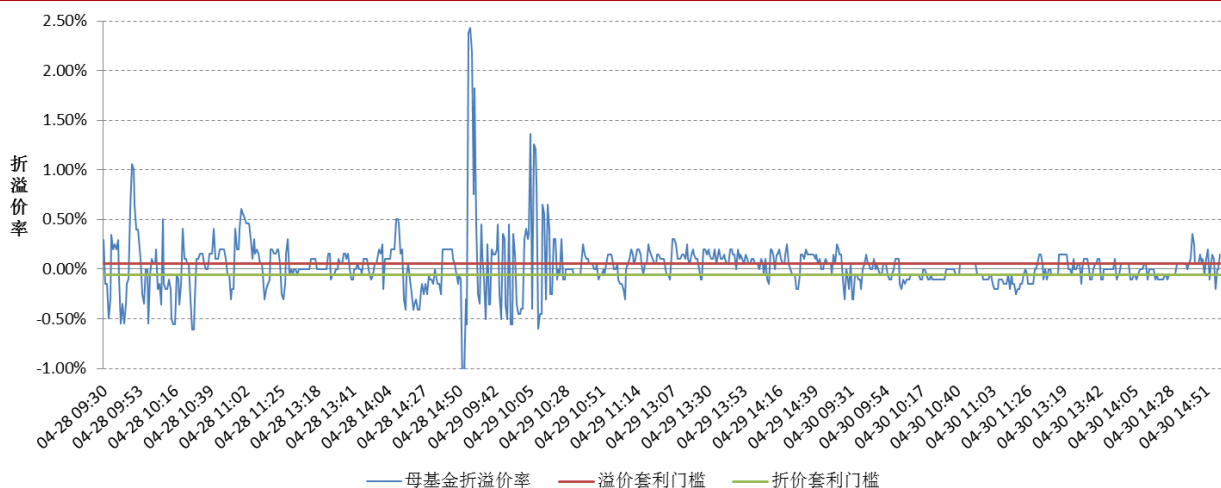
数据来源：方正证券研究所

图表 5：50 分级折溢价率



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 6：500 等权折溢价率



数据来源：Wind, 方正证券研究所

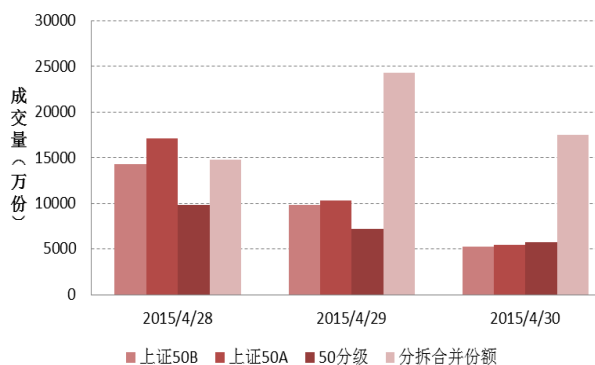
● T+0 对分级 A 和母基金交易量带动显著

传统分级基金中分级 B 的高杠杆吸引着众多投资者，导致分级 A 和母基金的成交量显著小于分级 B。而分析上交所两支分级 28 日至 30 日的的数据，我们发现分级 A、分级 B 成交量趋近，有些时候分级 A 的成交量甚至高于分级 B。这是因为在上交所母子份额实时分拆合并的套利机制下，若合并价格相对母基金折价，分级 B 的持有者可以通过买入 A 合并为母基金卖出获利，这使分级 A 和母基金的使用率提高从而提高了成交量。虽然上市前三天 50 分级的总体成交量有所减小，但是分拆合并数量反而大幅增加，投资者对于 T+0 分拆合并交易的认知开始逐渐增强，相信将来上交所分级产品中由 T+0 交易带来的交易量定会大幅增加。

长期以来交易所上市的被动产品交易量整体不大，受制于流动性的限制，机构投资者对于该类产品的配置积极性也不高，最终整

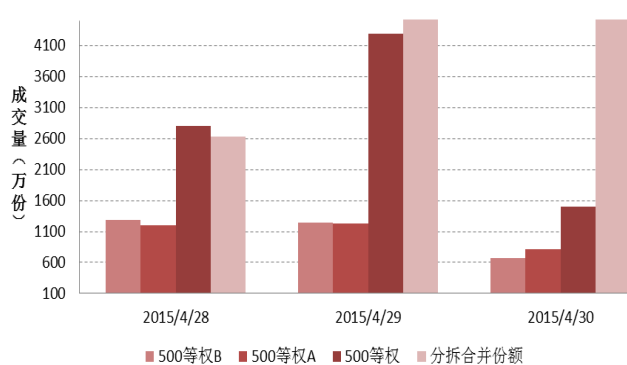
体规模一直没有做大。主要原因是由于作为投资者主体的个人投资者对于无杠杆的被动产品交易热情不高，偏好带有杠杆的分级产品。上交所分级平台的出现，极有可能改变目前交易所被动产品规模现状，通过个人投资者 T+0 交易 B 端被动带动母基金的交易量，从而吸引机构配置资金投资母基金。上交所分级产品可能成为一款母基金机构长期投资者配置、B 级风险偏好客户交易、A 级稳健投资者持有的多元化产品，最终做大整个交易所被动产品的规模。

图表 7：50 分级成交量



数据来源：Wind, 方正证券研究所

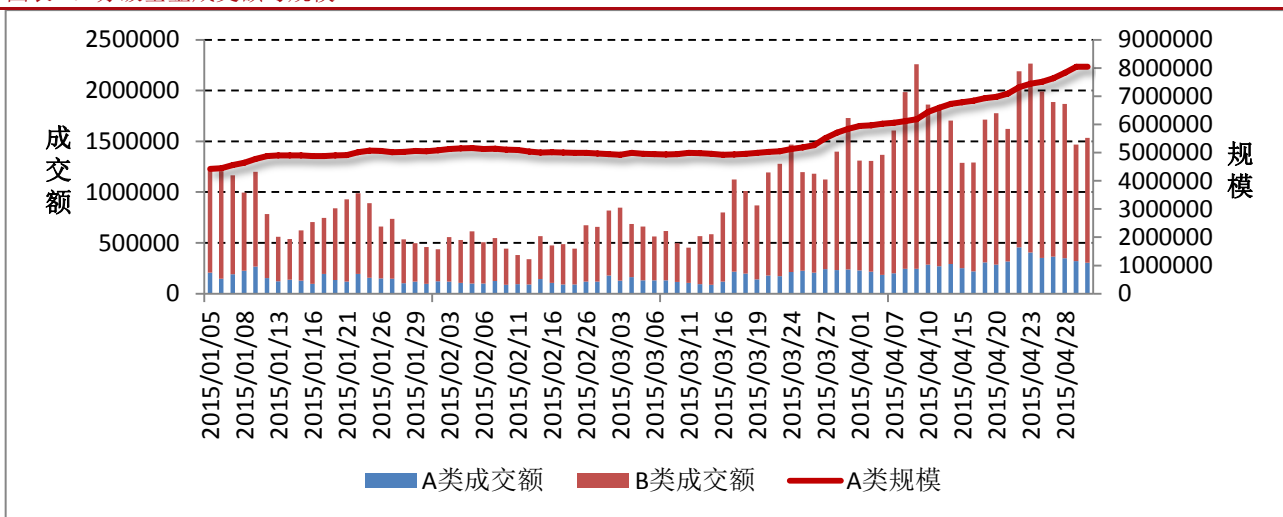
图表 8：500 等权成交量



数据来源：Wind, 方正证券研究所

本周永续分级 A 平均下跌 0.63%，分级 B 平均下跌 4.62%。本周随着三个新产品的上市交易，份额又大幅增加，但是整体成交量相对上周有所萎缩。

图表 9：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 2 支，一支电子一支保险。

图表 10：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 |
|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 163116.OF | 申万菱信电子行业 | 150231.SZ | 150232.SZ | 2015/4/21 | 2015/5/8 | 申万菱信基金管理有限公司 |
| 160516.OF | 博时中证800证券保险 | 150225.SZ | 150226.SZ | 2015/4/27 | 2015/5/15 | 博时基金管理有限公司 |

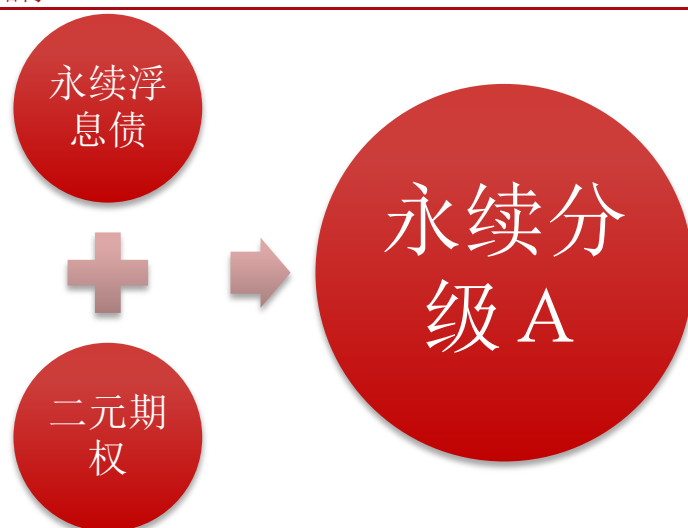
数据来源：Wind, 方正证券研究所

2. 分级 A 投资策略

根据我们的研究，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 11：分级基金 A 产品结构

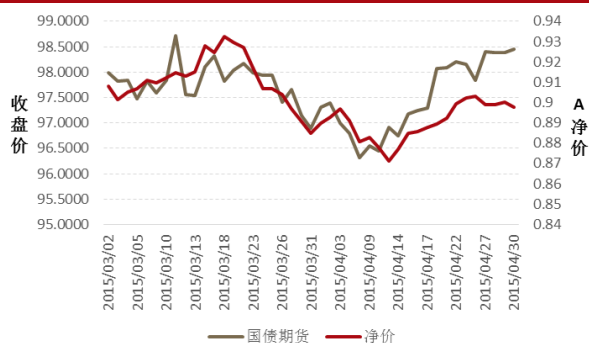


数据来源：方正证券研究所

2.1 受供给大幅增加影响，分级 A 价格小幅下降

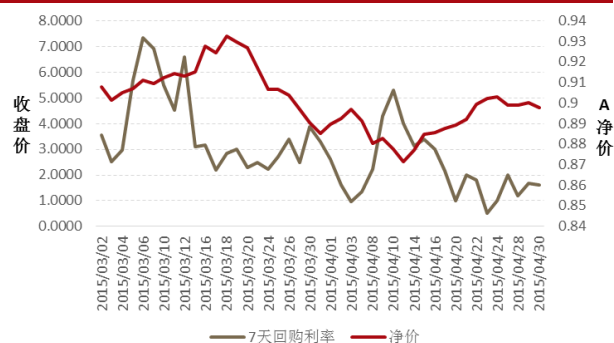
本周国债期货大幅反弹，整周价格上涨 0.63%，但是 A 类产品受短期供给大幅增加影响并没有随着受国债期货的上涨而大幅上涨，分级 A 价格下跌 0.63%，隐含收益率为 6.50%。随着下周供给的减少，A 类可能会迎来短期上涨机会。

图表 12：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 13：分级 A 净价与资金面



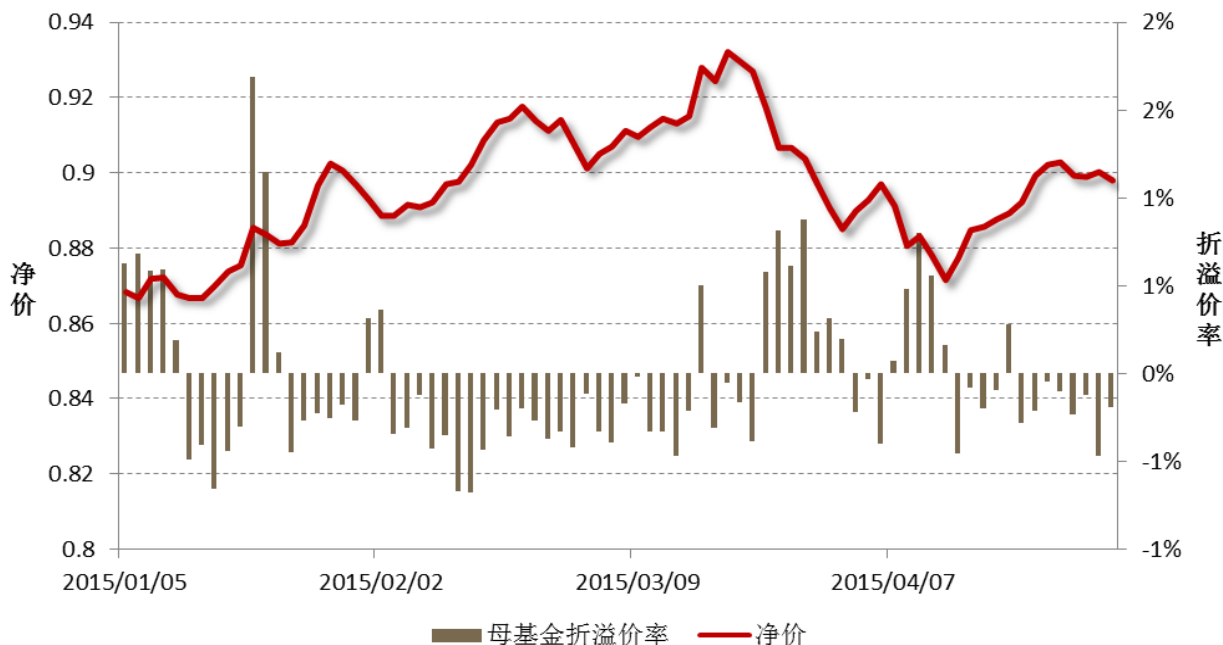
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。

上周母基整体机会不大，国泰地产、国泰有色、新能源车因溢价套利资金进入，规模扩大明显，相应的 A 类产品价格一直在低位徘徊。

图表 14：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 15：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 | | | | | | |
| 160218 | 国泰地产 | 2.61% | 83941 | 40376 | 18.05 | 77.64% |
| 161027 | 证券分级 | 1.23% | 81915 | 24642 | 13.17 | 17.14% |
| 160630 | 鹏华国防 | 1.00% | 5478 | 7698 | 2.42 | 2.04% |
| 160221 | 国泰有色 | 0.68% | 332641 | 76161 | 33.75 | 65.24% |
| 165520 | 信诚有色 | 0.47% | 15760 | 20081 | 6.69 | 19.35% |
| 163115 | 申万军工 | 0.45% | 20616 | 14721 | 4.88 | -2.82% |
| 164402 | 中航军工 | 0.39% | 578471 | 85109 | 45.09 | 32.13% |
| 160628 | 鹏华地产 | 0.39% | 31749 | 24757 | 7.54 | -3.55% |
| 161024 | 富国军工 | 0.25% | 85373 | 56561 | 27.23 | 0.31% |
| 161022 | 富国创业 | 0.07% | 33660 | 30605 | 9.23 | 1.23% |
| 母基金溢价率后十名 | | | | | | |
| 165312 | 建信50 | -0.98% | 3251 | 3068 | 2.09 | -3.41% |
| 160222 | 国泰食品 | -0.98% | 31023 | 16209 | 8.91 | -0.09% |
| 164304 | 新华环保 | -1.00% | 41014 | 13738 | 13.81 | -5.33% |
| 161028 | 新能源车 | -1.04% | 132198 | 25839 | 17.49 | 136.45% |
| 165809 | 东吴转债 | -1.09% | 14481 | 3753 | 3.22 | -12.13% |
| 165511 | 信诚500 | -1.12% | 12634 | 7293 | 2.31 | 19.80% |
| 161223 | 国投创业 | -1.15% | 11539 | 3567 | 2.56 | -9.98% |
| 164905 | 交银新能 | -1.19% | 40014 | 11811 | 10.85 | -0.37% |
| 160629 | 鹏华传媒 | -1.28% | 42541 | 15828 | 6.36 | -19.33% |
| 160224 | 国泰TMT | -1.56% | 7917 | 4478 | 2.01 | -12.00% |

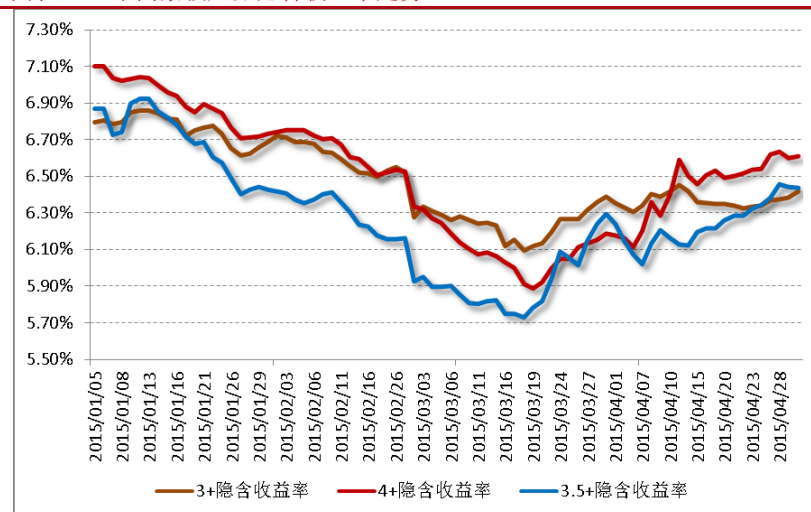
数据来源：Wind, 方正证券研究所

2.3 受期权价值影响，3+，4+，5+产品隐含收益率逐渐拉开差

我们之前发布的专题《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。

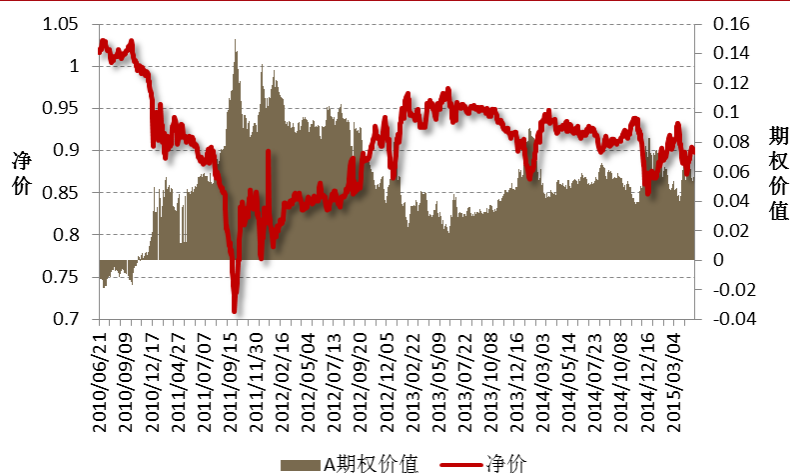
本周中航军工 A 的价格一路往下调整，市场开始逐渐重视其下折可能带来的期权价值，详细参见上周报告《谁是接盘侠——买入空仓位中航军工分级 B 的逻辑》。受中航军工 A 的影响，3+条款和 4+条款的隐含收益率近期开始拉开差距，市场开始逐渐重视期权价值对于分级 A 定价的影响，建议投资者近期重点关注隐含收益率较高的 3+定存条款的产品，重点推荐新能车 A、恒生 A。

图表 16: 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 17: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 18：股票型永续分级 A 关键指标（份额大于 1 亿）

| A代码 | A简称 | 周涨跌幅 | 母基金折溢价率 | 日均成交额（万） | 周规模变化 | 规模（亿） | 隐含收益率 | 期权价值 | 纯债收益率 | 高估比率 | A溢价率 |
|--------|--------|--------|---------|----------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|
| 150221 | 中航军A | -1.65% | 0.39% | 58589 | 32.13% | 45.09 | 7.01% | -0.041 | 6.75% | -7.48% | 6.96% |
| 150196 | 有色A | -0.91% | 0.68% | 35114 | 65.24% | 33.75 | 6.69% | 0.016 | 6.81% | -3.09% | -2.83% |
| 150117 | 房地产A | -1.35% | 2.61% | 17375 | 77.64% | 18.05 | 6.65% | 0.013 | 6.74% | -2.57% | -2.31% |
| 150211 | 新能源车A | -0.87% | -1.04% | 21463 | 136.45% | 17.49 | 6.64% | 0.056 | 7.09% | -2.42% | -9.65% |
| 150198 | 食品A | -0.89% | -0.98% | 2395 | -0.09% | 8.91 | 6.60% | 0.009 | 6.66% | -1.74% | -1.48% |
| 150213 | 国投创A | -1.18% | -1.15% | 1236 | -9.98% | 2.56 | 6.57% | 0.048 | 6.94% | -1.35% | -8.64% |
| 150150 | 有色800A | -2.03% | 0.47% | 2658 | 19.35% | 6.69 | 6.57% | 0.078 | 7.21% | -1.28% | -13.19% |
| 150130 | 医药A | -0.60% | -0.29% | 12294 | 5.00% | 53.40 | 6.56% | 0.005 | 6.59% | -1.13% | -0.87% |
| 150169 | 恒生A | -0.35% | -0.85% | 10860 | -0.37% | 28.73 | 6.55% | 0.090 | 7.33% | -0.97% | -15.72% |
| 150209 | 国企改革A | -1.82% | -0.51% | 28952 | 38.05% | 39.12 | 6.53% | 0.089 | 7.31% | -0.74% | -15.48% |
| 150190 | NCF环保A | -0.60% | -1.00% | 4397 | -5.33% | 13.81 | 6.53% | 0.002 | 6.54% | -0.66% | -0.40% |
| 150227 | 银行A | #REF! | 2.44% | 40379 | #REF! | 9.34 | 6.52% | 0.092 | 7.32% | -0.64% | -15.67% |
| 150171 | 证券A | -0.47% | -0.22% | 22645 | -0.42% | 186.52 | 6.50% | 0.087 | 7.25% | -0.31% | -15.31% |
| 150157 | 金融A | -1.21% | -0.51% | 13738 | 0.24% | 60.26 | 6.50% | 0.068 | 7.05% | -0.25% | -12.04% |
| 150123 | 建信50A | 1.57% | -0.98% | 404 | -3.41% | 2.09 | 6.49% | -0.040 | 6.25% | -0.04% | 7.76% |
| 150205 | 国防A | -3.64% | 1.00% | 593 | 2.04% | 2.42 | 6.48% | 0.086 | 7.21% | 0.06% | -14.75% |
| 150177 | 证保A | -2.06% | -0.30% | 3126 | -1.80% | 45.80 | 6.47% | 0.086 | 7.19% | 0.18% | -14.91% |
| 150181 | 军工A | -3.05% | 0.25% | 7045 | 0.31% | 27.23 | 6.45% | 0.087 | 7.18% | 0.54% | -14.70% |
| 150186 | SW军工A | -2.49% | 0.45% | 924 | -2.82% | 4.88 | 6.45% | 0.080 | 7.11% | 0.51% | -14.05% |
| 150217 | 新能源A | 0.00% | -1.19% | 3953 | -0.37% | 10.85 | 6.45% | 0.084 | 7.15% | 0.54% | -14.63% |
| 150192 | 地产A | -1.38% | 0.39% | 2820 | -3.55% | 7.54 | 6.44% | 0.082 | 7.13% | 0.65% | -14.51% |
| 150223 | 证券A级 | 0.32% | 1.23% | 9191 | 17.14% | 13.17 | 6.43% | 0.038 | 6.71% | 0.80% | -6.67% |
| 150148 | 医药800A | 0.45% | -0.69% | 1380 | -9.34% | 3.40 | 6.40% | 0.064 | 6.89% | 1.33% | -10.88% |
| 150051 | 沪深300A | 0.23% | -0.19% | 1824 | 1.43% | 4.76 | 6.40% | 0.081 | 7.06% | 1.36% | -13.97% |
| 150200 | 券商A | -2.31% | -0.32% | 5100 | -4.68% | 43.80 | 6.40% | 0.077 | 7.03% | 1.32% | -13.62% |
| 150215 | TMTA | -0.12% | 0.11% | 882 | -12.19% | 1.64 | 6.39% | 0.080 | 7.04% | 1.44% | -13.86% |
| 150194 | 互联网A | -0.23% | -0.74% | 2741 | 1.09% | 10.01 | 6.39% | 0.078 | 7.03% | 1.47% | -13.82% |
| 150167 | 银华300A | 1.58% | -0.89% | 935 | -10.14% | 1.22 | 6.36% | 0.031 | 6.57% | 1.95% | -5.50% |
| 150100 | 资源A | 0.57% | -0.04% | 2179 | 1.04% | 7.05 | 6.34% | 0.067 | 6.87% | 2.26% | -12.95% |
| 150203 | 传媒A | -0.11% | -1.28% | 4701 | -19.33% | 6.36 | 6.34% | 0.075 | 6.94% | 2.29% | -13.12% |
| 150184 | 环保A | -0.75% | -0.90% | 5236 | -10.97% | 14.54 | 6.31% | 0.069 | 6.85% | 2.60% | -12.14% |
| 150179 | 信息A | -1.98% | -0.56% | 827 | -7.97% | 1.82 | 6.24% | 0.067 | 6.75% | 3.91% | -11.67% |
| 150173 | TMT中证A | 0.23% | -0.94% | 1804 | -13.22% | 4.53 | 6.23% | 0.067 | 6.74% | 4.05% | -11.63% |
| 150152 | 创业板A | 1.46% | 0.07% | 4045 | 1.23% | 9.23 | 6.22% | 0.020 | 6.36% | 4.13% | -3.58% |
| 150143 | 转债A级 | 0.55% | -0.80% | 9910 | -15.91% | 15.80 | 6.12% | 0.038 | 6.39% | 5.84% | -9.93% |
| 150030 | 中证90A | -3.28% | -0.46% | 760 | -4.80% | 2.64 | 6.10% | 0.000 | 6.10% | 6.18% | -1.57% |
| 150164 | 可转债A | 1.21% | -1.09% | 1144 | -12.13% | 3.22 | 6.10% | 0.036 | 6.35% | 6.18% | -9.62% |
| 150028 | 中证500A | -2.88% | -1.12% | 1896 | 19.80% | 2.31 | 5.90% | 0.000 | 5.90% | 9.72% | -3.36% |
| 150018 | 银华稳进 | 0.72% | -0.76% | 7579 | -3.22% | 29.94 | 5.69% | 0.017 | 5.79% | 13.68% | -3.24% |

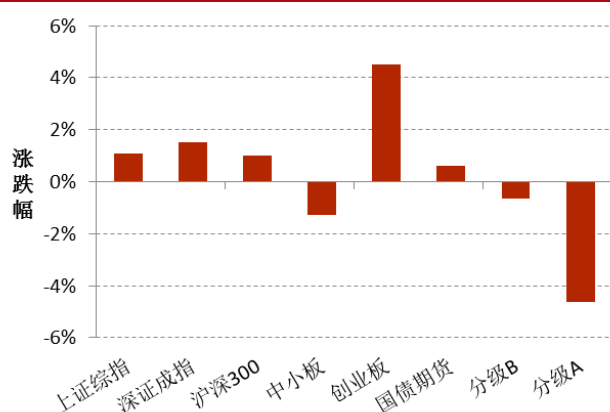
数据来源：Wind, 方正证券研究所

3. 分级 B 投资策略

上周市场分化较大，上周创业板继续高歌猛进，蓝筹继续高位震荡上行。行业板块方面，传媒、军工、建筑装饰都有不错表现，钢铁、有色等板块因前期上涨过大而有所调整。

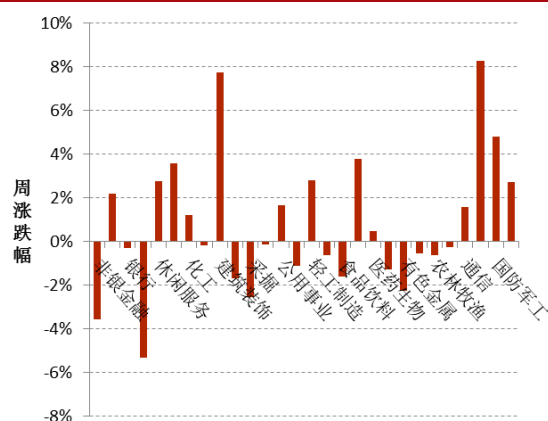
下周国防 B、300 房地产 B、食品 B 触发上折概率较高，其中投资者可以重点关注 A 端还略显高估的 300 房地产 B 的估值上涨机会，对于大盘指数看好的投资者可以关注目前低估的中证 90B。

图表 19：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 20：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 21：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 | -1.15% | 3.09 | 11.75% | 56.30% | -0.80% | 25.43% | 15.80 | 7.74% | -12.17% | 中证转债 |
| 150165 | 可转债B | -4.41% | 2.51 | 22.35% | 28.15% | -1.09% | 14.96% | 3.22 | 7.89% | -10.17% | 中证转债 |
| 150222 | 中航军B | 0.00% | 2.12 | 37.77% | 48.65% | 0.39% | -6.14% | 45.09 | 9.29% | 11.08% | 军工指数 |
| 150131 | 医药B | -1.10% | 2.01 | 37.08% | 50.69% | -0.29% | 0.29% | 53.40 | 8.93% | 0.56% | 国证医药 |
| 150191 | NCP环保B | -0.49% | 2.00 | 38.63% | 46.82% | -1.00% | -1.57% | 13.81 | 8.81% | -1.32% | 中证环保 |
| 150197 | 有色B | -4.66% | 1.85 | 39.89% | 43.63% | 0.68% | 3.95% | 33.75 | 9.40% | 4.21% | 国证有色 |
| 150214 | 国投创B | -0.61% | 1.83 | 39.45% | 92.68% | -1.15% | 5.90% | 2.56 | 9.04% | -1.00% | 创业成长 |
| 150149 | 医药800B | -0.73% | 1.83 | 37.30% | 50.25% | -0.69% | 9.58% | 3.40 | 8.97% | -2.28% | 中证800医药 |
| 150212 | 新能源车B | -12.14% | 1.81 | 39.45% | 44.75% | -1.04% | 7.06% | 17.49 | 8.68% | 0.09% | 新能源车 |
| 150118 | 房地产B | 14.53% | 1.81 | 39.33% | 93.97% | 2.61% | 7.25% | 18.05 | 9.76% | 7.52% | 国证地产 |
| 150151 | 有色800B | -1.12% | 1.76 | 36.97% | 51.15% | 0.47% | 14.36% | 6.69 | 9.45% | 1.86% | 中证800有色 |
| 150182 | 军工B | 6.58% | 1.75 | 36.81% | 51.66% | 0.25% | 15.53% | 27.23 | 9.33% | 0.03% | 中证军工 |
| 150224 | 证券B级 | -3.67% | 1.74 | 41.51% | 39.82% | 1.23% | 8.18% | 13.17 | 9.45% | 1.55% | 中证全指证券公司 |
| 150052 | 沪深300B | 0.51% | 1.73 | 39.22% | 45.64% | -0.19% | 12.86% | 4.76 | 9.25% | -1.28% | 沪深300 |
| 150174 | TMT中证B | 1.39% | 1.69 | 43.55% | 34.84% | -0.94% | 7.89% | 4.53 | 9.03% | -4.04% | 中证TMT |
| 150218 | 新能源B | -2.71% | 1.68 | 42.38% | 37.74% | -1.19% | 10.32% | 10.85 | 9.23% | -2.31% | 国证新能 |
| 150019 | 银华锐进 | -0.67% | 1.68 | 48.78% | 61.57% | -0.76% | 0.98% | 29.94 | 8.49% | -8.53% | 深证100 |
| 150216 | TMTB | 4.70% | 1.67 | 41.74% | 39.24% | 0.11% | 12.33% | 1.64 | 9.36% | -0.76% | TMT50 |
| 150204 | 传媒B | 4.23% | 1.67 | 44.37% | 32.87% | -1.28% | 8.24% | 6.36 | 9.14% | -3.45% | 中证传媒 |
| 150228 | 银行B | #REF! | 1.66 | 37.22% | 50.42% | 2.44% | 20.72% | 9.34 | 9.96% | 4.72% | 中证银行 |
| 150178 | 证保B | 0.15% | 1.64 | 43.05% | 36.02% | -0.30% | 11.96% | 45.80 | 9.50% | -0.60% | 中证800证保 |
| 150170 | 恒生B | -0.07% | 1.63 | 44.03% | 32.43% | -0.85% | 11.27% | 28.73 | 10.01% | -0.78% | 恒生指数 |
| 150168 | 银华300B | -0.83% | 1.63 | 50.15% | 17.85% | -0.89% | 2.19% | 1.22 | 9.24% | -2.56% | 沪深300 |
| 150153 | 创业板B | 8.53% | 1.59 | 51.62% | 15.56% | 0.07% | 2.38% | 9.23 | 9.47% | -2.20% | 创业板指 |
| 150124 | 建信50B | -1.44% | 1.59 | 58.17% | 31.37% | -0.98% | -5.40% | 2.09 | 9.46% | -1.51% | 央视50 |
| 150195 | 互联网B | 1.01% | 1.59 | 47.44% | 25.54% | -0.74% | 8.77% | 10.01 | 9.51% | -1.97% | 中证移动互联 |
| 150185 | 环保B | 0.00% | 1.58 | 49.79% | 15.41% | -0.90% | 6.77% | 14.54 | 9.12% | -2.77% | 中证环保 |
| 150199 | 食品B | -2.77% | 1.57 | 55.59% | 4.82% | -0.98% | -0.71% | 8.91 | 9.66% | -0.56% | 国证食品 |
| 150172 | 证券B | -2.82% | 1.55 | 47.75% | 24.67% | -0.22% | 10.64% | 186.52 | 9.83% | -0.17% | 中证全指证券公司 |
| 150158 | 金融B | 1.85% | 1.55 | 50.37% | 17.04% | -0.51% | 7.13% | 60.26 | 9.68% | -0.65% | 中证800金融 |
| 150201 | 券商B | -2.03% | 1.55 | 49.65% | 18.20% | -0.32% | 8.73% | 43.80 | 9.59% | -1.19% | 中证全指证券公司 |
| 150187 | SW军工B | 7.75% | 1.52 | 50.12% | 15.46% | 0.45% | 10.22% | 4.88 | 9.77% | 0.41% | 中证军工 |
| 150193 | 地产B | 5.49% | 1.51 | 50.20% | 18.94% | 0.39% | 10.27% | 7.54 | 10.09% | 0.25% | 中证800地产 |
| 150180 | 信息B | 6.55% | 1.49 | 54.61% | 7.97% | -0.56% | 5.80% | 1.82 | 9.79% | -2.55% | 中证信息 |
| 150210 | 国企改B | -0.80% | 1.44 | 55.43% | 5.21% | -0.51% | 7.84% | 39.12 | 10.23% | -0.41% | 国企改革 |
| 150206 | 国防B | 7.83% | 1.40 | 57.04% | 1.17% | 1.00% | 9.30% | 2.42 | 10.81% | 1.39% | 中证国防 |
| 150031 | 中证90B | 1.53% | 1.38 | 66.05% | 6.92% | -0.46% | -0.04% | 2.64 | 10.35% | -2.70% | 等权90 |
| 150101 | 资源B | -2.33% | 1.37 | 61.78% | 20.47% | -0.04% | 5.67% | 7.05 | 10.75% | -0.86% | A股资源 |
| 150029 | 中证500B | -3.09% | 1.35 | 64.78% | 26.88% | -1.12% | -0.35% | 2.31 | 10.27% | -4.30% | 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

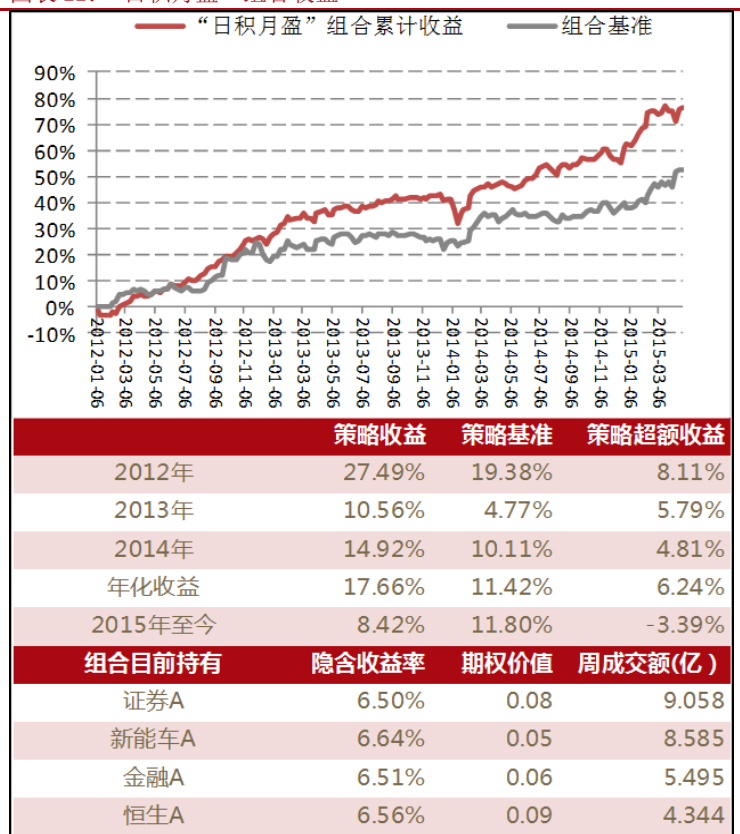
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却

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。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

分级 A 是一个风险相对较低的稳健品种，通过不断筛选投资价值最高的分级 A 滚动投资，一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”，最后可以带来低风险高回报。具体策略包含以下几个核心部分：首先，剔除流动性较低的分级 A，份额过小成交量过低的分级 A 冲击成本较高，且价格较容易被操纵，不予考虑；其次，兼顾隐含收益率和期权价值进行综合打分，选出排名靠前的分级 A；最后，综合考虑交易成本和分级 A 打分的变化，予以定期调仓。

由于 2013 年以前，分级 A 较少，在回溯测试中，2012 年选择持仓 2 只，2013 年 3 只，2014 年至今持仓 4 只。本策略上周组合收益率为-0.72%，组合目前持有证券 A，新能源车 A，金融 A，恒生 A。

图表 22：“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： | 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 |