

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
2015.04.18

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》

《市场分化造就 A 类配对转换投资机会凸显——分级基金跟踪报告》

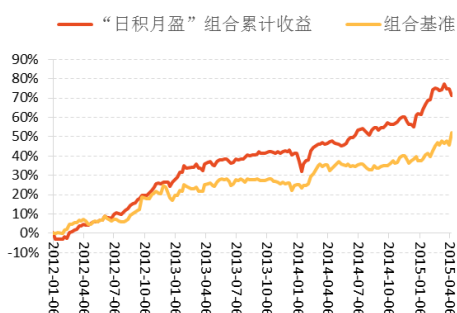
《提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？——分级基金跟踪报告》

《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》

“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

➤ 本周思考：“+3”，“+4”大不同

医药 B 和医药 800B 的上折、下折、费用、AB 比、标的指数和发行时间都相同或相似，前者 A 约定收益率为定存+4%，后者为定存+3.2%。上周两者同时触发上折，我们发现条款的不同无论对于产品规模还是投资策略都产生了显著影响。

较高的约定收益率导致了医药 B 较高的价格杠杆，受到投资者青睐，份额更容易扩大。B 因此容易相对高估，A 容易相对低估，隐含收益率长期较高。考虑 A 期权价值的情况下，两者纯债收益率相近。约定收益率高的 B 单位价格承担的成本较高，但是单位杠杆的融资成本并无显著差异。

➤ 分级 A 投资策略：

因降息预期加强，3 月初以来债市跌跌不休的势头有所止住，上周债券价格小幅反弹，分级 A 价格小幅上扬 0.10%，隐含收益率下行至 6.37%。上篇周报我们提示了医药 800A 和医药 A 的上折风险，得到行情的验证。金鹰 500A 可能也在近期面临上折，目前高估明显，上折后价格恐受到一定冲击。建议关注新能车 A、有色 A 等新发规模较大的 A 类产品

➤ 分级 B 投资策略：

本周分级 B 整体上涨 1.51%。我们在上周重点推荐的医药 800B 成功上折获得明显超额收益，下周房地产 B、军工 B 也有机会触发上折，但是目前房地产 B 和军工 B 都未被显著低估，上折超额收益有限。规模较小的金鹰 500B 尽管临近上折且 A 被高估，但是由于上折条款较高，B 分摊到的利润较少，获利空间较小。

➤ “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 2.65%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

1. 本周思考：“+3”，“+4”大不同

前两周周报,我们重点推荐了医药 B 和医药 800B,本周 4/14 日这两款医药分级同时触发上折。截止至 4/14 折算当日,两支医药分级在近两周涨幅达 21%。这两款产品几乎同时发行,同时上折,什么导致这两款类似的产品规模上有较大的差异?

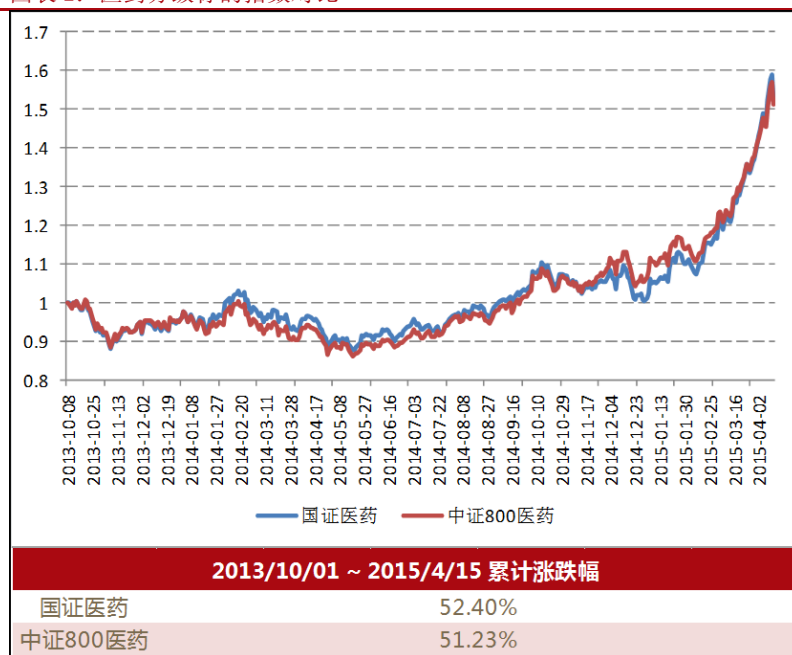
图表 1: 医药分级基本信息对比

	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 2: 医药分级标的指数对比

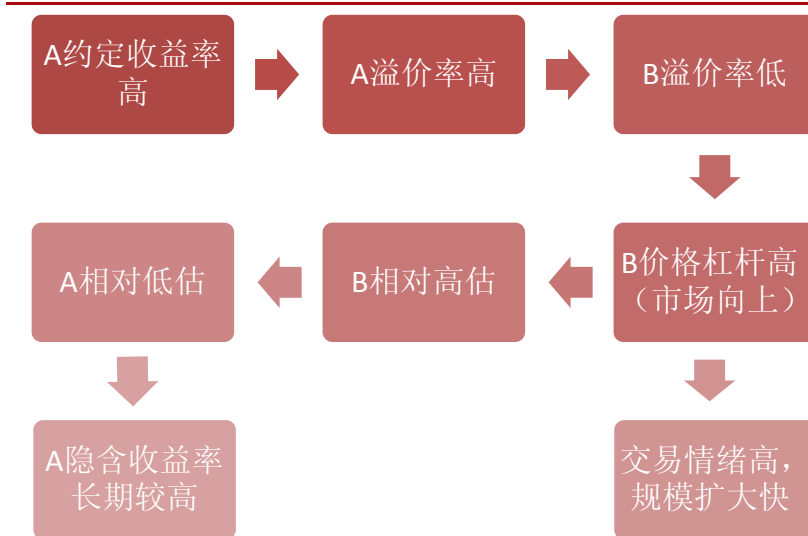


数据来源: Wind, 方正证券研究所

医药 B 和医药 800B 主要的条款差异来源于 A 类约定收益率,前者为+4%,后者为+3.2%,两者形成了天然的控制变量法,是研究约定收益率对于产品影响的典型案例。

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 3：约定收益率对于产品的影响



数据来源：Wind, 方正证券研究所

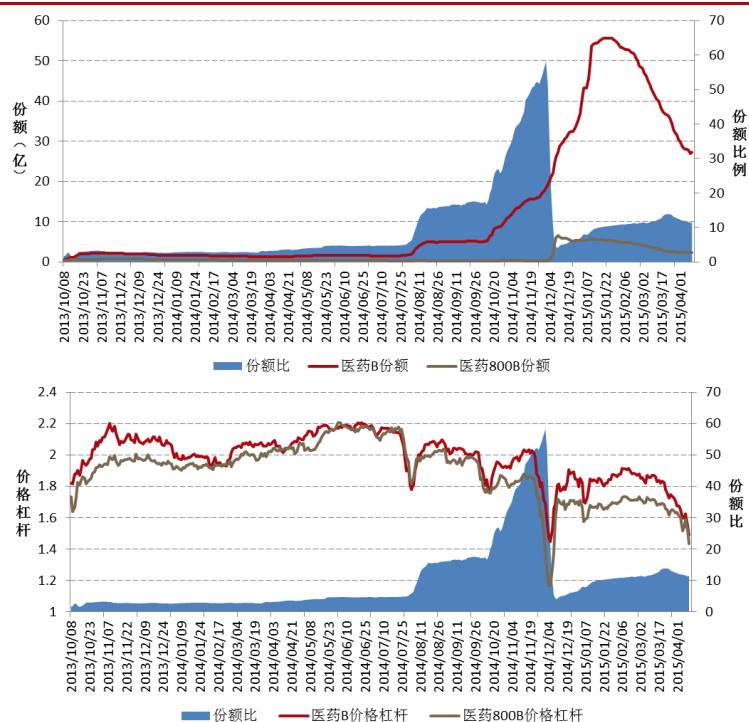
对比两款产品的实际规模变化，我们可以发现医药 B 的规模在多数情况下增速大于医药 800B，规模比一度高达 60 倍。医药 800B 仅在 2015/12/4 日附近受套利资金影响规模陡增，但其后下滑明显。

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 4：两只医药分级的规模 and 价格杠杆

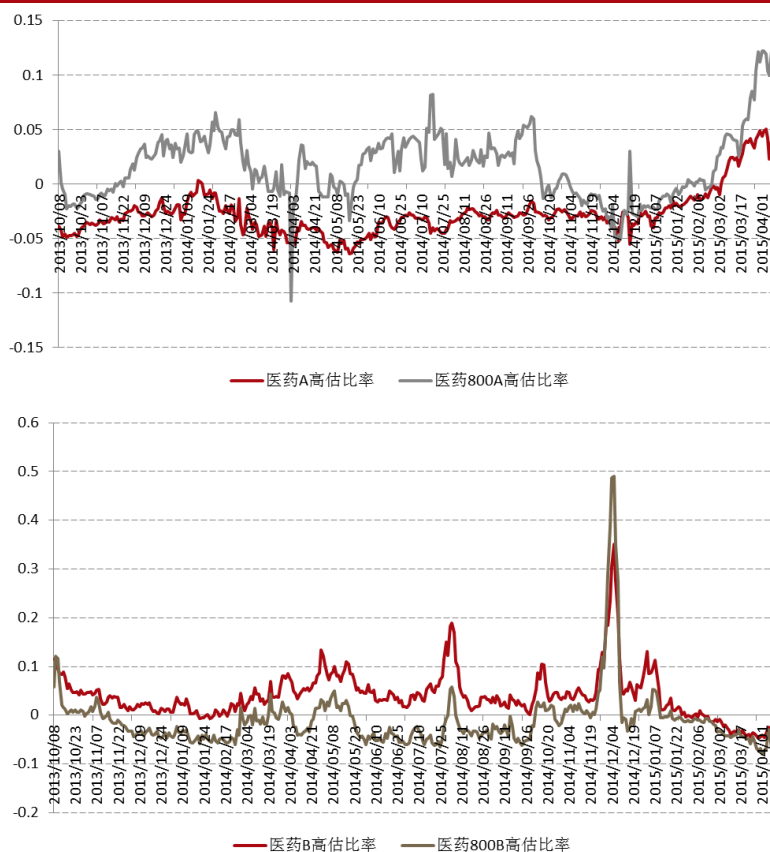


数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。

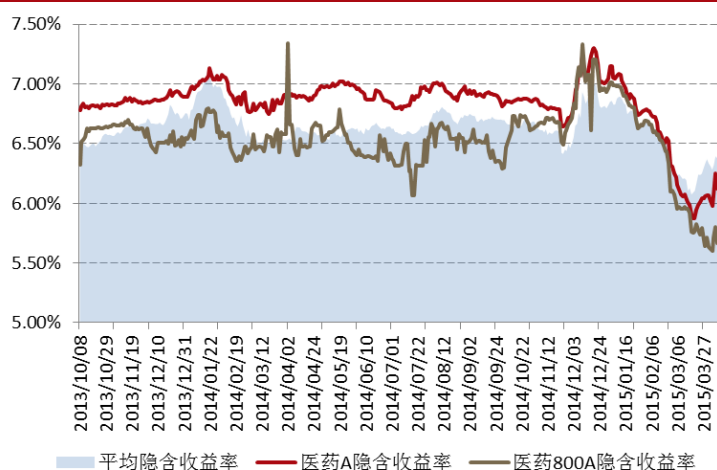
图表 5：两支医药分级 A 和分级 B 的高低估情况



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。

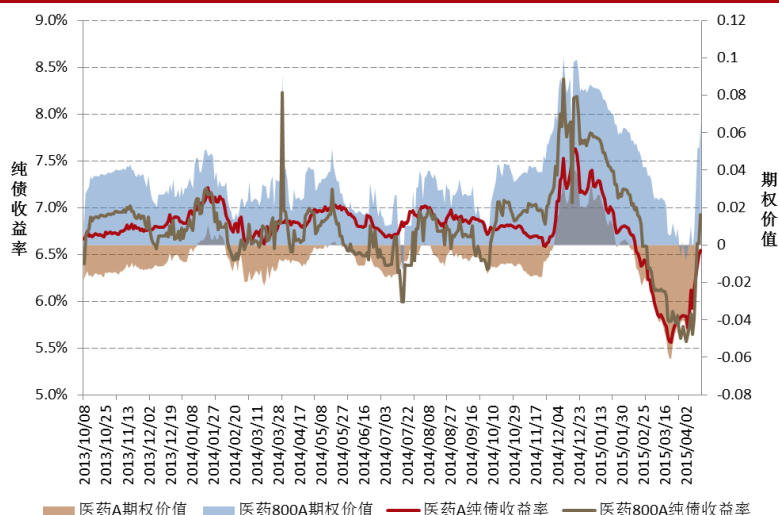
图表 6：隐含收益率对比



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。

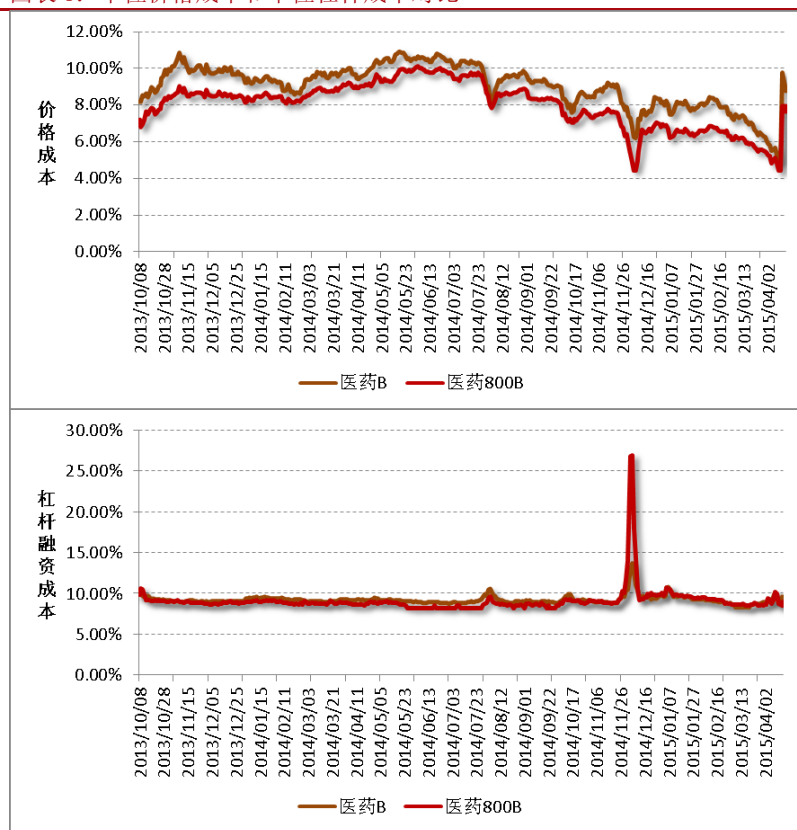
图表 7：纯债收益率和期权价值对比



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。

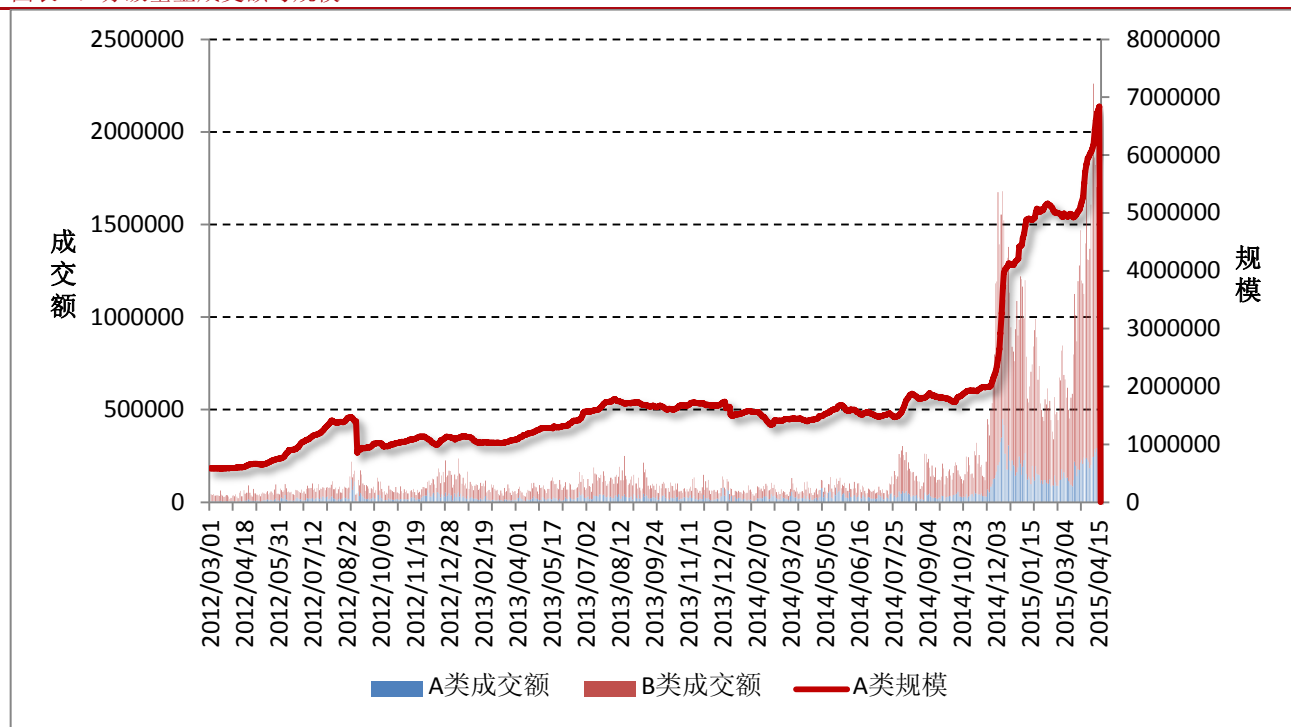
图表 8：单位价格成本和单位杠杆成本对比



数据来源：Wind, 方正证券研究所

本周永续分级 A 平均上涨 0.10%，分级 B 平均上涨 1.51%。分级基金市场成交量维持较高水平，市场份额增速放缓，交易情绪虽有所回落但仍处于高位。

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 3 支，两支银行一支白酒。由于市场目前还没有银行和白酒的分级基金，这三款基金将弥补市场空缺，预计产品会受到热捧。

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
160631.OF	鹏华中证银行	150227.SZ	150228.SZ	2015/4/7	2015/4/24	鹏华基金管理有限公司
161029.OF	富国中证银行	150241.SZ	150242.SZ	2015/4/16	2015/4/30	富国基金管理有限公司
160632.OF	鹏华中证酒	J150291.SZ	J150292.SZ	2015/4/20	2015/4/30	鹏华基金管理有限公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

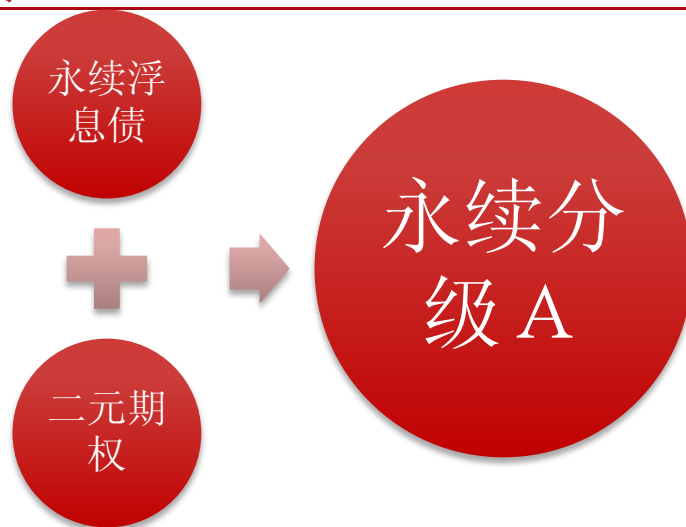
2. 分级 A 投资策略

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：分级基金产品结构



数据来源：方正证券研究所

2.1 债市下跌趋势缓和，分级 A 上涨

因降息预期加强，3 月初以来债市跌跌不休的势头有所止住，上周债券价格小幅反弹，国债期货价格上升 0.88%。分级 A 价格小幅上扬 0.10%，隐含收益率下行至 6.37%。

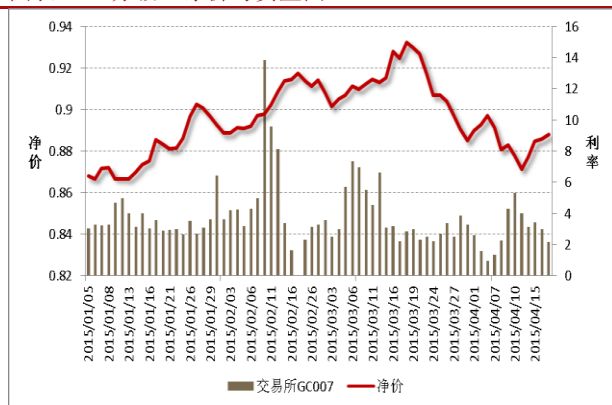
上篇周报我们提示了医药 800A 因上折供给增加，价格可能面临冲击，高估的价格可能会回落。上周医药 800A 下跌 11.6%，周五当天开盘即下跌 4%，当日下跌 2.63%。对比医药 A 一周下跌 6%，周五当日仅下跌 0.5%。医药 800A 受上折拆分抛压，估值回归现象显著。金鹰 500A 可能也在几周内面临上折，目前高估明显，上折后价格恐受到一定冲击。由于其上折较高（是 2 而不是 1.5），分级 B 可能分摊到的 A 高估带来的收益较少，获利空间有限。建议关注新能源车 A、有色 A 等新发规模较大的 A 类产品

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。

上周母基金由溢价转为折价。目前整体折溢价率-0.14%，分级市场交易情绪略有下降。套利资金对于分级 A 整体的打压程度不大。

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						
160221	国泰有色	11.76%	21097	15725	1.54	#
160219	国泰医药	3.46%	73795	71546	27.65	2.63%
161816	银华90	3.34%	962	6014	2.46	-0.89%
165312	建信50	2.69%	780	4124	2.03	-0.80%
164705	添富恒生	2.49%	123637	50766	20.69	75.08%
161028	新能源车	1.64%	43540	12716	5.48	#
164304	新华环保	1.49%	65156	20986	13.39	60.94%
165515	信诚300	1.48%	10359	11094	3.28	49.34%
164905	交银新能	1.23%	50970	12837	10.80	10.24%
160222	国泰食品	0.96%	9180	14356	6.91	7.15%
母基金溢价率后十名						
161720	券商分级	-0.85%	63423	92884	49.72	-7.53%
165522	信诚TMT	-0.90%	23102	9609	6.12	-22.87%
161812	银华100	-0.90%	57114	45652	36.06	-9.02%
165520	信诚有色	-0.94%	5950	14594	6.14	-4.98%
161025	富国互联	-0.98%	19858	14663	9.99	-8.99%
160626	鹏华信息	-1.01%	6222	5173	2.24	-25.14%
160628	鹏华地产	-1.12%	20084	20525	8.44	-5.66%
165511	信诚500	-1.12%	3377	5577	2.10	-2.32%
161826	银华转债	-1.12%	51243	9228	22.29	-2.35%
160620	中证资源	-1.20%	23430	23889	7.68	-22.70%

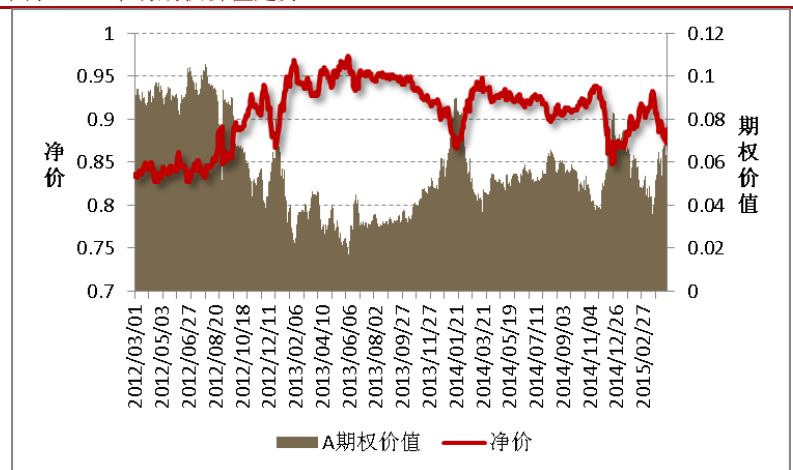
数据来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 期权价值

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。

随着价格逐渐企稳, 本周分级 A 的期权价值也基本稳定, 平均期权价值维持在 0.06 附近。

图表 16: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 17：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
150211	新能源车A	#	1.64%	10885	#	5.48	6.58%	0.05	6.98%	-3.23%
150196	有色A	#	11.76%	10548	#	1.54	6.57%	0.01	6.61%	-3.05%
150198	食品A	-1.08%	0.96%	1836	7.15%	6.91	6.55%	0.00	6.58%	-2.77%
150123	建信50A	-0.37%	2.69%	156	-0.80%	2.03	6.55%	-0.03	6.34%	-2.74%
150213	国投创A	1.20%	0.88%	1737	-6.32%	2.84	6.53%	0.05	6.87%	-2.48%
150130	医药A	-3.96%	3.46%	14759	2.63%	27.65	6.53%	0.00	6.55%	-2.49%
150190	NCF环保A	1.32%	1.49%	13031	60.94%	13.39	6.52%	0.00	6.53%	-2.35%
150117	房地产A	1.40%	-0.30%	3050	7.00%	9.61	6.51%	0.00	6.51%	-2.19%
150169	恒生A	2.13%	2.49%	24727	75.08%	20.69	6.50%	0.09	7.25%	-2.04%
150157	金融A	1.70%	-0.22%	24400	20.26%	61.24	6.49%	0.07	7.04%	-1.90%
150167	银华300A	-0.32%	0.19%	296	-5.07%	1.38	6.49%	0.04	6.79%	-1.83%
150171	证券A	1.78%	-0.75%	32815	1.47%	189.92	6.46%	0.08	7.18%	-1.52%
150215	TMTA	#	-0.70%	3332	#	2.18	6.45%	0.09	7.18%	-1.30%
150223	证券A级	#	0.29%	11373	#	10.21	6.44%	0.04	6.73%	-1.22%
150203	传媒A	1.06%	0.83%	3086	8.91%	7.60	6.44%	0.09	7.17%	-1.15%
150217	新能源A	2.26%	1.23%	10194	10.24%	10.80	6.43%	0.08	7.14%	-1.04%
150177	证保A	2.38%	-0.84%	24604	24.63%	51.11	6.43%	0.08	7.11%	-0.92%
150148	医药800A	-9.90%	-0.65%	1253	5.79%	2.50	6.41%	0.07	6.93%	-0.71%
150192	地产A	2.12%	-1.12%	4017	-5.66%	8.44	6.38%	0.08	7.02%	-0.23%
150209	国企改A	-3.18%	0.37%	4192	0.31%	26.62	6.37%	0.08	6.99%	-0.11%
150051	沪深300A	-2.11%	1.48%	2072	49.34%	3.28	6.37%	0.00	6.37%	0.00%
150186	SW军工A	1.22%	0.49%	2030	-9.39%	5.35	6.34%	0.07	6.91%	0.45%
150173	TMT中证A	3.56%	-0.90%	4620	-22.87%	6.12	6.33%	0.08	6.94%	0.58%
150200	券商A	3.82%	-0.85%	12685	-7.53%	49.72	6.31%	0.07	6.88%	0.79%
150194	互联网A	2.46%	-0.98%	3972	-8.99%	9.99	6.31%	0.07	6.90%	0.81%
150184	环保A	0.87%	-0.67%	3485	-3.71%	18.98	6.31%	0.07	6.86%	0.78%
150164	可转债A	1.83%	0.14%	1247	-6.60%	4.25	6.31%	0.05	6.67%	0.91%
150150	有色800A	3.57%	-0.94%	1190	-4.98%	6.14	6.27%	0.05	6.65%	1.49%
150181	军工A	-1.53%	0.25%	9228	-10.85%	28.03	6.24%	0.07	6.75%	2.04%
150143	转债A级	0.78%	-1.12%	10249	-2.35%	22.29	6.21%	0.04	6.54%	2.39%
150100	资源A	1.23%	-1.20%	4686	-22.70%	7.68	6.20%	0.06	6.63%	2.61%
150152	创业板A	0.41%	0.22%	4717	-14.14%	9.36	6.13%	0.01	6.22%	3.75%
150179	信息A	2.00%	-1.01%	1244	-25.14%	2.24	6.06%	0.05	6.44%	4.93%
150205	国防A	2.37%	0.79%	351	-3.52%	2.29	5.91%	0.04	6.17%	7.45%
150018	银华稳进	0.31%	-0.90%	11423	-9.02%	36.06	5.73%	0.02	5.86%	10.91%
150030	中证90A	-1.83%	3.34%	192	-0.89%	2.46	5.41%	0.00	5.41%	17.44%
150028	中证500A	-0.91%	-1.12%	675	-2.32%	2.10	5.29%	-0.04	5.12%	20.04%

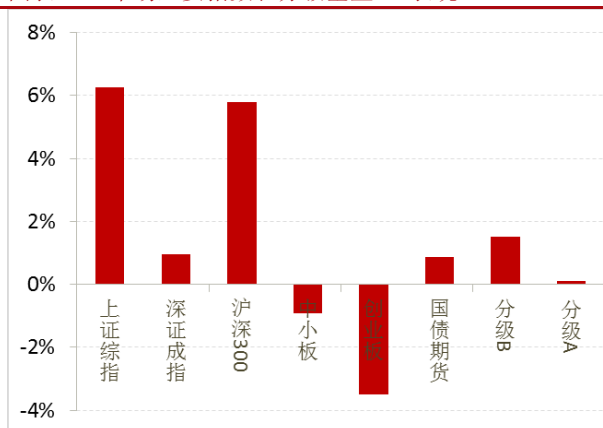
数据来源：Wind, 方正证券研究所

3. 分级 B 投资策略

上周蓝筹发力，上证综指和沪深 300 震荡上行，中小板和创业板则表现欠佳。行业板块方面，建筑、机械、军工涨幅居前，分级 B 整体上涨 4.66%。我们重点推荐的两只医药分级成功上折，两者均有较大获利。

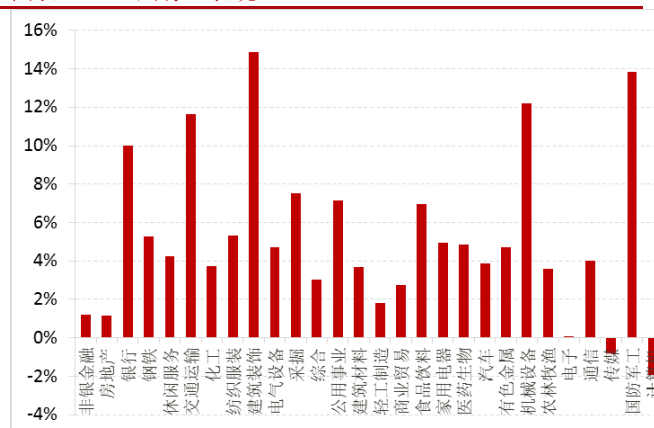
事实上，并非所有触发上折的分级 B 都能取得超额收益。下周房地产 B、军工 B 也有机会触发上折，但是目前房地产 B 和军工 B 都未被显著低估，高估率均在 0 附近，上折均不能获得超额收益，建议不要盲目抢上折。规模较小的金鹰 500B 尽管临近上折且 A 被严重高估，但是由于上折较高所以 B 分摊到的利润较少，获利空间有限。

图表 18：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 19：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 20：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	9.63%	3.205	9.17%	61.14%	-1.12%	31.78%	22.29	7.78%	-7.98%	中证转债
150165	可转债B	9.65%	2.456	19.12%	33.70%	0.14%	27.18%	4.25	8.26%	-0.95%	中证转债
150191	NCF环保B	-6.45%	1.970	36.44%	52.30%	1.49%	3.33%	13.39	9.18%	5.63%	中证环保
150131	医药B	10.27%	1.922	35.45%	54.88%	3.46%	7.62%	27.65	9.54%	10.10%	国证医药
150153	创业板B	-3.23%	1.857	40.78%	41.68%	0.22%	2.39%	9.36	8.78%	-2.64%	创业板指
150149	医药800B	7.39%	1.850	36.31%	52.85%	-0.65%	10.20%	2.50	8.98%	-0.60%	中证800医药
150214	国投创B	-3.66%	1.820	37.60%	98.87%	0.88%	9.80%	2.84	9.33%	3.87%	创业成长
150212	新能源车B	#	1.803	36.76%	51.40%	1.64%	12.32%	5.48	9.04%	6.08%	富国中证新能源汽车
150216	TMTB	#	1.786	36.60%	51.77%	-0.70%	13.72%	2.18	9.05%	-0.22%	TMT50
150174	TMT中证B	-7.44%	1.770	38.80%	46.53%	-0.90%	10.78%	6.12	8.98%	-1.98%	中证TMT
150204	传媒B	-7.99%	1.762	35.59%	54.09%	0.83%	17.20%	7.60	9.35%	2.42%	中证传媒
150224	证券B级	#	1.739	42.59%	37.45%	0.29%	6.40%	10.21	9.34%	1.45%	证券公司
150019	银华锐进	1.11%	1.727	46.54%	68.90%	-0.90%	1.38%	36.06	8.41%	-7.88%	深证100
150218	新能源B	-2.95%	1.667	39.77%	44.20%	1.23%	15.83%	10.80	9.66%	2.85%	交银国证新能源
150195	互联网B	-6.53%	1.666	44.09%	33.75%	-0.98%	8.64%	9.99	9.18%	-2.11%	中证移动互联
150178	证保B	-7.02%	1.651	43.73%	34.61%	-0.84%	10.23%	51.11	9.35%	-0.79%	中证800证保
150168	银华300B	11.05%	1.610	48.79%	21.25%	0.19%	5.47%	1.38	9.62%	1.47%	沪深300
150187	SW军工B	8.68%	1.610	45.57%	26.19%	0.49%	10.76%	5.35	9.33%	0.51%	中证军工
150185	环保B	-1.15%	1.607	47.69%	20.45%	-0.67%	7.81%	18.98	9.08%	-1.51%	中证环保
150193	地产B	-1.64%	1.597	47.48%	25.65%	-1.12%	8.05%	8.44	9.42%	-1.62%	中证800地产
150197	有色B	#	1.589	38.38%	47.51%	11.76%	24.20%	1.54	11.91%	26.79%	国泰国证有色金属行
150180	信息B	-5.41%	1.585	50.66%	17.56%	-1.01%	4.36%	2.24	9.15%	-4.10%	中证信息
150172	证券B	-5.60%	1.564	48.24%	23.70%	-0.75%	9.23%	189.92	9.68%	-0.32%	中证全指证券公司
150170	恒生B	-15.75%	1.560	43.61%	33.62%	2.49%	17.07%	20.69	10.86%	5.41%	恒生指数
150201	券商B	-4.86%	1.559	50.21%	17.15%	-0.85%	6.98%	49.72	9.40%	-1.72%	中证全指证券公司
150199	食品B	9.25%	1.538	54.91%	6.61%	0.96%	1.93%	6.91	10.09%	3.14%	国证食品
150158	金融B	-1.05%	1.531	51.26%	15.13%	-0.22%	7.33%	61.24	9.82%	0.69%	中证800金融
150151	有色800B	1.35%	1.531	53.90%	8.89%	-0.94%	3.75%	6.14	9.49%	-2.15%	中证800有色
150206	国防B	9.53%	1.526	52.90%	11.08%	0.79%	5.43%	2.29	9.45%	-2.47%	中证国防
150124	建信50B	13.45%	1.516	57.16%	34.81%	2.69%	0.56%	2.03	10.51%	5.98%	央视50
150210	国企改B	8.67%	1.493	51.94%	13.62%	0.37%	9.05%	26.62	10.00%	0.61%	国企改革
150182	军工B	10.52%	1.465	54.95%	6.49%	0.25%	6.95%	28.03	10.00%	-0.57%	中证军工
150101	资源B	5.26%	1.432	59.42%	28.11%	-1.20%	3.59%	7.68	9.89%	-2.69%	A股资源
150029	中证500B	0.86%	1.428	63.27%	32.51%	-1.12%	-4.32%	2.10	9.12%	-7.81%	中证500
150031	中证90B	17.15%	1.381	65.25%	9.62%	3.34%	0.46%	2.46	10.39%	-1.69%	等权90
150052	沪深300B	10.14%	1.374	58.73%	-2.42%	1.48%	8.83%	3.28	11.05%	2.07%	沪深300
150118	房地产B	-2.43%	1.361	67.26%	3.21%	-0.30%	-0.35%	9.61	10.92%	0.39%	国证地产

数据来源：Wind, 方正证券研究所

4. “日积月盈”分级 A 组合策略

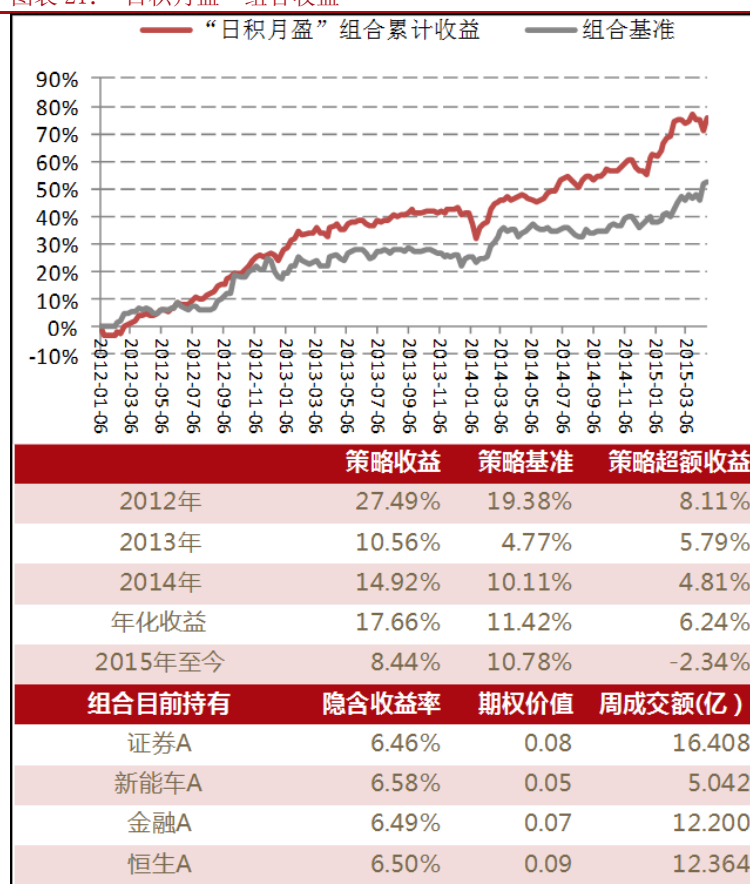
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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 2.65%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

图表 21：“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