

2016.07.30

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》

《源于杠杆，高于杠杆-分级 B 专题研究》  
《上交所定折藏玄机，溢价套火热引追思》  
《南海局势风云变幻，军工套利血战正酣》  
《折溢价大变脸，银行 B 套利为何失败》  
《套利火热宛如牛市，无下折 A 持续走高》  
《国企改革小打小闹，H 股 A 强势依旧》

“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

## 投资要点

## ➤ 本周热点：羊来了，增量资金推高 A 类价格

- 今年 1~5 月，A 类隐含收益率基本维持不变，价格的上涨大部分来源于净值的累积。然而 6 月以来，发生了新的变化。分级 A 收益率逐渐下行，伴随而来的是规模的持续增加
- 增量资金入市抢筹可能是导致近期 A 隐含收益率快速下行的主要原因：第一，近期 A 成交额/A 总份额逐步上升，有放量趋势。可能原因是增量资金入市，不计成本的接收 A。第二，我们发现+4 A 近段时间相对+3A 出现超涨，这往往是新资金入市容易出现的现象。第三，可能有投资者通过申购母基金卖出 B 的形式获取 A 类筹码。例如券商 A 整体溢价一般，但仍有大量申购盘持续申购。

## ➤ 分级 A 投资策略：

- 分级 A 方面， 永续分级 A 平均上涨 1.05%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.77% 左右。我们认为目前 A 类逐渐过热，+4 类分级尤为高估。

## ➤ 分级 B 投资策略：

- 分级 B 方面， 在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是恒生 B, 体育 B 和 TMT 中证 B，跌幅最多的是白酒 B, 煤炭 B 级和高铁 B。地产 B 端下折母基需跌 6.44%，注意风险。

## ➤ “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”。上周组合收益率为 0.97%。本周调出成长 A 级（150213），调入高铁 A（150277），组合目前持有券商 A（150200）、高铁 A（150277）、钢铁 A（150287）、房地产 A（150117）。

## 1. 本周热点：羊来了

今年 1~5 月，A 类隐含收益率基本维持不变，价格的上涨大部分来源于净值的累积。然而 6 月以来，发生了新的变化。分级 A 收益率逐渐下行，伴随而来的是规模的持续增加，以券商 A 最为典型。根据以往经验，规模扩大往往伴随价格下跌、隐含收益率上行，那本轮的上涨逻辑是什么？

首先，我们回顾分级 A 从 14 年以来的历史，以及每轮涨跌的驱动因素：

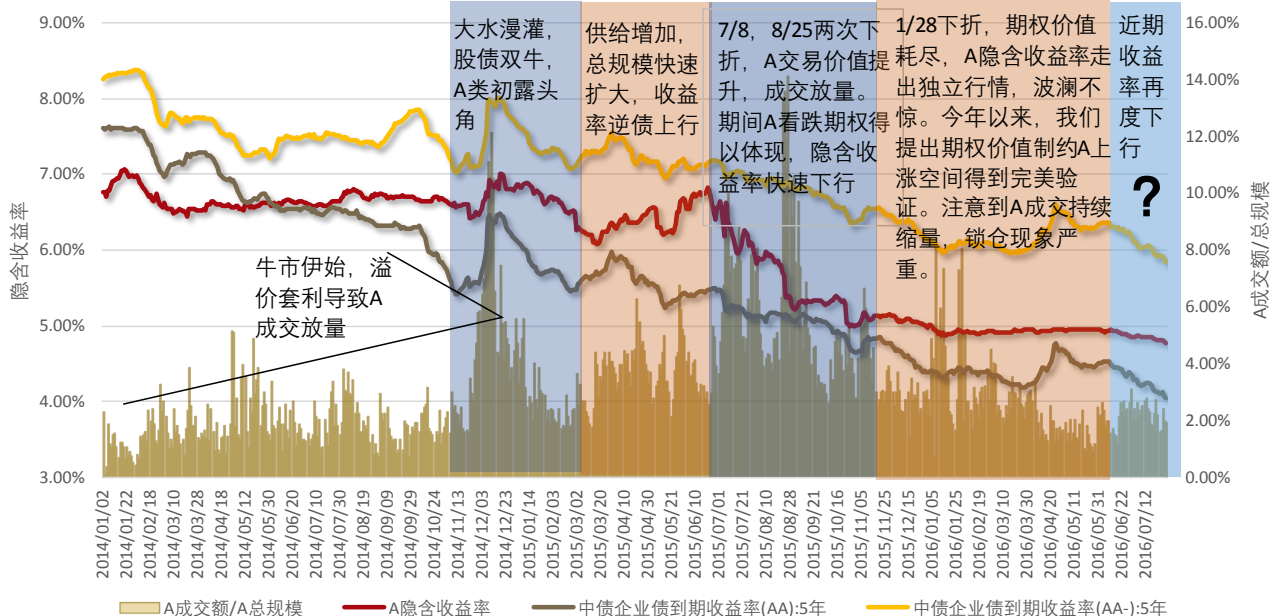
(1) 14 年末至 15 年 2 月大水漫灌，股债双牛，A 类初露头角，收益率跟随债券下行，幅度近似。

(2) 15 年 3 月起，大量分级上市，供给增加导致总规模快速扩大，收益率逆债上行。

(3) 7 月起，股市震荡使得市场开始挖掘 A 类看空期权的价值，7/8，8/25 两次下折，A 交易价值提升，成交放量。7~10 月 A 看跌期权得以体现，隐含收益率快速下行。

(4) 今年以来，A 隐含收益率走出独立行情，波澜不惊。即使是 1/28 下折，隐含收益率仍不为所动，原因在于期权价值几乎耗尽，下折难有超额收益率。今年以来，我们提出期权价值制约 A 上涨空间得到完美验证。注意到 A 成交持续缩量，锁仓现象严重。

图表 1：分级基金成交额与规模



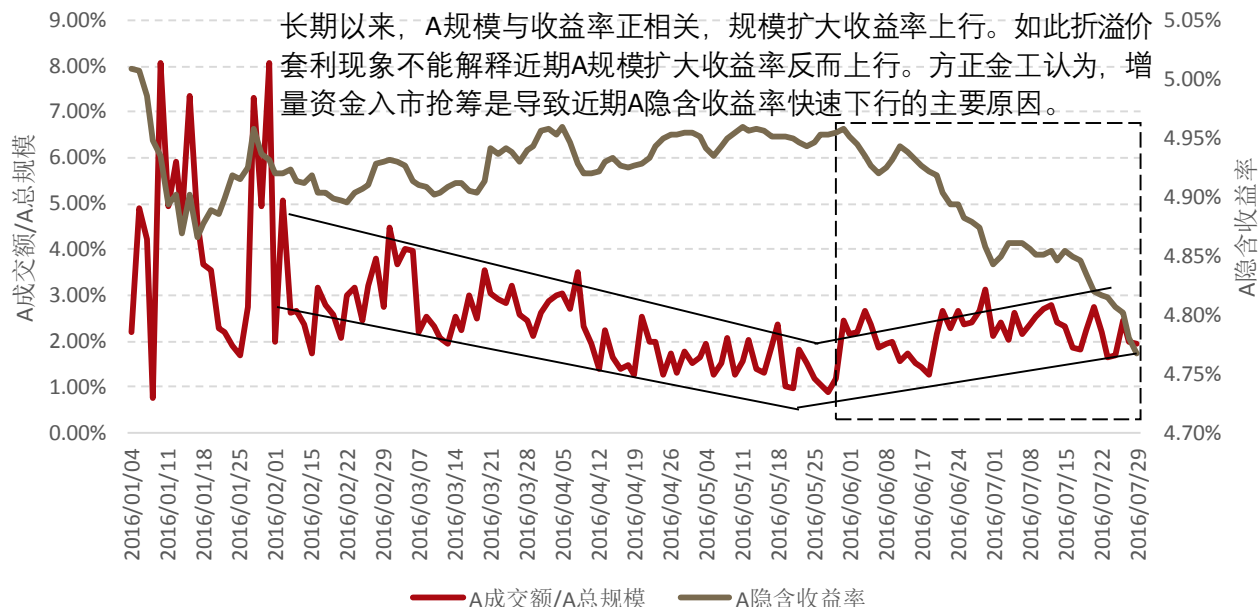
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

我们聚焦于近期的收益率再度下行，债券利率下行是主要主导因素。不过为什么唯独 6 月以来 A 收益率出现变化，而前 5 个月几乎不为债市所动？方正金工认为，增量资金入市抢筹可能是导致近期 A 隐含收益率快速下行的主要原因。

第一，近期 A 成交额/A 总份额逐步上升，有放量趋势。可能原因

是增量资金入市，不计成本的接收 A。第二，我们发现+4 A 近段时间相对+3A 出现超涨，这往往是新资金入市容易出现的现象。第三，可能有投资者通过申购母基金卖出 B 的形式获取 A 类筹码。例如券商 A 整体溢价一般，但仍有大量申购盘持续申购。

图表 2：分级基金成交额与规模

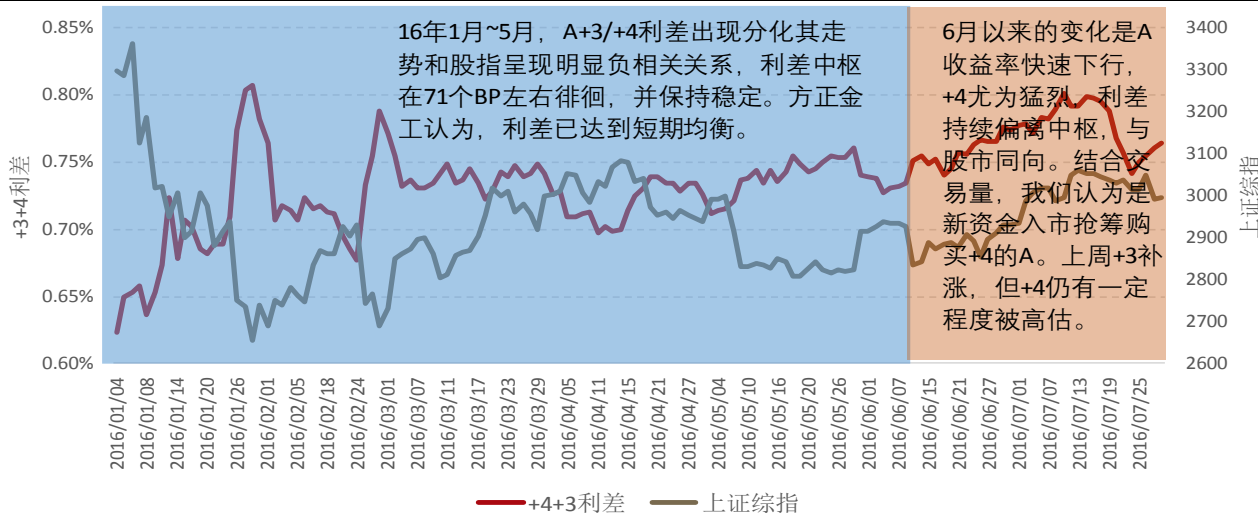


资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

16 年 1 月~5 月，A+3/+4 利差出现分化其走势和股指呈现明显负相关关系，利差中枢在 71 个 BP 左右徘徊，并保持稳定。方正金工认为，利差已达到短期均衡。

6 月以来的变化是 A 收益率快速下行，+4 尤为猛烈，利差持续偏离中枢，与股市同向。与高低等级债券利率不同，A+3/+4 利差完全有下折收益和下折概率决定，其中股指是主要决定因素。结合交易量，我们认为新资金入市抢筹购买+4 的 A。上周+3 补涨，但+4 仍有一定程度被高估。

图表 3：分级基金成交额与规模



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

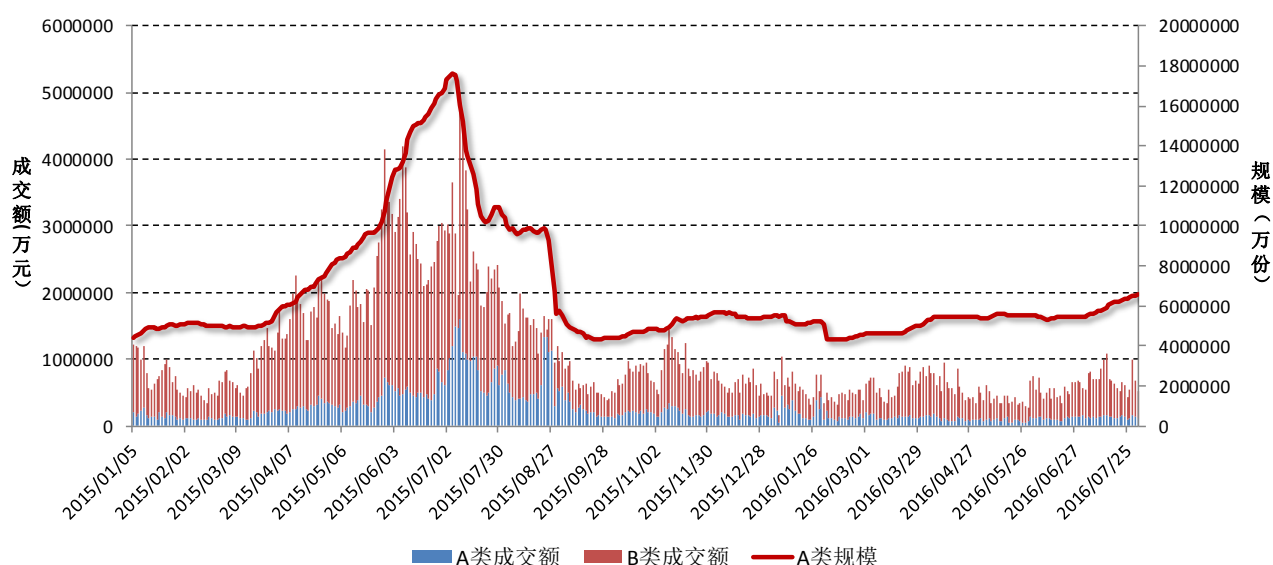
## 2. A/B 投资策略

上周永续分级 A 平均上涨 1.05%，永续分级 B 平均下跌 8.82%。分级份额上涨 3.59%，A 成交额下跌 7.63%，B 成交额上涨 7.52%。

分级 A 方面，永续分级 A 平均上涨 1.05%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.77% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.31%，+3.5 的隐含收益率在 4.90%，+3 的隐含收益率在 4.54%。我们觉得目前 A 类逐渐过热，+4 类分级尤为高估。

分级 B 方面，在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是医药 800B，食品 B 和白酒 B，跌幅最多的是体育 B，互联网 B 和国防 B。地产 B 端下折母基需跌 6.44%，注意风险。

图表 4：分级基金成交额与规模



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

### 3. 分级定价理论

#### 3.1 分级 A 定价理论

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》。

#### 3.2 分级 B 定价理论

方正金工首次提出分级 B 估值的概念，A 决定 B，B 影响 A。在分级基金定价模型基础上，我们深入研究估值偏离现象，发现估值偏离主要由 B 的四个维度交易价值（市场情绪、杠杆、替代性需求、流动性）决定，把握估值变化对投资 AB 至关重要。

由于分级 B 定价复杂，错误定价较多，围绕分级 B 有丰富的交易策略。上折估值再平衡带来的 B 超额收益要关注；下折期权损失要规避；溢价套利丰厚利润要把握；折价套利的稳健收益要珍惜。只有在深入了解分级定价和各种事件性机会，才能使得投资者更好地把握 A、B、上折、下折、溢价、折价的投资机会，使得分级基金成为一个全天候的投资品种。

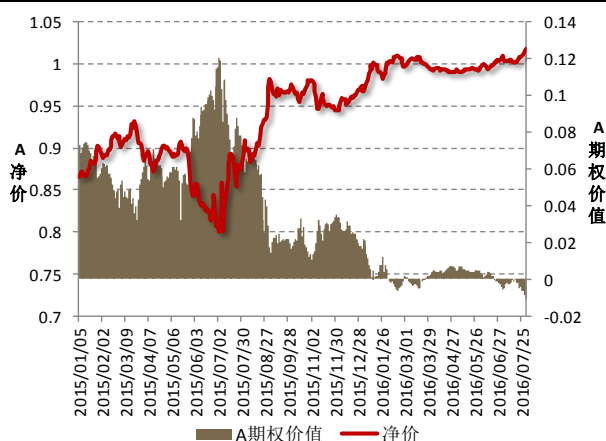
综合影响 B 定价的因素，我们提出行情预期、杠杆和估值三因素理论，对分级 B 做综合选择。分级 B 的选择短期赚估值的钱，中期赚杠杆的钱。优先选取标的行情预期好的，其次在标的指数预期相同的情况下选择杠杆较高的，同时兼顾估值，选取估值绝对值低，并且容易上升的 B。详见专题《源于杠杆，高于杠杆——分级 B 专题研究》。

#### 4. 分级 A 市场回顾

永续分级 A 平均上涨 1.05%，目前分级 A 整体隐含收益率达到 4.77% 左右。其中，+4 的隐含收益率在 5.31%，+3.5 的隐含收益率在 4.90%，+3 的隐含收益率在 4.54%。

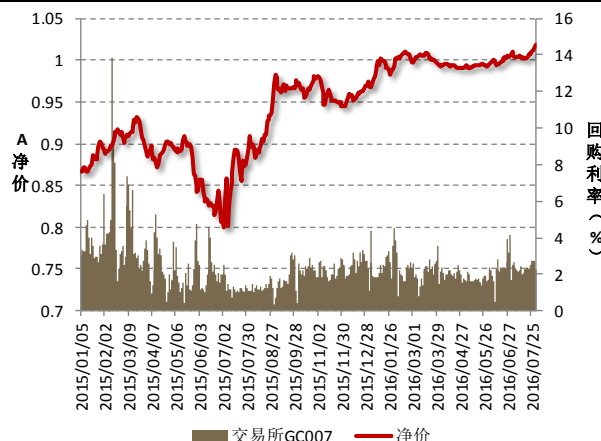
上周涨幅最多的分级 A 是健康 A，证券 A 和传媒 A，规模扩大最多的是煤炭 A 级，高铁 A 和军工 A，整体溢价最多的是军工股 A。

图表 5：分级 A 净价与国债期货



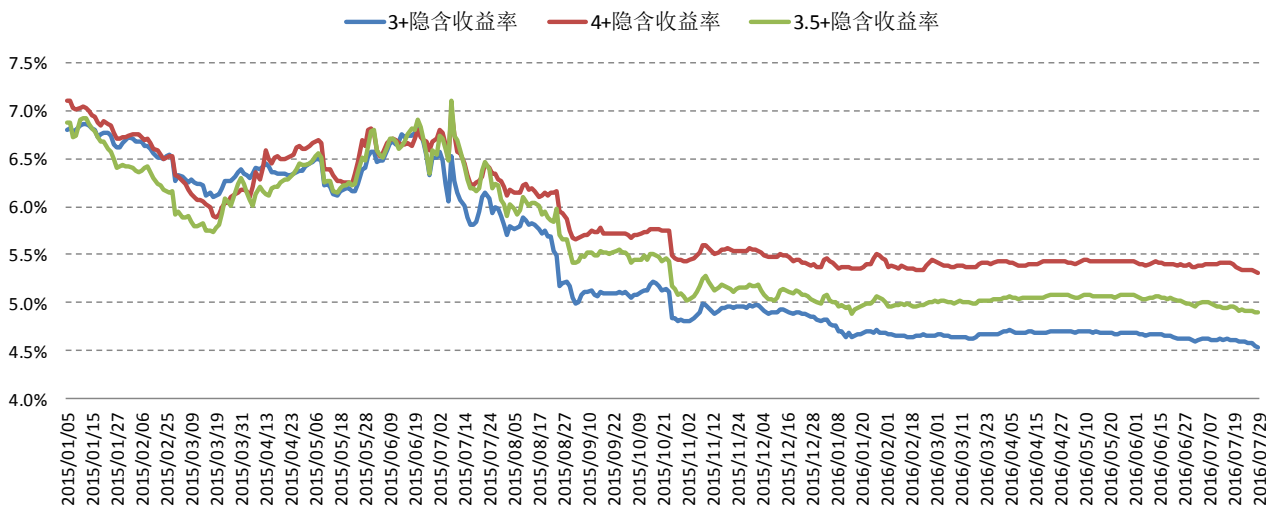
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 6：分级 A 净价与资金面



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

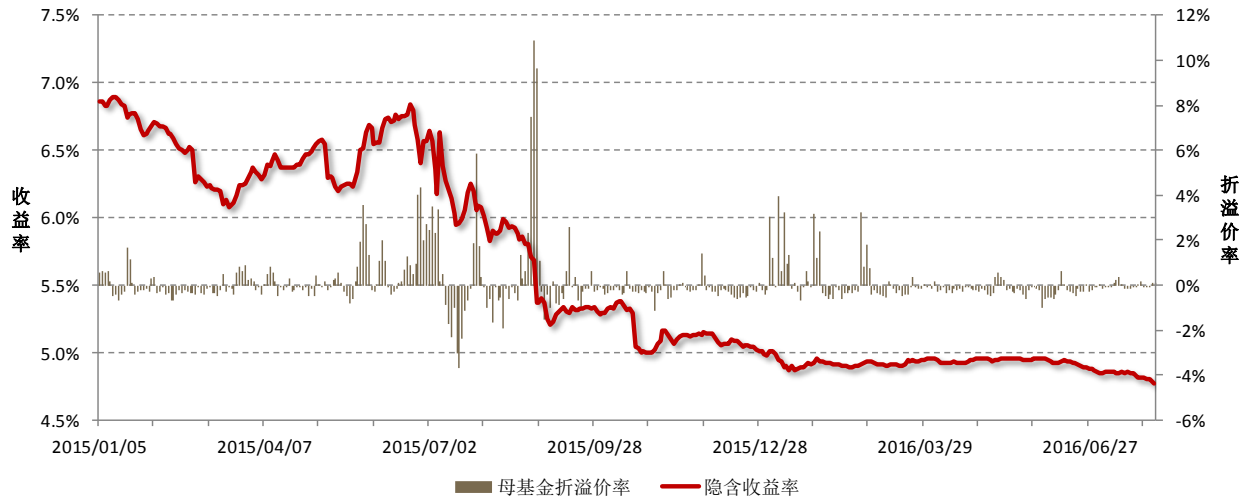
图表 7：2015 年至今不同约定收益率 A 的隐含收益率



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所



图表 8: 2015 年至今母基金折溢价率与隐含收益率



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表 9: 母基金折价率 (A 份额大于 1 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						
160630	国防分级	1.16%	28169	36994	38.85	10617.27
160639	高铁分级	1.08%	11927	2346	4.41	7549.99
164402	中航军工	1.06%	21099	11824	30.28	7294.33
164401	健康分级	1.04%	1249	967	4.60	-506.44
168203	钢铁母基	0.90%	3734	3346	5.16	194.67
161025	移动互联	0.88%	25773	36427	43.46	940.25
168204	煤炭母基	0.81%	14694	4608	5.04	9204.42
502013	一带一路	0.62%	8994	585	1.89	1403.78
165315	网金融	0.41%	8466	4215	4.71	-702.90
160418	银行股基	0.33%	4635	537	3.50	1175.00
母基金溢价率后十名						
161721	地产分级	-0.44%	6761	923	2.23	199.02
502006	国企改革	-0.46%	8789	2325	2.62	572.30
165515	信诚 300	-0.50%	1020	898	1.65	-330.55
161031	工业 4	-0.55%	1214	622	1.07	-262.79
164818	传媒母基	-0.58%	4694	1541	2.18	-86.52
162412	医疗分级	-0.59%	611	1019	1.62	-365.86
160136	改革基金	-0.59%	4025	1533	2.20	1060.74
168201	一带一路	-0.61%	929	454	1.39	-341.87
160629	传媒分级	-0.65%	5172	3069	2.06	-4884.14
160628	房地产	-1.01%	4302	1871	2.26	-1502.79

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表 10：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
150331	网金融A	0.71%	0.41%	1693	-1.47%	4.71	5.48%	-0.061	5.19%	-12.57%	9.17%
150221	中航军A	0.00%	1.06%	4220	2.47%	30.28	5.46%	-0.117	4.97%	-12.38%	18.32%
150321	煤炭A基	0.49%	-0.09%	302	-3.57%	1.30	5.42%	-0.118	4.93%	-11.63%	19.19%
150289	煤炭A级	0.85%	0.81%	2939	22.32%	5.04	5.34%	-0.020	5.24%	-10.41%	2.90%
150287	钢铁A	0.66%	0.90%	747	0.38%	5.16	5.34%	-0.020	5.24%	-10.41%	2.90%
150303	创业股A	0.66%	0.99%	940	7.37%	2.89	5.33%	-0.020	5.23%	-10.32%	3.01%
150299	银行股A	0.85%	0.33%	927	3.47%	3.50	5.33%	-0.021	5.22%	-10.26%	3.07%
150247	传媒A级	0.76%	-0.58%	939	-0.39%	2.18	5.33%	-0.021	5.22%	-10.28%	3.09%
150335	军工股A	0.95%	1.73%	899	13.66%	1.36	5.33%	-0.021	5.23%	-10.24%	3.09%
150291	银行A份	1.14%	0.19%	186	0.20%	1.93	5.32%	-0.022	5.21%	-10.07%	3.29%
150117	房地产A	0.85%	-0.14%	3144	2.55%	16.02	5.32%	-0.023	5.20%	-10.03%	3.37%
150130	医药A	0.76%	-0.37%	9361	7.39%	47.63	5.32%	-0.023	5.20%	-10.03%	3.37%
150198	食品A	-0.09%	0.18%	276	1.48%	4.99	5.29%	-0.025	5.16%	-9.61%	3.86%
150196	有色A	0.19%	-0.09%	1283	6.06%	5.68	5.26%	-0.027	5.13%	-9.19%	4.34%
150223	证券A级	0.94%	0.14%	1464	2.97%	16.14	5.26%	-0.084	4.90%	-9.15%	13.50%
150265	一带A	0.75%	-0.61%	186	-2.39%	1.39	5.26%	-0.028	5.12%	-9.12%	4.48%
150261	医疗A	0.56%	-0.59%	122	-2.21%	1.62	5.25%	-0.028	5.12%	-9.06%	4.55%
502014	一带一A	1.45%	0.62%	1799	8.00%	1.89	4.96%	-0.006	4.93%	-3.66%	0.87%
150295	改革A	1.32%	-0.59%	805	5.05%	2.20	4.94%	-0.007	4.91%	-3.38%	1.06%
150211	新能源车A	0.67%	0.05%	1641	4.90%	9.99	4.93%	-0.009	4.89%	-3.22%	1.36%
150213	成长A级	0.87%	-0.34%	1191	-1.26%	10.03	4.92%	-0.011	4.86%	-2.95%	1.65%
150219	健康A	3.02%	1.04%	250	-1.09%	4.60	4.89%	-0.138	4.39%	-2.36%	22.03%
150152	创业板A	0.57%	0.10%	2948	0.22%	34.21	4.87%	-0.016	4.80%	-2.11%	2.53%
150148	医药800A	0.89%	-0.13%	149	0.51%	1.39	4.72%	0.003	4.74%	0.90%	-0.49%
150157	金融A	0.68%	-0.22%	219	-0.32%	11.63	4.64%	-0.008	4.60%	2.68%	1.26%
150307	体育A	1.40%	0.19%	650	4.32%	2.34	4.55%	0.008	4.59%	4.53%	-1.17%
150277	高铁A	1.36%	1.08%	2385	20.66%	4.41	4.55%	0.008	4.59%	4.42%	-1.14%
150273	带路A	1.26%	-0.41%	246	-0.08%	1.13	4.55%	0.008	4.59%	4.43%	-1.14%
150173	生物A	0.49%	-0.06%	185	-3.08%	1.72	4.55%	0.008	4.59%	4.54%	-1.17%
150243	创业A	-0.49%	0.25%	159	0.19%	1.16	4.55%	0.007	4.59%	4.56%	-1.17%
150184	环保A	0.91%	0.13%	547	0.47%	3.85	4.55%	0.007	4.59%	4.70%	-1.13%
150200	券商A	1.50%	0.19%	18814	4.34%	93.60	4.55%	0.007	4.58%	4.64%	-1.07%
150205	重组A	1.39%	1.16%	5634	2.81%	38.85	4.55%	0.007	4.58%	4.63%	-1.07%
150207	地产A端	1.29%	-0.44%	1352	0.90%	2.23	4.55%	0.008	4.59%	4.64%	-1.07%
150259	重组A	1.22%	0.01%	120	-0.41%	1.01	4.55%	0.007	4.58%	4.74%	-1.09%
150275	一带一A	1.09%	-0.28%	482	0.52%	5.43	4.55%	0.008	4.59%	4.64%	-1.07%
502049	上证50A	1.21%	-0.36%	144	-0.69%	1.19	4.55%	0.006	4.57%	4.81%	-1.00%
150229	酒A	1.49%	-0.33%	753	-0.42%	1.64	4.55%	0.006	4.57%	4.74%	-0.97%
150209	国企改A	1.39%	-0.36%	10372	16.13%	41.81	4.55%	0.006	4.58%	4.75%	-0.97%
150194	互联网A	1.29%	0.88%	5155	0.22%	43.46	4.55%	0.007	4.58%	4.75%	-0.97%
150329	保险A	1.19%	0.38%	315	5.61%	1.07	4.55%	0.006	4.57%	4.75%	-0.97%
150235	券商A级	0.69%	0.00%	112	-2.44%	3.10	4.55%	0.006	4.57%	4.76%	-0.98%
150186	军工A级	1.63%	0.19%	2527	15.40%	4.39	4.54%	0.006	4.57%	4.94%	-0.95%
150269	白酒A	1.60%	-0.25%	1717	9.41%	4.51	4.54%	0.005	4.57%	4.85%	-0.88%
150177	银行业A	1.40%	-0.31%	53	-0.25%	2.19	4.54%	0.005	4.57%	4.86%	-0.88%
150227	银行A	0.99%	-0.06%	2092	1.45%	25.29	4.54%	0.006	4.57%	4.82%	-0.87%
150315	工业4A	0.79%	-0.55%	243	-2.41%	1.07	4.54%	0.005	4.57%	4.84%	-0.87%
502004	军工A	1.53%	-0.19%	4040	-2.63%	3.87	4.54%	0.005	4.56%	5.01%	-0.87%
502007	国企改A	1.63%	-0.46%	1758	2.23%	2.62	4.54%	0.005	4.56%	5.02%	-0.85%
150051	沪深300A	1.50%	-0.50%	204	-1.97%	1.65	4.54%	0.005	4.56%	4.98%	-0.78%
502011	证券A	0.71%	0.49%	565	1.05%	1.40	4.53%	0.005	4.56%	5.11%	-0.77%
150181	军工A	1.70%	-0.41%	10278	19.84%	31.04	4.53%	0.004	4.55%	5.09%	-0.68%
150018	银华稳进	0.59%	-0.05%	1890	0.78%	32.96	4.53%	0.004	4.55%	5.06%	-0.68%
150217	新能源A	1.48%	-0.41%	788	-2.70%	4.88	4.52%	0.003	4.54%	5.23%	-0.48%
150192	地产A	1.79%	-1.01%	860	-6.23%	2.26	4.51%	0.002	4.52%	5.48%	-0.29%
150169	恒生A	1.59%	-0.10%	486	-2.79%	6.22	4.51%	0.002	4.52%	5.48%	-0.29%
150171	证券A	2.21%	-0.22%	7097	-4.28%	34.52	4.50%	0.000	4.50%	5.85%	0.01%
150203	传媒A	2.10%	-0.65%	1034	-19.19%	2.06	4.48%	-0.002	4.47%	6.25%	0.39%
150100	资源A	1.35%	-0.13%	19	0.21%	1.42	4.40%	-0.013	4.34%	8.16%	2.24%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所



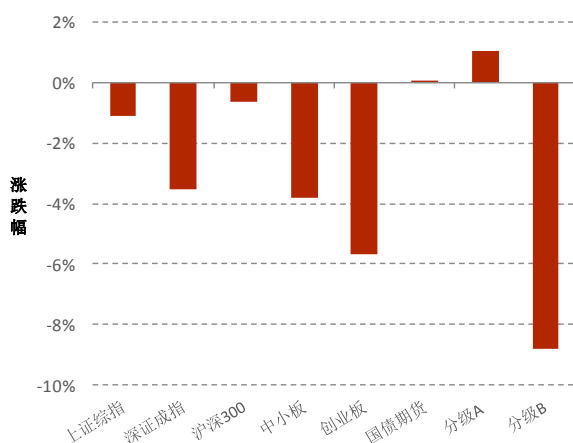
## 5. 分级B市场回顾

上周上证指数下跌 1.11%，上涨最多的行业是建筑材料和电气设备，下跌最多的行业是计算机。

在规模大于 1 亿的分级中，上周涨幅最多的分级 B 是医药 800B，食品 B 和白酒 B，跌幅最多的是体育 B，互联网 B 和国防 B。

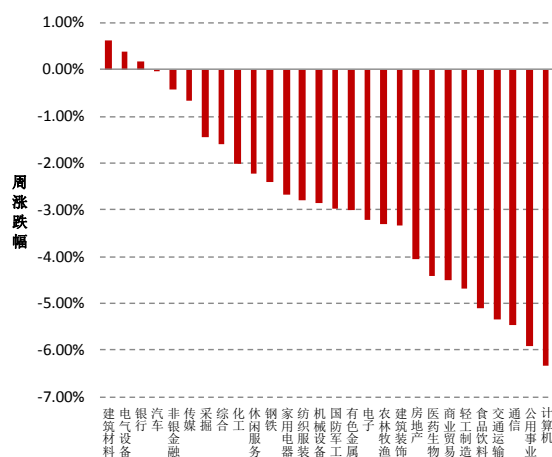
截至上周五溢价最多的分级是军工股 B，国防 B 和高铁 B，离上折最近的是传媒 B，离下折最近的是地产 B 端。杠杆最高的分级是地产 B 端，房地产 B 和一带一 B。

图表 11：市场主要指数和分级基金 AB 表现



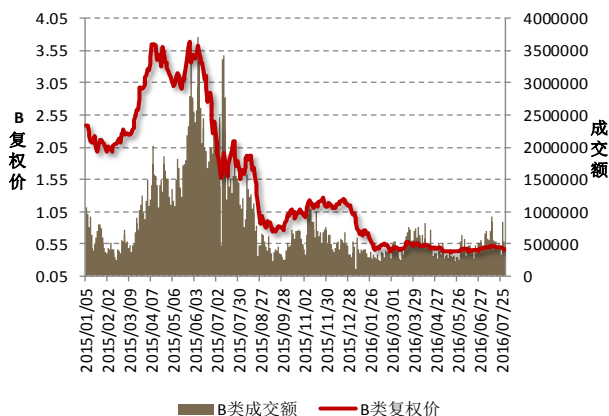
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 12：上周行业表现



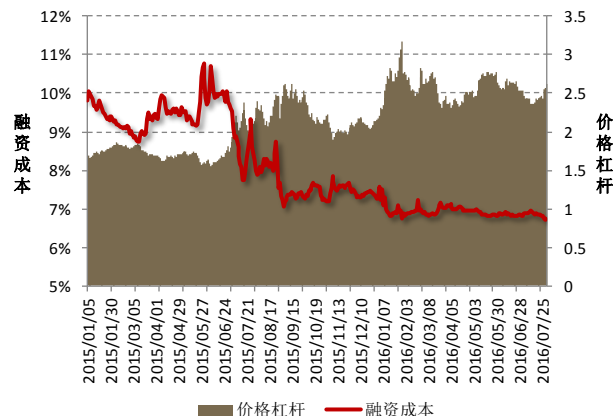
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 13：市场主要指数和分级基金 AB 表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 14：上周行业表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 15：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
150208	地产B端	-10.91%	3.98	6.44%	119.62%	-0.44%	1.48%	2.23	6.03%	-12.97%	地产等权
150118	房地产B	-8.37%	3.64	13.02%	171.55%	-0.14%	-8.33%	16.02	6.83%	40.54%	国证地产
502015	一带-B	-7.24%	3.53	11.05%	107.18%	0.62%	0.00%	1.89	6.52%	13.50%	CSSW丝路
150274	带路B	-5.84%	3.50	11.12%	104.64%	-0.41%	1.45%	1.13	6.01%	-10.68%	一带一路
150276	一带-B	-6.62%	3.50	10.63%	109.79%	-0.28%	1.74%	5.43	6.09%	-10.72%	一带一路
150214	成长B级	-11.13%	3.44	13.70%	169.91%	-0.34%	-5.07%	10.03	6.48%	6.62%	创业成长
150290	煤炭B级	-8.44%	3.42	13.59%	101.88%	0.81%	-4.19%	5.04	6.95%	45.46%	中证煤炭
150278	高铁B	-9.46%	3.28	11.65%	103.25%	1.08%	6.64%	4.41	6.14%	-5.88%	高铁产业
150332	网金融B	-13.05%	3.20	21.42%	82.79%	0.41%	-14.71%	4.71	7.09%	49.57%	互联网金融
150300	银行股B	-0.99%	3.13	17.62%	92.46%	0.33%	-5.07%	3.50	6.98%	34.24%	中证银行
150288	钢铁B	-7.41%	3.10	17.16%	93.55%	0.90%	-2.91%	5.16	7.04%	37.98%	国证钢铁
150195	互联网B	-14.46%	3.10	13.88%	102.16%	0.88%	5.04%	43.46	6.28%	-6.47%	中证移动互联
150131	医药B	-1.83%	3.00	20.32%	86.57%	-0.37%	-7.07%	47.63	6.96%	26.66%	国证医药
150292	银行B份	-0.91%	2.96	20.15%	86.57%	0.19%	-5.40%	1.93	7.01%	29.17%	中证银行
150248	传媒B级	-14.09%	2.91	21.57%	83.67%	-0.58%	-6.86%	2.18	6.96%	25.04%	中证传媒
150201	银行业B	-11.84%	2.89	17.55%	93.55%	0.19%	2.68%	93.60	6.30%	-7.29%	证券公司
150149	医药800B	4.09%	2.83	19.36%	89.16%	-0.13%	0.54%	1.39	6.47%	-1.96%	中证800医药
150206	国防B	-14.29%	2.82	17.57%	93.05%	1.16%	5.54%	38.85	6.38%	-4.68%	中证国防
150308	体育B	-14.76%	2.79	19.05%	89.87%	0.19%	2.72%	2.34	6.34%	-6.77%	中证体育
150222	中航军B	-12.82%	2.76	32.05%	58.39%	1.06%	-19.84%	30.28	7.27%	39.18%	军工指数
150296	改革B	-4.55%	2.66	24.37%	73.09%	-0.59%	-3.18%	2.20	6.54%	4.39%	国企改革
150336	军工股B	-12.79%	2.62	23.48%	78.78%	1.73%	-0.47%	1.36	7.28%	30.72%	中证军工
150220	健康B	-3.50%	2.61	36.20%	48.96%	1.04%	-21.14%	4.60	6.78%	7.15%	健康产业
150304	创业股B	-13.49%	2.60	24.57%	76.24%	0.99%	-2.14%	2.89	7.23%	27.07%	创业板50
150210	国企改革B	-4.36%	2.56	24.02%	78.36%	-0.36%	0.61%	41.81	6.40%	-7.34%	国企改革
150228	银行B	-0.60%	2.55	23.99%	77.73%	-0.06%	1.22%	25.29	6.40%	-6.77%	中证银行
150199	食品B	3.88%	2.53	27.36%	70.09%	0.18%	-5.00%	4.99	7.17%	20.21%	国证食品
150218	新能源B	-12.19%	2.53	25.06%	75.23%	-0.41%	-0.29%	4.88	6.37%	-7.91%	国证新能
150174	TMT中证B	-11.70%	2.42	26.30%	73.01%	-0.06%	1.56%	1.72	6.50%	-5.92%	中证TMT
150158	金融B	-2.85%	2.39	28.79%	67.04%	-0.22%	-2.22%	11.63	6.59%	-3.99%	中证800金融
150322	煤炭B基	-4.04%	2.31	41.11%	36.74%	-0.09%	-17.53%	1.30	7.20%	20.46%	中证煤炭
502008	国企改革B	-3.15%	2.31	29.20%	69.19%	-0.46%	0.04%	2.62	6.63%	-6.78%	国企改革
150230	酒B	-2.12%	2.31	29.28%	65.75%	-0.33%	0.51%	1.64	6.54%	-6.23%	中证酒
150212	新能源车B	-12.18%	2.30	30.53%	62.69%	0.05%	-1.60%	9.99	6.56%	4.68%	CS新能源车
150224	证券B级	-8.73%	2.26	38.83%	42.59%	0.14%	-12.84%	16.14	7.30%	15.03%	证券公司
150193	地产B	-5.67%	2.25	31.91%	60.09%	-1.01%	-1.89%	2.26	6.51%	-7.98%	中证800地产
150019	银华锐进	-5.96%	2.24	30.65%	117.39%	-0.05%	0.74%	32.96	6.61%	-5.76%	深证100
150330	保险B	-2.81%	2.22	30.62%	62.87%	0.38%	1.96%	1.07	6.64%	-4.50%	保险主题
150185	环保B	-6.59%	2.17	31.80%	62.73%	0.13%	1.65%	3.85	6.79%	-4.74%	中证环保
150153	创业板B	-10.64%	2.16	34.74%	53.06%	0.10%	-2.58%	34.21	7.02%	2.81%	创业板指
150260	重组B	-4.87%	2.16	32.27%	61.66%	0.01%	1.32%	1.01	6.79%	-4.96%	CSWD并购
150170	恒生B	-2.39%	2.14	33.73%	55.93%	-0.10%	0.11%	6.22	7.12%	-5.77%	恒生指数
150236	券商B级	-7.46%	2.12	33.59%	56.25%	0.00%	1.12%	3.10	6.74%	-4.85%	证券公司
150187	军工B级	-12.61%	2.07	34.51%	57.12%	0.19%	1.44%	4.39	6.92%	-4.46%	中证军工
150316	工业4B	-9.83%	2.05	36.43%	49.11%	-0.55%	-0.20%	1.07	6.75%	-5.59%	工业4.0
150266	一带B	-2.62%	2.04	39.99%	40.98%	-0.61%	-5.44%	1.39	7.46%	9.99%	一带一路
150270	白酒B	0.40%	2.03	36.67%	48.66%	-0.25%	0.40%	4.51	6.80%	-4.98%	中证白酒
150244	创业B	-8.62%	2.01	36.43%	49.70%	0.25%	1.73%	1.16	6.90%	-3.78%	创业板指
150262	医疗B	-7.66%	1.99	41.51%	37.38%	-0.59%	-5.14%	1.62	7.51%	9.39%	中证医疗
150197	有色B	-9.79%	1.91	43.46%	32.39%	-0.09%	-3.79%	5.68	7.67%	9.88%	国证有色
502050	上证50B	-2.00%	1.90	40.94%	40.28%	-0.36%	0.22%	1.19	6.99%	-4.54%	上证50
150172	生物B	-8.55%	1.87	42.38%	36.44%	-0.22%	-0.41%	34.52	7.03%	-4.93%	证券公司
150101	资源B	-6.70%	1.87	43.64%	76.68%	-0.13%	-2.10%	1.42	6.90%	-6.35%	A股资源
150052	沪深300B	-2.21%	1.86	42.71%	35.01%	-0.50%	-0.25%	1.64706	7.03%	-4.71%	沪深300
150182	军工B	-12.01%	1.86	42.65%	35.26%	-0.41%	-0.17%	31.04	7.04%	-4.64%	中证军工
150178	证保B	-4.73%	1.82	43.84%	32.04%	-0.31%	0.16%	2.19	7.10%	-4.16%	中证800证保
502005	军工B	-10.92%	1.82	43.63%	35.00%	-0.19%	0.37%	3.87	7.22%	-4.05%	中证军工
150204	传媒B	-9.33%	1.81	45.34%	29.31%	-0.65%	-1.46%	2.06	7.07%	-5.53%	中证传媒
502012	证券B	-6.75%	1.77	44.45%	33.04%	0.49%	1.49%	1.40	7.37%	-2.86%	证券公司

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

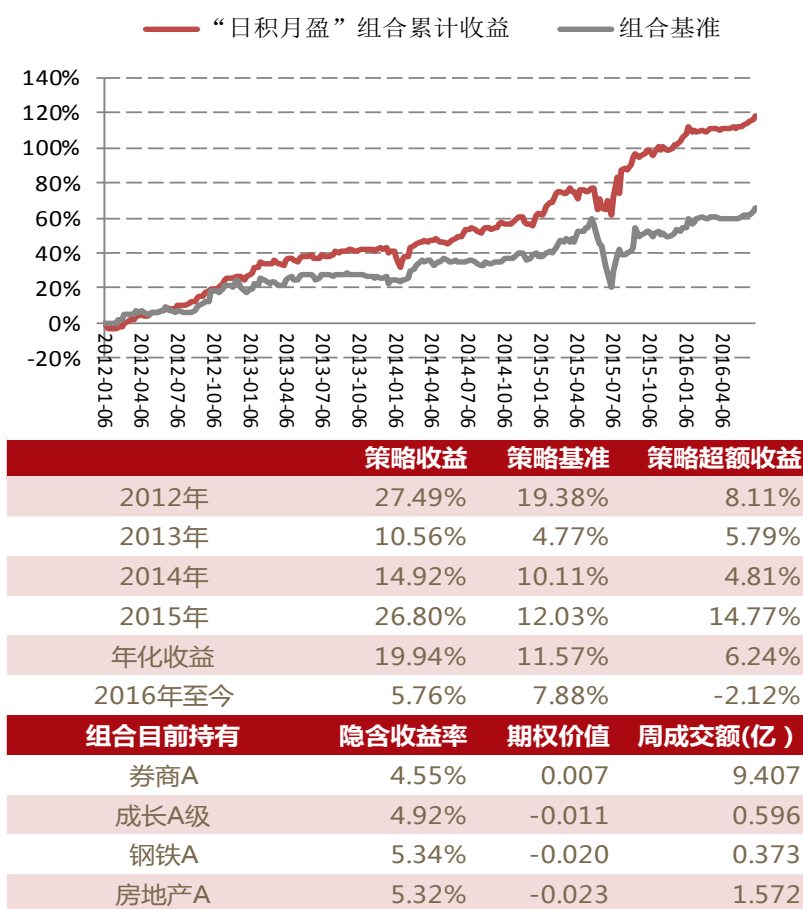
## 6. “日积月盈”分级 A 组合策略

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。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经行度量，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。

上周组合收益率为 0.97%。本周调出成长 A 级，调入高铁 A（150277），组合目前持有券商 A（150200）、高铁 A（150277）、钢铁 A（150287）、房地产 A（150117）。

图表 16：“日积月盈”组合收益



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

感谢香港中文大学实习生朱定豪对本文的贡献。

## 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