

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
2015.08.29

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

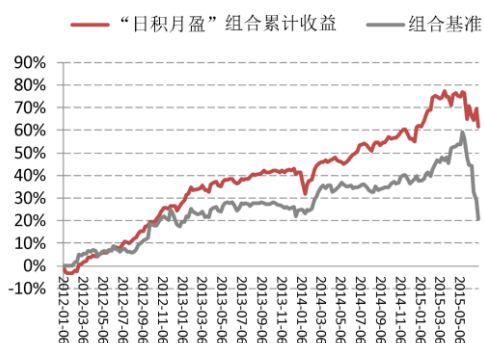
联系人：陶勤英
TEL: 021- 58435536
Email: taoqinying@foundersc.com

联系人：李 杨
TEL: 021-68371099
Email: jgliyang@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》
《分级基金溢价套利收益全透视》
《分级基金综合选择全解析》

“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：分级 B 下折逃生术

分级 B 下折损失由高杠杆带来的损失+ A 下折超额收益两部分构成，前者是下折亏损最主要的因素。对冲前者的风险，需要采取空股指期货等措施，对冲风险；后者可以通过买分级 A 进行对冲，不过由于承担净值波动风险，实际上买 A 对冲该风险意义不大。

处理临近下折且整体大幅溢价的 B 最好的策略就是卖出，一切妄图通过买 A 合并/不合并，赎回/不赎回的策略均不能大幅减小损失。因为主要损失来源于高杠杆带来的净值大幅下降，并非分级 A 下折获得的超额收益。

从止损的角度看，上交所赎回 T+0 制度比深交所赎回 T+1 效率更高，持有 B 的投资者可以通过买 A 合并实现以当日净值赎回，持有母基遭遇跌停的投资者也可以当日赎回，变相实现卖出。

➤ 分级 A 投资策略：

本周大量分级倒在黎明前，触发下折。受此影响，分级 A 整体大涨 2.93%；分级 A 整体规模缩水，总份额降至 700 亿份左右。由于降息+下折影响，目前隐含收益率跌至 5.38%。目前隐含收益率过低，A 对于配置型投资者而言性价比不高。期权价值会压制 A 上涨空间，A 相对于债券没有比较优势。不过，A 短期交易型机会仍值得关注。

➤ 分级 B 投资策略：

上周股市 V 型反转，全周上证综指下跌 7.85%。分级方面，数十只分级触发下折，创业板 B、证券 B、国企改 B 等巨无霸型分级陆续触发下折，对整体规模影响重大。对后市乐观的投资者建议投资离下折较远的分级 B 赌反弹，目前市场波动率较大，离下折较近的 B 仍比较危险。

➤ “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”。本策略上周组合收益率为 1.51%，组合目前持有证券股 A(150301)、银行 A 份(150291)、新能车 A(150211)、国企改 A(150209)。

目 录

1. 本周思考：临近下折的 B 如何逃生？	4
1.1 什么导致分级 B 下折的损失？	4
1.2 B 即将触发下折时的止损策略	4
3. 分级 A 投资策略	8
4.1 分级 A 大涨	8
4.2 配对转换套利机会频现	9
4.3 期权价值影响较大	11
5. 分级 B 投资策略	13
6. “日积月盈” 分级 A 组合策略	15

图表目录

图表 1: 分级 B 下折损失拆分	4
图表 2: 分级 B 下折分析 (假设分级 A 折价 5%, 整体溢价 10%)	5
图表 3: 分级基金成交额与规模	7
图表 4: 分级基金 A 产品结构	8
图表 5: 分级 A 净价与国债期货	9
图表 6: 分级 A 净价与资金面	9
图表 7: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率	9
图表 8: 分级 A 净价与母基折溢价率	10
图表 9: 母基金折价率 (A 份额大于 2 亿)	10
图表 10: 不同条款产品隐含收益率走势	11
图表 11: 市场期权价值走势	11
图表 12: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿)	12
图表 13: 市场主要指数和分级基金 AB 表现	13
图表 14: 上周行业表现	13
图表 15: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿)	14
图表 16: “日积月盈”组合收益	16

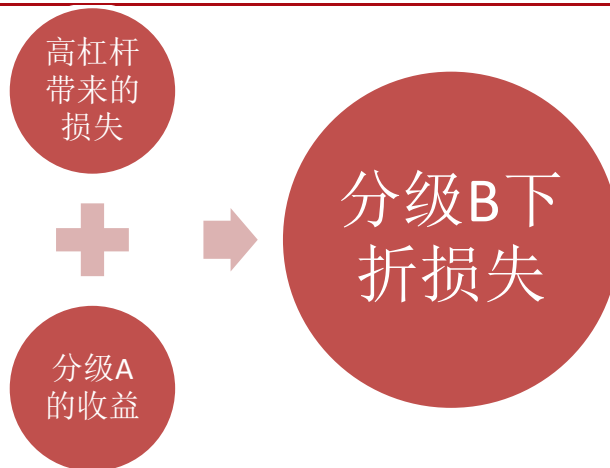
1. 本周思考：临近下折的 B 如何逃生？

自 6 月份股市进入调整期以来，掀起一波又一波的“下折潮”。上周，创业板 B、证券 B、国企改 B 相继触发下折，B 类投资者严重亏损。在之前的报告中，我们研究了下折对分级基金的影响，A 的期权价值如何得以体现，分级 B 下折的“实现杠杆”远大于预期等特点。本周专题我们关注什么导致分级 B 下折的损失？在 B 类投资者在预计要触发下折的情况下有什么有效的止损策略。

1.1 什么导致分级 B 下折的损失？

方正金工认为，分级 B 下折亏损的主要部分是高杠杆带来的损失，在大跌行情中，由于涨跌停板的限制分级 B 往往达不到应有的跌幅，导致整体溢价。若此时分级 B 净值触发下折阈值，分级 B 持有者一次性付清之前“欠下的债”，下折一小部分亏损则是为分级 A 的超额收益买单。

图表 1：分级 B 下折损失拆分



数据来源：Wind, 方正证券研究所

1.2 B 即将触发下折时的止损策略

在预计分级 B 于今天即将触发下折时，市场上常被讨论的有以下三种止损策略，我们逐一解析其损益：

1.2.1 直接卖出分级 B

最简单又有效的方法就是卖掉分级 B，这种操作可以使得损失最小化。由于临近下折 B 杠杆较高，净值跌幅会达到 20%，在这种情况下，B 发生来不及跌停现象，溢价达 50%~200%+。即使跌停板出货也是“有利可图”。

典型的例子就是 7 月 9 日，股市大反弹，在 7 月 8 日已经触发下折的 B 也被打开。这对于接盘侠来说是悲剧，对于卖出 B 的投资者来说大大减小了损失。

一般情况下，市场上非理性的投资者有限，快触发下折且溢价的分级 B 常常跌停卖不掉，能成功找到接盘侠的机会不多。

1.2.2 买入分级 A

第二种常被讨论的方法是买入对应比例的分级 A，投资者期望通过买入分级 A，通过同时持有“A”、“B”份额参与下折，来对冲 B 参与下折的损失。**事实上，这种策略是无效的。**这是因为分级 B 下折的损失主要来源于高杠杆，这部分风险买 A 无法对冲。其次，通过买 A 参与下折，A 要额外承担母基金净值波动的损失，A 自身都可能亏损，无法起到有效的对冲作用。看起来亏损率下降了，只是本金变大摊薄亏损的结果。

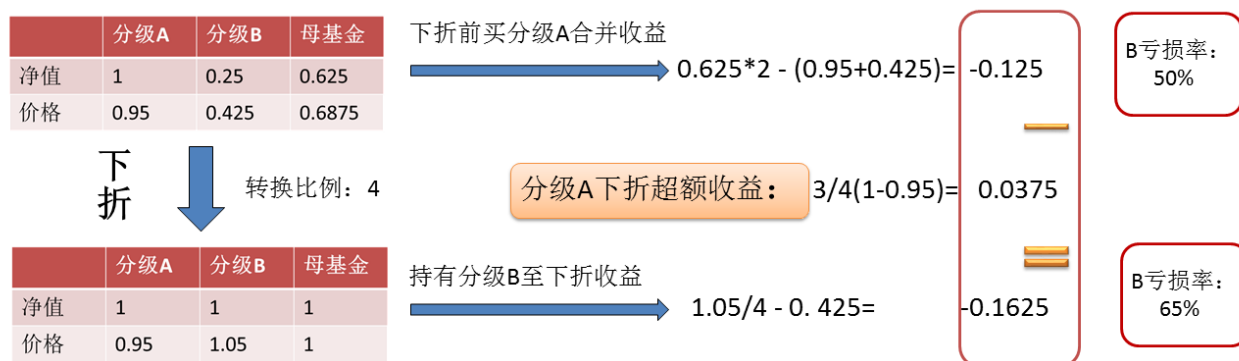
1.2.3 买入分级 A 合并

第三种方法是买入分级 A 合并成母基金，事实上这相当于主动触发一次下折，与买入分级 A 不合并效果几乎等同，也是无效的。同时与买入分级 A 一样，由于没有赎回，参与下折，还要承担净值波动。

我们假设下折前后分级 A 净值及价格不变，由下图知，下折前买入分级 A 合并亏损 0.125，而持有分级 B 至下折之后亏损 0.1625，而分级 A 超额收益为 0.0375，即持有分级 B 至下折的亏损等于下折前买入分级 A 合并为母基金的损失减去分级 A 的超额收益，这与前述吻合；

根据母基溢价 10% 的假设，通过买 A 合并 B 亏损率从 65% 降至 50%，一定程度上可以减小损失。但是，由于下折需要承担母基金净值波动风险，所以实际上两者亏损额度相差不多。

图表 2：分级 B 下折分析（假设分级 A 折价 5%，整体溢价 10%）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

1.2.4 买入分级 A 合并赎回

买入分级 A 合并赎回是被提及的第四种策略，其中上交所和深交所又有所不同。

深交所如果 T 日 B 跌停，那么买入 A 合并 T+1 日才能以 T+1 日净值赎回。换言之，除非预计 T+1 日 B 继续跌停，不然还是等 T+1 日卖出更优。不过对于临近下折的 B 而言，如果对后市悲观又不能二级市场卖出 B，买 A 合并赎回是一个可以考虑的**止损策略**。

上交所如果 T 日 B 跌停，那么买入 A 合并能以当日净值赎回，**止损策略更高效**。如果 T 日母基跌停，对 T+1 日又较为悲观，可以

直接申请赎回进行止损。因此，上交所高效赎回机制可能会引发巨额赎回。

值得注意的是，如果预计今日触发下折，那么今日买 A 合并赎回则不能奏效，因为触发下折的第二天母基暂停申购赎回。买入分级 A 合并赎回也相当于主动触发了一次下折，B 较高的溢价将直接亏损。不过，这个策略的优点在于及时止损，且不用承担参与下折的净值波动风险。

1.3 总结

分级 B 下折的损失主要由高杠杆带来的损失+下折 A 的额外收益两部分构成，其中前者是下折亏损最主要的因素。对冲前者的风险，需要采取空股指期货空等措施；后者可以通过买分级 A 进行对冲，不过由于承担净值波动风险，实际上对冲该风险意义不大。

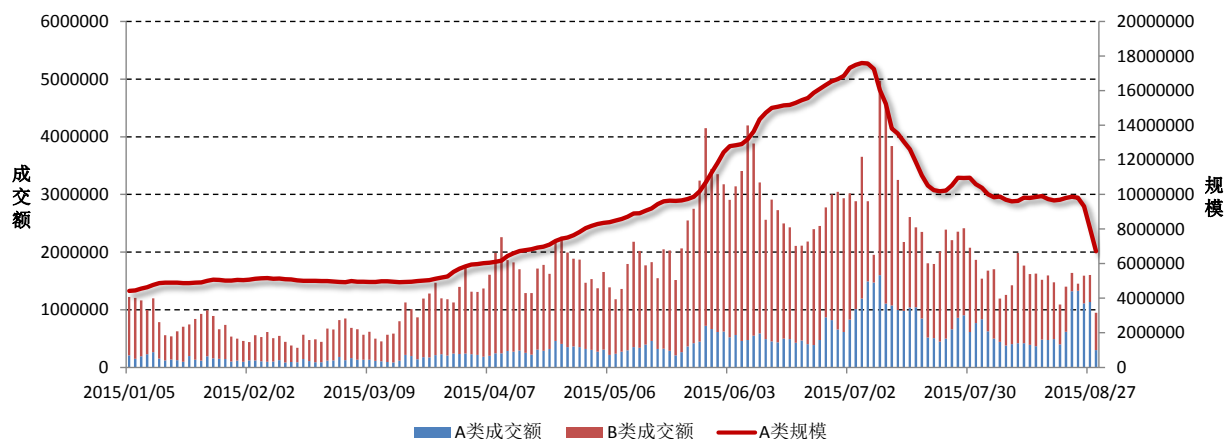
其次，持有 AB 参与下折，与买 A 合并两者效力几乎等同。高溢价的 B，买 A 合并等于主动触发一次下折，损失所有溢价，故并不存在所谓的买 A 能“对冲”B 下折风险。

最后，上交所赎回 T+0 比深交所赎回 T+1 效率更高，持有 B 可以通过买 A 合并实现以当日净值赎回，止损效率更高。

综上，处理临近下折且整体大幅溢价的 B 最好的策略就是卖出，一切妄图通过买 A 合并/不合并，赎回/不赎回的策略均不能大幅减小损失。损失来自于高杠杆带来的净值大幅下降，并非分级 A 下折获得的超额收益。

上周永续分级 A 平均上涨 2.93%，分级 B 平均下跌-1.10%。由于大量下折，分级份额本周骤减，成交缩量。

图表 3：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

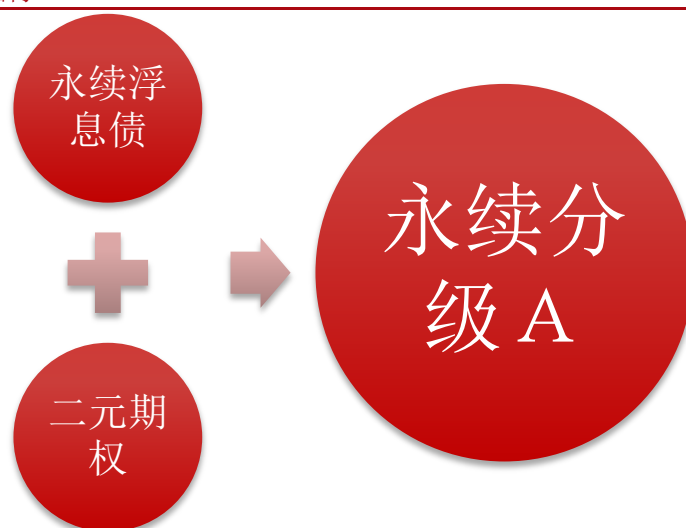
证监会表示考虑到分级基金机制较为复杂，普通投资者不易理解，且前期出现了一些新情况、新问题，为此，证监会暂缓了此类产品的注册工作。截至目前，下周没有新分级上市。

3. 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+二年期权,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 隐含的二年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 4: 分级基金 A 产品结构



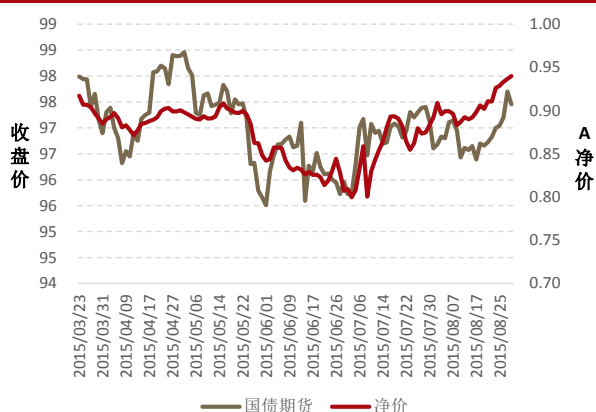
数据来源: 方正证券研究所

4.1 分级 A 大涨

本周股市上演 V 型反转,大量分级倒在黎明前,触发下折。受此影响,分级 A 整体大涨 2.93%;分级 A 整体规模缩水,总份额降至 700 亿份左右。由于降息+下折影响,目前隐含收益率跌至 5.38%。

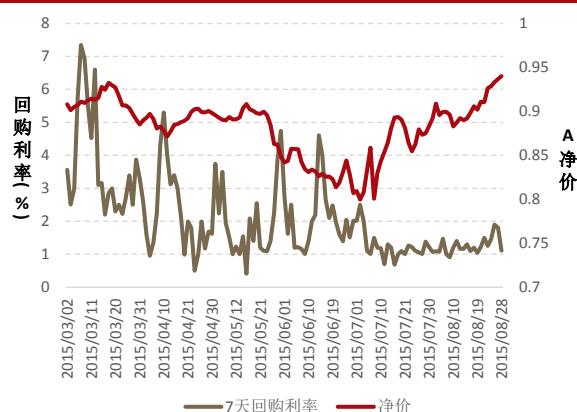
由于隐含收益率过低,A 对于配置型投资者而言性价比不高。期权价值会压制 A 上涨空间,A 相对于债券没有比较优势。不过,A 短期交易型机会仍值得关注。近期市场暴涨暴跌,分级产品出现不少定价错误,整体套利机会也频频出现,A 交易型机会不容错过。

图表 5：分级 A 净价与国债期货



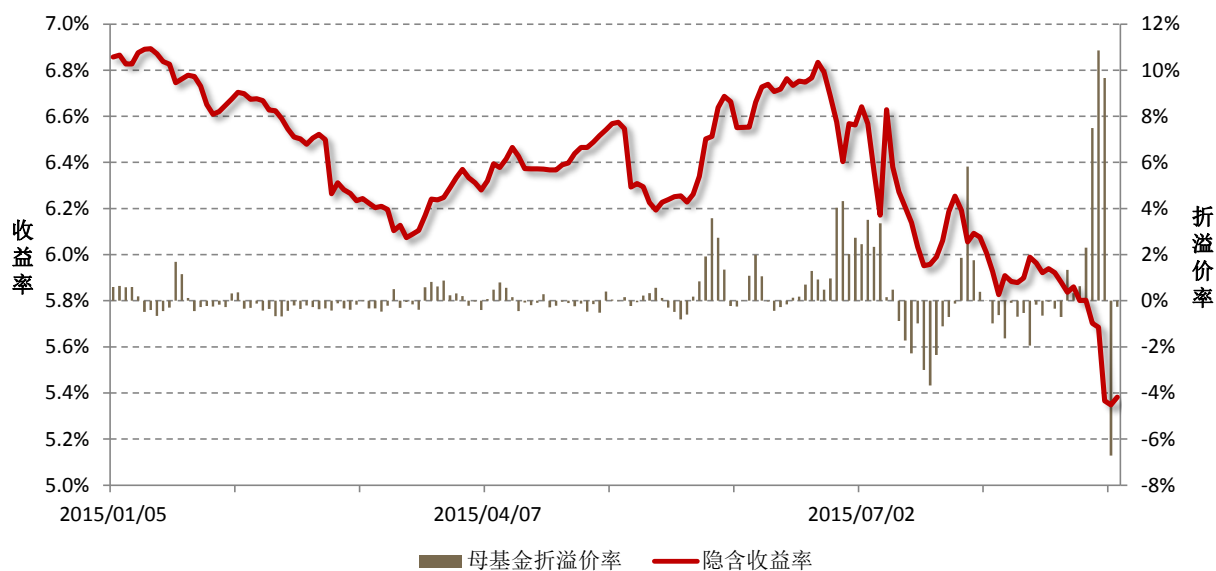
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 6：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 7：分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率



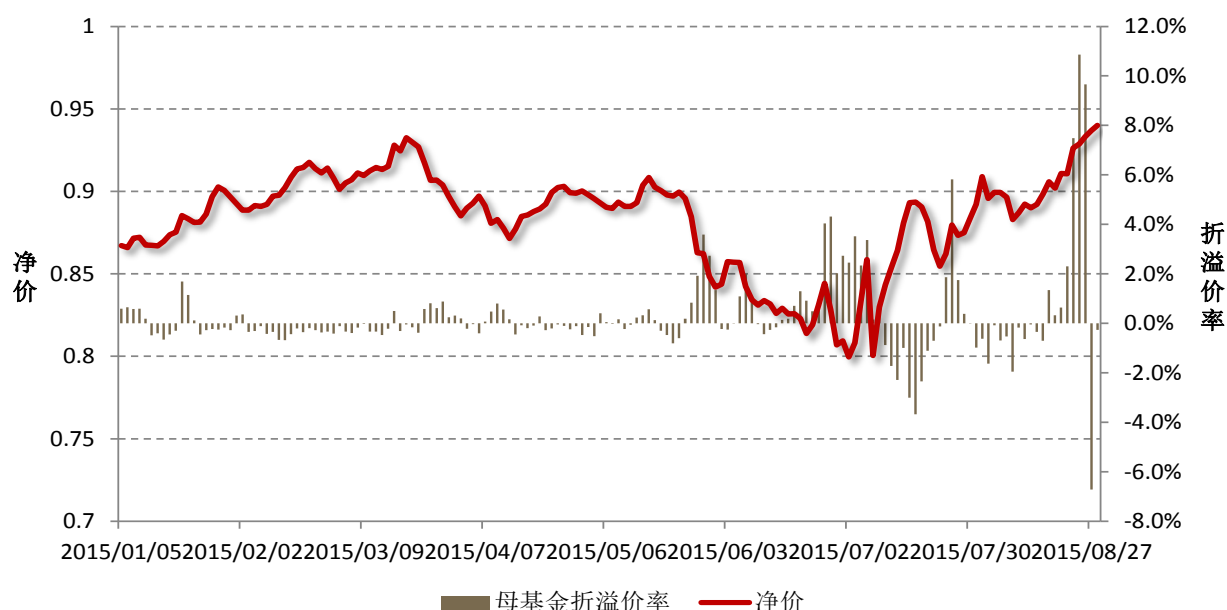
数据来源：方正证券研究所

4.2 配对转换套利机会频现

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。

上周一股市 V 型反转，部分 B 由“来不及跌停”到“来不及涨停”，套利机会频现。我们重点关注了上交所分级，从周一到周三，连续出现了多次母基跌停的情况，然而并没有出现前期市场担心的巨额赎回。尽管如此，上交所 T+0 高效赎回的机制理论上仍可能引发巨赎，我们将持续关注。

图表 8：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 9：母基金折溢价率（A 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						
160630	鹏华国防	5.44%	160930	17122	26.46	0.41%
161812	银华100	4.13%	74971	27964	23.47	12.75%
164705	添富恒生	0.86%	35925	4554	7.50	-18.22%
162412	医疗分级	0.83%	1453	2222	2.70	-1.43%
161024	富国军工	0.59%	308480	77412	86.42	3.31%
164905	交银新能	0.59%	9080	2702	3.27	-2.35%
161025	富国互联	0.37%	52265	7876	10.01	-3.43%
164402	中航军工	0.05%	50829	20530	34.51	-8.03%
160629	鹏华传媒	0.00%	23825	515	4.33	-3.90%
161026	富国企改革	0.00%	1377258	21025	169.54	-5.41%
母基金溢价率后十名						
160219	国泰医药	-2.39%	63432	21918	39.96	14.16%
163113	申万证券	-2.43%	727698	5875	11.56	-89.61%
160625	鹏华证保	-3.10%	179666	1805	3.71	-84.75%
168201	一带一路	-3.21%	13193	6588	8.89	-1.02%
160136	改革基金	-3.39%	10544	3858	2.71	-3.27%
161720	券商分级	-3.47%	205039	1899	3.26	-88.88%
502006	国企改革	-3.88%	273385	2776	3.88	-84.93%
163114	申万环保	-4.07%	9644	5857	5.26	-9.92%
161123	重组分级	-4.71%	5436	1936	2.87	-4.81%
167503	一带分级	-4.90%	4681	3068	4.95	-0.56%

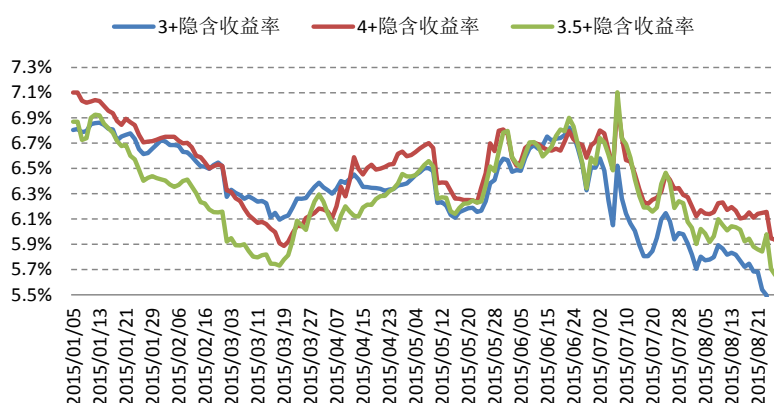
数据来源：Wind, 方正证券研究所

4.3 期权价值影响较大

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。

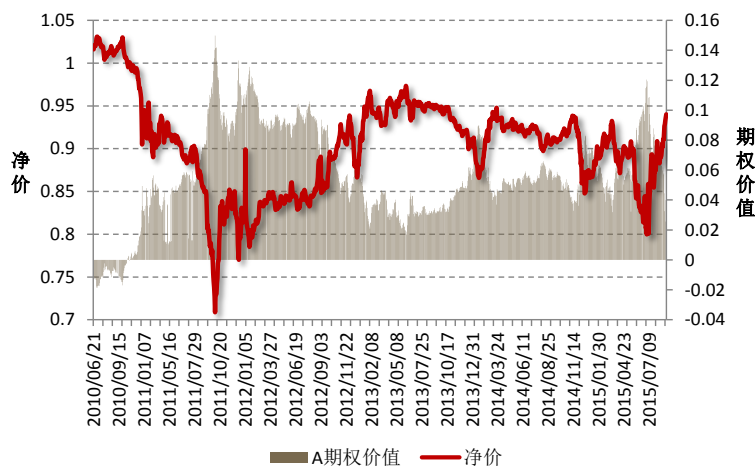
由于不少分级临近下折，不同期权价值的产品的隐含收益率差距继续保持，期权价值对于分级A定价的影响较为显著。

图表 10：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 11：市场期权价值走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图 表 12：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
150221	中航军A	0.98%	0.05%	10166	-8.03%	34.51	6.11%	-0.062	5.79%	-11.69%	10.09%
150123	建信50A	0.19%	-1.37%	843	-3.53%	2.43	6.05%	-0.017	5.95%	-10.67%	3.08%
150299	银行股A	0.82%	-0.70%	482	-3.15%	1.99	5.95%	0.023	6.10%	-9.45%	-3.34%
150196	有色A	-2.40%	-1.39%	3971	-3.33%	5.18	5.95%	0.020	6.08%	-9.44%	-3.29%
150291	银行A份	0.92%	-1.50%	1832	-15.20%	1.98	5.95%	0.022	6.08%	-9.36%	-3.25%
150223	证券A级	4.17%	-0.30%	38613	-68.97%	11.90	5.93%	-0.007	5.90%	-9.30%	1.10%
150190	NCF环保A	-0.40%	-0.27%	1375	-1.49%	5.14	5.93%	0.020	6.05%	-8.99%	-2.92%
150261	医疗A	-1.71%	0.83%	291	-1.43%	2.70	5.92%	0.019	6.04%	-9.08%	-2.92%
150301	证券股A	0.64%	-2.40%	12782	-78.74%	1.56	5.91%	0.017	6.02%	-8.97%	-2.75%
150265	一带A	-0.71%	-3.21%	2639	-1.02%	8.89	5.89%	0.015	5.99%	-8.61%	-2.39%
150130	医药A	0.50%	-2.39%	12686	14.16%	39.96	5.87%	0.014	5.96%	-8.20%	-2.07%
150247	传媒A级	0.71%	-1.36%	541	-2.52%	1.18	5.83%	0.009	5.88%	-7.62%	-1.36%
150198	食品A	0.50%	-1.64%	1909	-5.95%	9.74	5.82%	0.008	5.87%	-7.39%	-1.16%
150117	房地产A	1.40%	-2.03%	1157	-2.19%	10.71	5.79%	0.005	5.82%	-6.96%	-0.74%
150219	健康A	2.58%	-0.30%	827	-5.40%	6.53	5.74%	-0.053	5.47%	-6.09%	8.67%
150211	新能源车A	1.06%	-0.90%	2845	-1.93%	10.10	5.68%	0.049	6.00%	-5.14%	-7.41%
150295	改革A	-0.64%	-3.39%	2109	-3.27%	2.71	5.66%	0.044	5.95%	-4.92%	-7.23%
150152	创业板A	-1.44%	-1.21%	79137	-74.42%	16.35	5.65%	0.043	5.93%	-4.76%	-7.10%
150169	恒生A	2.46%	0.86%	7185	-18.22%	7.50	5.40%	0.073	5.88%	-0.28%	-11.57%
150018	银华稳进	1.44%	4.13%	14994	12.75%	23.47	5.39%	0.071	5.86%	-0.17%	-11.48%
150148	医药800A	2.95%	-3.37%	768	-8.36%	1.39	5.37%	0.051	5.69%	0.13%	-7.73%
150028	中证500A	4.12%	-0.45%	10713	-4.38%	6.41	5.37%	0.000	5.37%	0.24%	-7.69%
150150	有色800A	-3.61%	-2.17%	193	-0.32%	1.22	5.34%	0.046	5.62%	0.78%	-7.24%
150181	军工A	2.59%	0.59%	61696	3.31%	86.42	5.32%	0.068	5.76%	1.16%	-10.50%
150241	银行A级	3.62%	-1.24%	1566	-13.84%	1.78	5.30%	0.066	5.71%	1.60%	-10.12%
150277	高铁A	2.72%	-1.52%	1109	6.39%	1.93	5.28%	0.064	5.69%	1.84%	-10.02%
150315	工业4A	-1.22%	-3.37%	10224	-77.17%	1.50	5.28%	0.061	5.67%	1.86%	-10.09%
150186	SW军工A	2.38%	-2.09%	8153	2.69%	6.10	5.28%	0.061	5.67%	1.86%	-10.04%
502049	上证50A	1.99%	-1.62%	20250	-81.91%	2.05	5.28%	0.060	5.66%	1.94%	-10.03%
150171	证券A	-1.42%	-2.43%	145540	-89.61%	11.56	5.28%	0.060	5.66%	1.94%	-10.03%
502007	国企改A	0.30%	-3.88%	54677	-84.93%	3.88	5.28%	0.060	5.66%	1.94%	-10.03%
150200	券商A	1.87%	-3.47%	41008	-88.88%	3.26	5.28%	0.060	5.65%	1.97%	-10.00%
150177	银行业A	-1.17%	-3.10%	35933	-84.75%	3.71	5.27%	0.060	5.65%	2.09%	-9.90%
150173	生物A	2.94%	0.00%	1661	0.13%	2.34	5.26%	0.062	5.65%	2.29%	-9.62%
150205	重组A	4.05%	5.44%	32186	0.41%	26.46	5.24%	0.063	5.64%	2.60%	-9.23%
150194	互联网A	3.39%	0.37%	10453	-3.43%	10.01	5.24%	0.061	5.62%	2.63%	-9.33%
150184	环保A	1.55%	-4.07%	1929	-9.92%	5.26	5.23%	0.056	5.58%	2.84%	-9.15%
150259	重组A	2.68%	-4.71%	1087	-4.81%	2.87	5.22%	0.055	5.55%	3.14%	-8.88%
150157	金融A	3.55%	-1.27%	4898	-6.52%	21.66	5.21%	0.031	5.39%	3.15%	-4.80%
150217	新能源A	4.94%	0.59%	1816	-2.35%	3.27	5.21%	0.059	5.57%	3.25%	-8.60%
150275	一带一A	-0.11%	-4.90%	936	-0.56%	4.95	5.21%	0.056	5.55%	3.31%	-8.74%
150231	电子A	0.65%	-0.70%	1688	-35.81%	1.23	5.20%	0.061	5.58%	3.36%	-8.60%
150227	银行A	5.30%	-1.06%	31698	-14.75%	42.28	5.20%	0.057	5.55%	3.37%	-8.53%
150269	白酒A	4.27%	-2.06%	1594	-10.53%	1.14	5.20%	0.058	5.56%	3.39%	-8.58%
150215	TMTA	3.19%	1.44%	938	-0.93%	1.85	5.20%	0.059	5.56%	3.41%	-8.45%
150283	SW医药A	4.64%	-1.91%	1344	-16.15%	1.97	5.20%	0.054	5.53%	3.51%	-8.52%
150229	酒A	5.43%	-2.24%	2176	-4.62%	1.97	5.20%	0.057	5.54%	3.49%	-8.45%
150051	沪深300A	4.35%	-1.18%	7356	-4.61%	5.11	5.20%	0.059	5.55%	3.48%	-8.42%
150235	券商A级	0.97%	-0.45%	5634	-37.13%	3.06	5.18%	0.059	5.54%	3.83%	-8.16%
150100	资源A	0.63%	-1.87%	98	-0.09%	2.01	5.12%	0.041	5.36%	4.83%	-7.03%
150209	国企改A	5.74%	0.00%	275452	-5.41%	169.54	5.05%	0.036	5.26%	6.51%	-6.00%
150203	传媒A	6.47%	0.00%	4765	-3.90%	4.33	4.97%	0.027	5.12%	8.21%	-4.50%

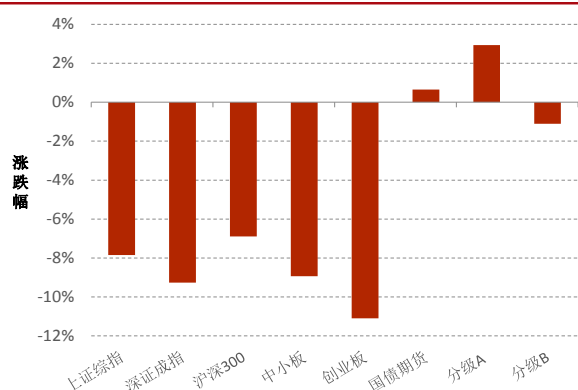
数据来源：Wind, 方正证券研究所

5. 分级 B 投资策略

上周股市 V 型反转, 全周上证综指下跌 7.85%, 其中银行、食品饮料跌幅相对较小。分级方面, 数十只分级触发下折, 创业板 B、证券 B、国企改 B 等巨无霸型分级陆续触发下折, 对整体规模影响重大。

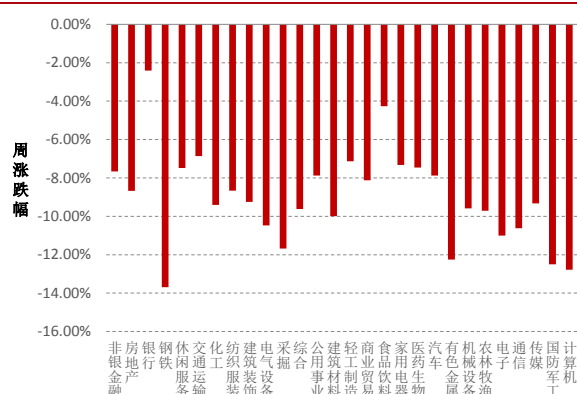
对后市乐观的投资者建议投资离下折较远的分级 B 赌反弹, 目前市场波动率较大, 离下折较近的 B 仍比较危险。

图表 13: 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 14: 上周行业表现



数据来源: Wind, 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 率	B溢价率	规模 (亿)	融资成本	高估比率	跟踪指数
150236	券商B级	-4.08%	3.35	5.45%	123.88%	-0.45%	23.84%	3.06	6.79%	-9.18%	中证全指证券公司
150118	房地产B	-27.71%	3.18	16.61%	162.12%	-2.03%	-4.65%	10.71	7.28%	10.34%	国证地产
150232	电子B	-5.00%	3.06	9.22%	115.24%	-0.70%	20.48%	1.23	6.88%	-8.05%	申万电子
150199	食品B	-18.87%	3.05	17.38%	95.67%	-1.64%	-2.59%	9.74	7.40%	12.27%	国证食品
150191	NCF环保B	-27.82%	2.98	15.27%	99.20%	-0.27%	5.42%	5.14	7.59%	22.93%	中证环保
150052	沪深300B	-28.99%	2.94	11.86%	108.04%	-1.18%	16.39%	5.11	6.84%	-8.99%	沪深300
150292	银行B份	-11.83%	2.90	17.54%	95.57%	-1.50%	1.93%	1.98	7.58%	17.39%	中证银行
150300	银行股B	-15.65%	2.89	16.50%	98.20%	-0.70%	4.66%	1.99	7.67%	21.25%	中证银行
150131	医药B	-27.13%	2.79	21.58%	84.64%	-2.39%	-2.93%	39.96	7.42%	9.54%	国证医药
150216	重组B	-36.75%	2.77	11.22%	109.15%	1.44%	26.06%	1.85	7.06%	-1.96%	TMT50
150270	白酒B	-23.50%	2.74	16.18%	98.94%	-2.06%	11.34%	1.14	6.88%	-10.05%	中证白酒
150149	医药800B	-27.57%	2.64	20.70%	87.03%	-3.37%	4.30%	1.39	6.93%	-8.35%	中证800医药
150230	酒B	-26.00%	2.63	18.82%	92.06%	-2.24%	9.38%	1.97	6.88%	-10.04%	中证酒
150218	新能源B	-28.93%	2.54	16.69%	96.34%	0.59%	19.21%	3.27	7.14%	-3.28%	国证新能
150266	一带B	-27.27%	2.52	26.86%	74.83%	-3.21%	-4.23%	8.89	7.57%	5.82%	一带一路
150029	中证500B	-28.67%	2.52	11.10%	#	-0.45%	12.84%	6.41	7.27%	-1.47%	中证500
150248	传媒B级	-26.73%	2.48	26.23%	75.83%	-1.36%	-1.36%	1.18	7.66%	9.36%	中证传媒
150262	医疗B	-27.83%	2.45	22.77%	84.12%	0.83%	6.92%	2.70	8.02%	20.15%	中证医疗
150228	银行B	-12.06%	2.45	20.92%	86.80%	-1.06%	11.95%	42.28	7.06%	-6.74%	中证银行
150158	金融B	-15.69%	2.41	25.49%	73.01%	-1.27%	4.05%	21.66	6.97%	-6.77%	中证800金融
150212	新能源车B	-24.32%	2.39	23.10%	80.94%	-0.90%	9.64%	10.10	7.17%	5.55%	新能源车
150276	一带一B	-27.82%	2.31	29.14%	69.11%	-4.90%	0.26%	4.95	6.84%	-13.16%	一带一路
150220	健康B	-3.22%	2.29	35.94%	50.60%	-0.30%	-9.83%	6.53	7.71%	8.24%	健康产业
150222	中航军B	-1.67%	2.29	36.46%	48.81%	0.05%	-10.46%	34.51	8.09%	20.69%	军工指数
150206	国防B	-27.83%	2.27	15.80%	99.20%	5.44%	36.07%	26.46	7.82%	9.67%	中证国防
150195	互联网B	-27.69%	2.25	23.01%	83.60%	0.37%	15.97%	10.01	7.43%	-2.34%	中证移动互联
150242	银行B级	-8.67%	2.23	25.15%	77.10%	-1.24%	12.13%	1.78	7.28%	-4.47%	中证银行
150151	有色800B	-27.88%	2.19	29.88%	67.22%	-2.17%	4.33%	1.22	7.33%	-5.34%	中证800有色
150284	SW医药B	-22.11%	2.18	28.88%	69.32%	-1.91%	6.87%	1.97	7.22%	-7.41%	医药生物
150174	TMT中证B	-28.85%	2.17	25.47%	77.73%	0.00%	14.26%	2.34	7.47%	-2.56%	中证TMT
150182	军工B	-27.85%	2.14	25.00%	77.30%	0.59%	17.38%	86.42	7.55%	-0.05%	中证军工
150260	重组B	-26.23%	2.14	33.58%	58.46%	-4.71%	0.03%	2.87	7.01%	-11.68%	CSWD并购
150278	高铁B	-24.80%	2.11	29.09%	69.11%	-1.52%	9.66%	1.93	7.40%	-4.92%	高铁产业
150197	有色B	-26.53%	2.10	34.22%	56.85%	-1.39%	0.73%	5.18	8.07%	8.97%	国证有色
150224	证券B级	-27.33%	2.06	36.82%	51.52%	-0.30%	-1.74%	11.90	8.27%	11.32%	中证全指证券公司
150296	改革B	-21.13%	2.01	36.84%	50.63%	-3.39%	0.54%	2.71	7.62%	-1.91%	国企改革
150185	环保B	-26.65%	2.00	36.72%	51.00%	-4.07%	1.16%	5.26	7.20%	-9.67%	中证环保
150302	证券股B	-14.49%	1.94	40.78%	42.07%	-2.40%	-2.08%	1.56	8.13%	4.34%	证券公司
150170	恒生B	-2.81%	1.93	31.10%	60.60%	0.86%	16.37%	7.50	8.28%	1.96%	恒生指数
150101	资源B	-26.64%	1.93	38.26%	91.75%	-1.87%	3.24%	2.01	7.27%	-7.16%	A股资源
150316	工业4B	-30.44%	1.90	38.86%	46.63%	-3.37%	3.06%	1.50	7.48%	-7.35%	工业4.0
150124	建信50B	-14.75%	1.86	46.11%	66.11%	-1.37%	-4.80%	2.43	8.25%	8.00%	央视50
150153	创业板B	-24.70%	1.85	39.67%	44.79%	-1.21%	4.29%	16.35	8.15%	1.96%	创业板指
150019	银华锐进	-17.90%	1.84	30.13%	117.16%	4.13%	24.22%	23.47	8.31%	8.41%	深证100
502008	国企改革B	-29.19%	1.82	42.64%	37.64%	-3.88%	1.33%	3.88	7.52%	-7.85%	中小国改
150204	传媒B	52.21%	1.82	41.15%	41.24%	0.00%	4.00%	4.33	7.69%	-5.83%	中证传媒
150187	SW军工B	-27.49%	1.81	40.64%	41.90%	-2.09%	5.11%	6.10	7.73%	-4.95%	中证军工
150178	证保B	-24.07%	1.81	42.18%	38.76%	-3.10%	2.75%	3.71	7.63%	-6.68%	中证800证保
150210	国企改革B	87.46%	1.81	40.65%	42.45%	0.00%	5.42%	169.54	7.79%	-4.69%	国企改革
150201	银行业B	-31.81%	1.79	43.69%	35.14%	-3.47%	1.89%	3.26	7.63%	-7.06%	中证全指证券公司
150172	生物B	-31.76%	1.78	42.59%	37.74%	-2.43%	4.02%	11.56	7.77%	-5.41%	中证全指证券公司
502050	上证50B	-24.01%	1.76	42.47%	38.05%	-1.62%	5.55%	2.05	7.87%	-4.06%	上证50

数据来源：Wind, 方正证券研究所

6. “日积月盈”分级 A 组合策略

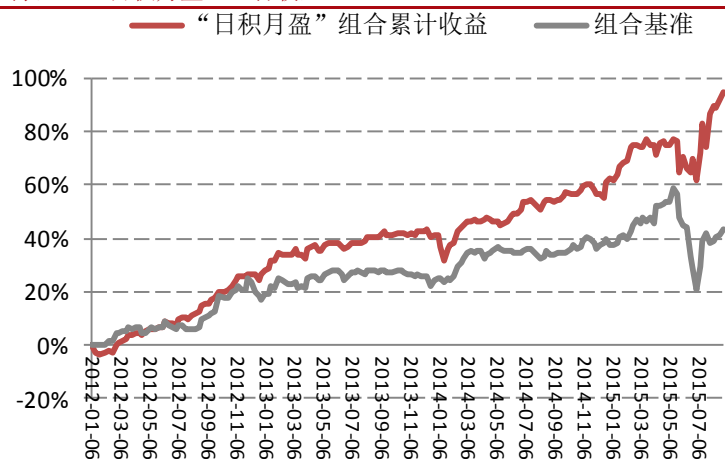
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面经行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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。

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。本策略持仓的一带 A 上周触发下折，在下折前调出一带 A，调入证券股 A。由于+3 隐含收益率较低，下行空间较大，调出证保 A、证券 A，调入银行 A 份、新能车 A。

上周组合收益率为 1.51%，组合目前持有证券股 A(150301)、银行 A 份(150291)、新能车 A(150211)、国企改 A(150209)。

图表 16: “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	17.52%	1.02%	16.50%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券股A	5.91%	0.017	6.391
医药A	5.87%	0.014	6.343
一带A	5.89%	0.015	1.319
国企改A	5.05%	0.036	137.726

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