

## 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  
2015.09.20

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)

联系人：陶勤英  
TEL: 021- 58435536  
Email: [taoqinying@foundersc.com](mailto:taoqinying@foundersc.com)

联系人：李 杨  
TEL: 021-68371099  
Email: [jgliyang@foundersc.com](mailto: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》

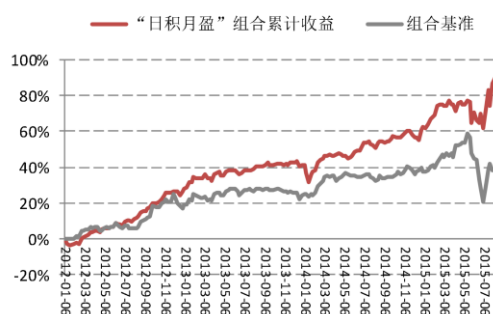
《源于杠杆，高于杠杆-分级 B 专题研究》

《分级基金溢价套利收益全透视》

《分级基金综合选择全解析》

《分级 B 下折逃生术》

“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：下折，A 的天堂 B 的地狱

在经历了一轮又一轮的下折后，分级整体规模又回到了年初的起点。截止至 9/18 日，本轮牛市中共发生了 61 次下折，其中可转债 B、转债 B 级两次触发下折。

从历史经验来看，A 参与下折的大概率能获得正向收益，下折平均收益率超过 10%，仅有个别案例出现亏损。下折对于 A 而言，其实转变了资产属性。由于下折分到大量母基，A 从类固收产品转变为权益类产品，波动大大上升，故而要求的回报也较多。

#### ➤ 分级 A 投资策略：

上周国债期货上涨 0.92%，分级 A 整体上涨 0.77%，目前隐含收益率达到 5.32%。规模持续缩水导致折价套利、和频繁下折和债券走牛是分级 A 不断上涨的主要原因。从 A 整体下行风险来看，分级 A 价格下跌的诱因可能有：股市大幅反弹投资者信心恢复分级整体溢价、债市走熊。A 类投资者需密切关注股市、债市后续表现。目前这个价格的 A 不再“廉价”，不适合配置型投资者入场。

#### ➤ 分级 B 投资策略：

上周股市再次下挫，上证指数下跌近 3.2%，由于下折，B 整体复权价格下跌约 16.38%。临近下折的 B 受到涨跌停板限制，导致 B 可能出现“来不及跌停”的现象；并且 B 下折会有额外亏损。本质上是一个收益不对称的、可能无法及时止损的融资工具，我们建议投资者对于此类临近下折的 B 维持谨慎。

#### ➤ “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 0.56%，组合目前持有一带 A (150265)、医药 A (150130)、一带 A (150265)、国企改革 A (150209)。

## 目 录

1. 本周思考：下折，A 的天堂 B 的地狱 .....	4
1.1 三波下折潮 .....	4
1.2 A 下折收益统计 .....	5
1.3 B 下折收益统计 .....	6
2. 分级 A 投资策略 .....	9
2.1 分级 A 上涨 .....	9
2.2 配对转换套利推高分级 A 价格 .....	10
2.3 期权价值减小 .....	12
3. 分级 B 投资策略 .....	15
4. “日积月盈”分级 A 组合策略 .....	17

## 图表目录

图表 1: 分级下折数量与上证综指 .....	4
图表 2: 分级下折统计 .....	5
图表 3: 分级 A 参与下折收益统计 .....	6
图表 4: 分级下折统计 .....	6
图表 5: 分级 B 参与下折收益统计 .....	7
图表 6: 分级下折统计 .....	7
图表 7: 分级基金成交额与规模 .....	8
图表 8: 分级基金 A 产品结构 .....	9
图表 9: 分级 A 净价与国债期货 .....	10
图表 10: 分级 A 净价与资金面 .....	10
图表 11: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率 .....	10
图表 12: 分级 A 净价与母基折溢价率 .....	11
图表 13: 母基金折价率 (A 份额大于 2 亿) .....	12
图表 14: 不同条款产品隐含收益率走势 .....	13
图表 15: 市场期权价值走势 .....	13
图表 16: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿) .....	14
图表 17: 市场主要指数和分级基金 AB 表现 .....	15
图表 18: 上周行业表现 .....	15
图表 19: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿) .....	16
图表 20: “日积月盈”组合收益 .....	18

## 1. 本周思考：下折，A 的天堂 B 的地狱

## 1.1 三波下折潮

在经历了一轮又一轮的下折后，分级整体规模又回到了年初的起点。截止至 9/18 日，本轮牛市中共发生了 61 次下折，其中可转债 B、转债 B 级两次触发下折。

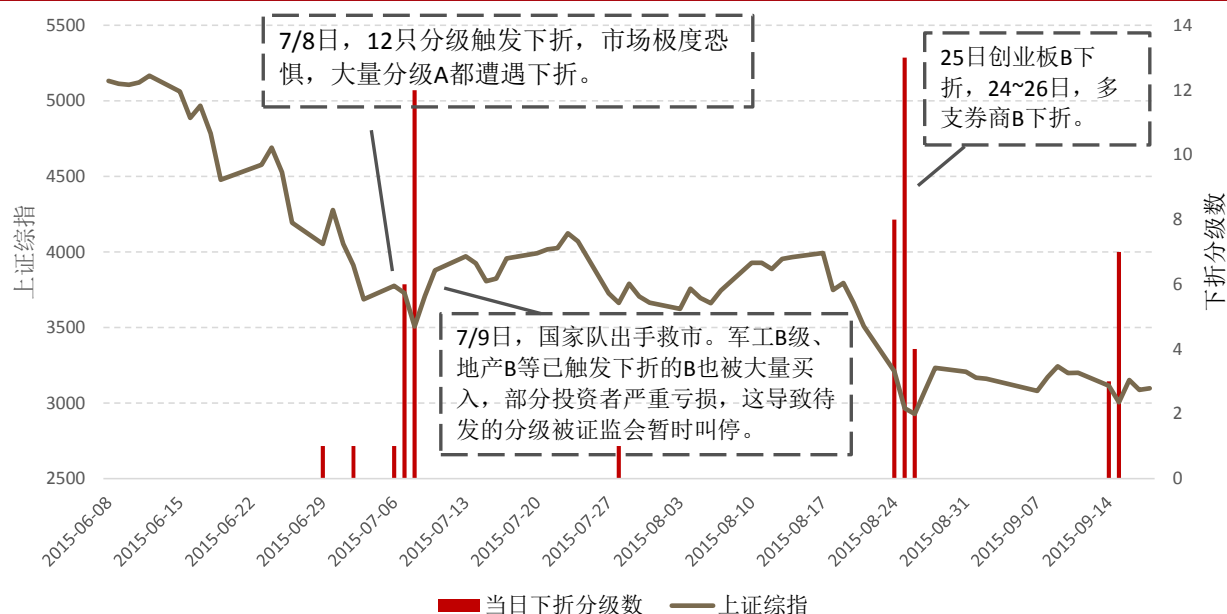
我们之前的周报《下折分级 B 逃生术》阐述了下折 AB 亏损的来源以及 B 的止损策略，《分级基金下折收益全解析》解释了下折的理论收益以及历史上三次下折 AB 的收益情况，本周专题重点在于对今年新发生的下折时间进行数据统计。

对比上证综指来看，分级今年发生了三次大规模下折，第一次是 7/7~7/8 日，当时市场极度恐惧，临近下折的分级 A 因担心赎回风险都遭到抛售，大量跌停，A 类如此绝佳的投资机会恐怕在分级史上也绝无仅有。次日 7/9 国家队出手救市，军工 B、地产 B 等已触发下折的 B 也被大量买入，致使部分投资者严重亏损，这导致了之后待发的分级被证监会暂时叫停。

8 月 25 日巨无霸分级创业板 B 下折，24~26 日多支券商 B 下折。欣然指数再次企稳，参与下折的 A 获利颇丰。

第三波下折发生于 9/15~16 日，至此除了银行分级还没触发下折外，其余行业分级几乎无一幸免。

图表 1：分级下折数量与上证综指



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 2：分级下折统计

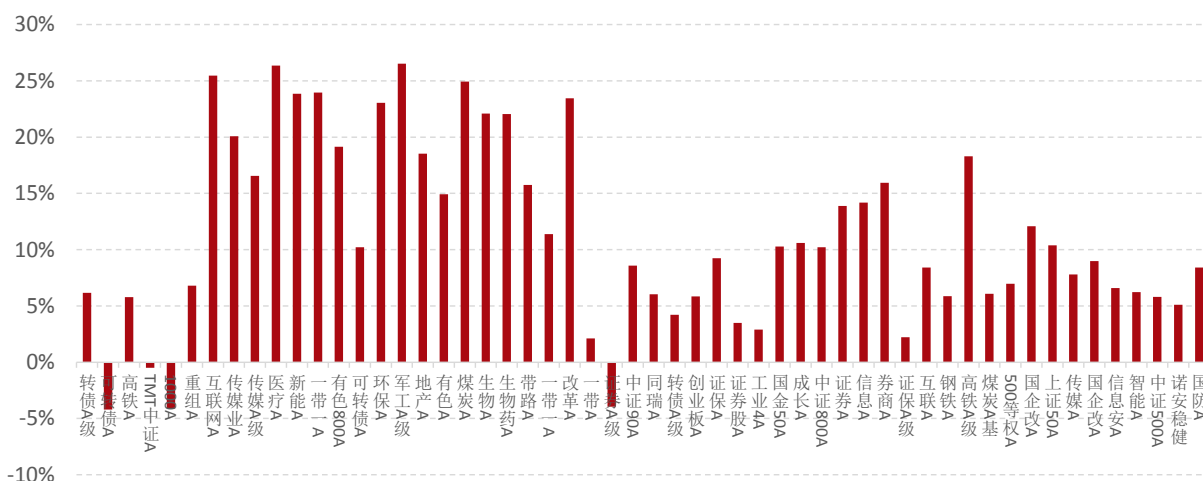
第一波下折		第二波下折		第三波下折	
2015/06/29	转债B级	2015/08/24	证券B级	2015/09/15	中证500B
2015/06/30	可转债B	2015/08/25	中证90B	2015/09/15	诺安进取
2015/07/03	高铁B	2015/08/25	同瑞B	2015/09/15	国防B
2015/07/06	TMT中证B	2015/08/25	转债B级	2015/09/16	中小300B
2015/07/06	1000B	2015/08/25	创业板B	2015/09/16	金鹰500B
2015/07/07	重组B	2015/08/25	证保B	2015/09/16	诺德300B
2015/07/08	互联网B	2015/08/25	证券股B	2015/09/16	NCF环保B
2015/07/08	传媒业B	2015/08/25	工业4B	2015/09/16	TMTB
2015/07/08	传媒B级	2015/08/25	国金50B	2015/09/16	新能源B
2015/07/08	医疗B	2015/08/26	成长B	2015/09/16	环保B级
2015/07/08	新能B	2015/08/26	中证800B		
2015/07/08	一带一B	2015/08/26	证券B		
2015/07/09	有色800B	2015/08/26	信息B		
2015/07/09	可转债B	2015/08/26	券商B		
2015/07/09	环保B	2015/08/26	证保B级		
2015/07/09	军工B级	2015/08/26	互联B		
2015/07/09	地产B	2015/08/26	钢铁B		
2015/07/09	有色B	2015/08/26	高铁B级		
2015/07/09	煤炭B	2015/08/26	煤炭B基		
2015/07/09	生物B	2015/08/26	500等权B		
2015/07/09	生物药B	2015/08/26	国企改B		
2015/07/09	带路B	2015/08/26	上证50B		
2015/07/09	一带一B	2015/08/27	传媒B		
2015/07/09	改革B	2015/08/27	国企改B		
2015/07/29	一带B	2015/08/27	信息安B		
		2015/08/27	智能B		

数据来源：Wind, 方正证券研究所

## 1.2 A 下折收益统计

从历史经验来看，A 参与下折的大概率能获得正向收益。假设触发下折后第二个交易日为 T 日，获得的母基部分 A 以 T+2 日净值赎回，剩余的 A 以跌停板打开后价格立即卖出，假设赎回费用为 0.5%，我们对 15 年以来所有 A 下折收益进行统计（16 号触发下折的数据暂缺），结果如下。

图表 3：分级 A 参与下折收益统计

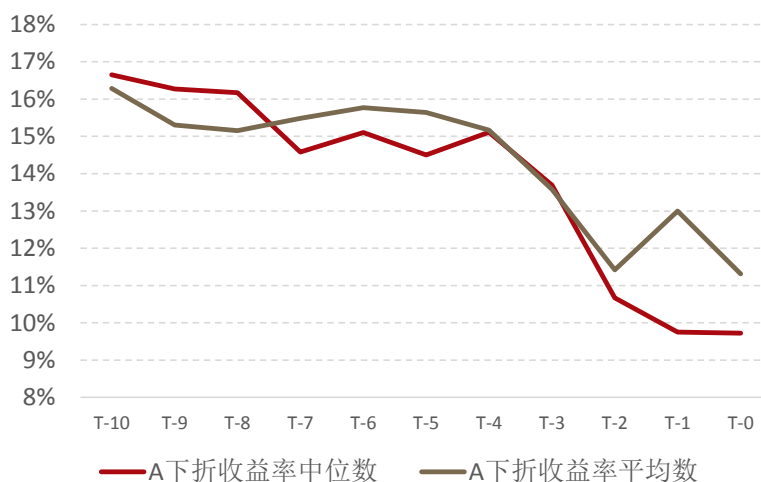


数据来源：Wind, 方正证券研究所

A 参与下折收益好的惊人，无论从平均数还是中位数来看，即使简单在下折日买入都能获得 10% 以上的收益。下折对于 A 而言，其实转变了资产属性。由于下折分到大量母基，A 从类固收产品转变为权益类产品，波动大大上升，故而要求的回报也较多。

我们统计了 T-10 到 T 日参与下折收益率，从下图可以发现，从 T-4 日开始，A 的下折价值显著的得到体现。

图表 4: T-10 到 T 日参与下折 A 收益统计

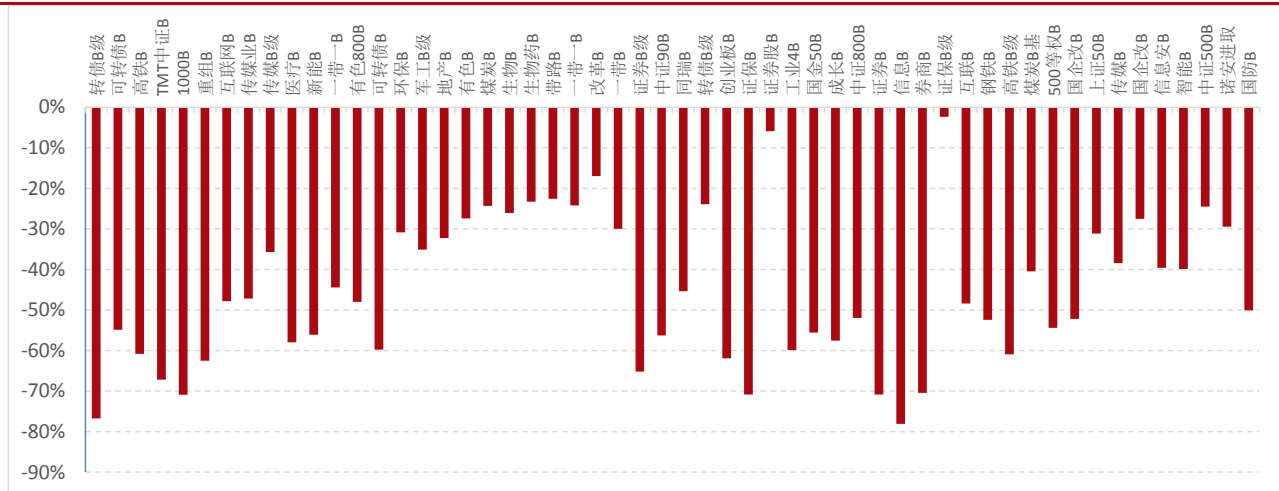


数据来源: Wind, 方正证券研究所

### 1.3 B 下折收益统计

与上述统计方法下同,我们对B参与下折的收益也进行了统计。由于跌停板限制, B下折亏损幅度较大。最多的信息 B、转债 B 亏损接近 80%。

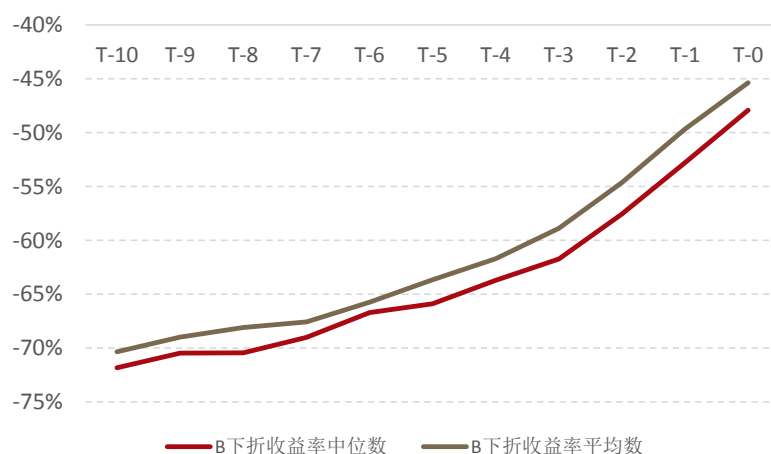
图表 5：分级 B 参与下折收益统计



数据来源：Wind, 方正证券研究所

从 T-10~T 日收益来看，由于跌停板限制导致价格失真，其真实净值的亏损率速度更快。

图表 6：T-10 到 T 日参与下折 B 收益统计

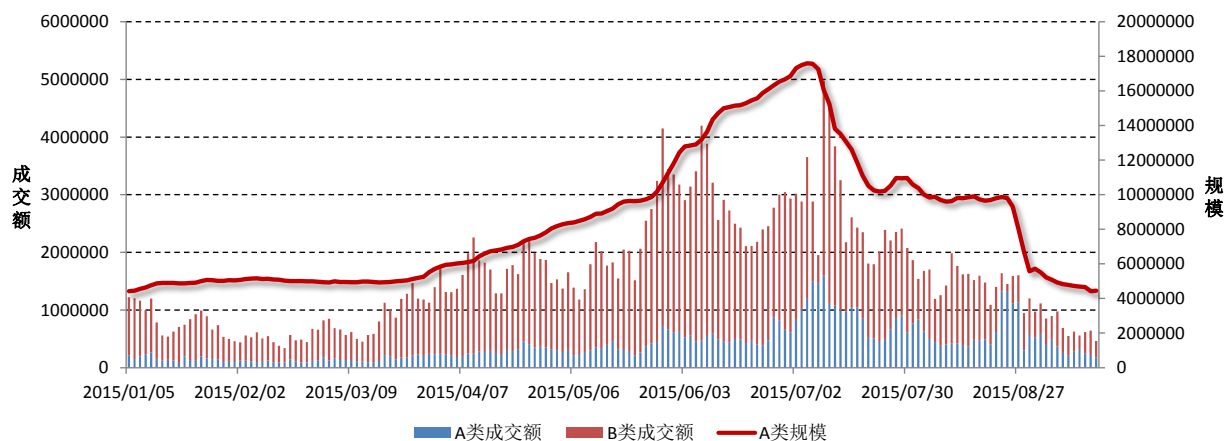


数据来源：Wind, 方正证券研究所

上周永续分级 A 平均上涨 0.77%，受下折影响分级 B 平均下跌 -16.38%。分级份额持续萎缩，份额甚至低于年初水平，B 份额成交量。

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。

图表 7：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

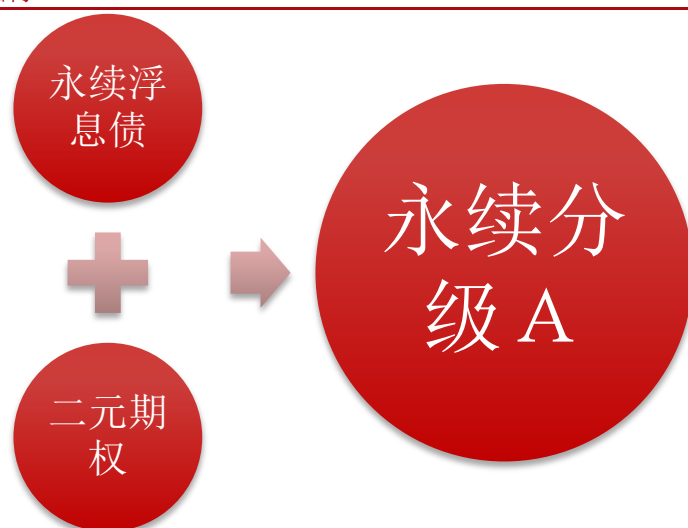


## 2. 分级 A 投资策略

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 8: 分级基金 A 产品结构



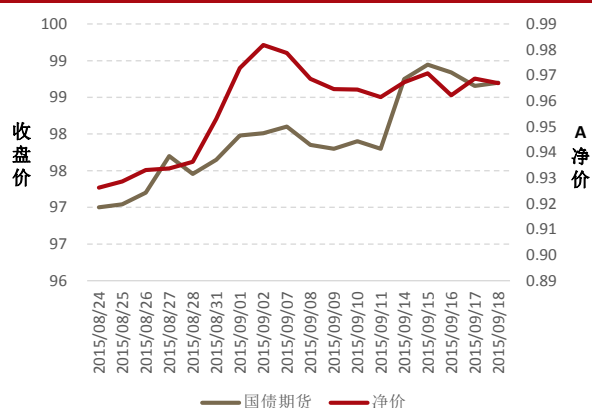
数据来源: 方正证券研究所

### 2.1 分级 A 上涨

上周国债期货上涨 0.92%。分级 A 整体上涨 0.77%, 目前隐含收益率达到 5.32%。规模持续缩水导致折价套利、和频繁下折和债券走牛是分级 A 不断上涨的主要原因。

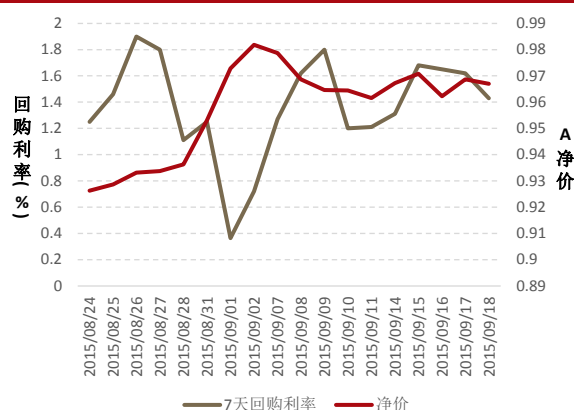
从 A 整体下行风险来看,分级 A 价格下跌的诱因可能有: 股市大幅反弹投资者信心恢复分级整体溢价、债市走熊。A 类投资者需密切关注股市、债市后续表现。目前这个价格的 A 不再“廉价”, 不适合配置型投资者入场。

图表 9：分级 A 净价与国债期货



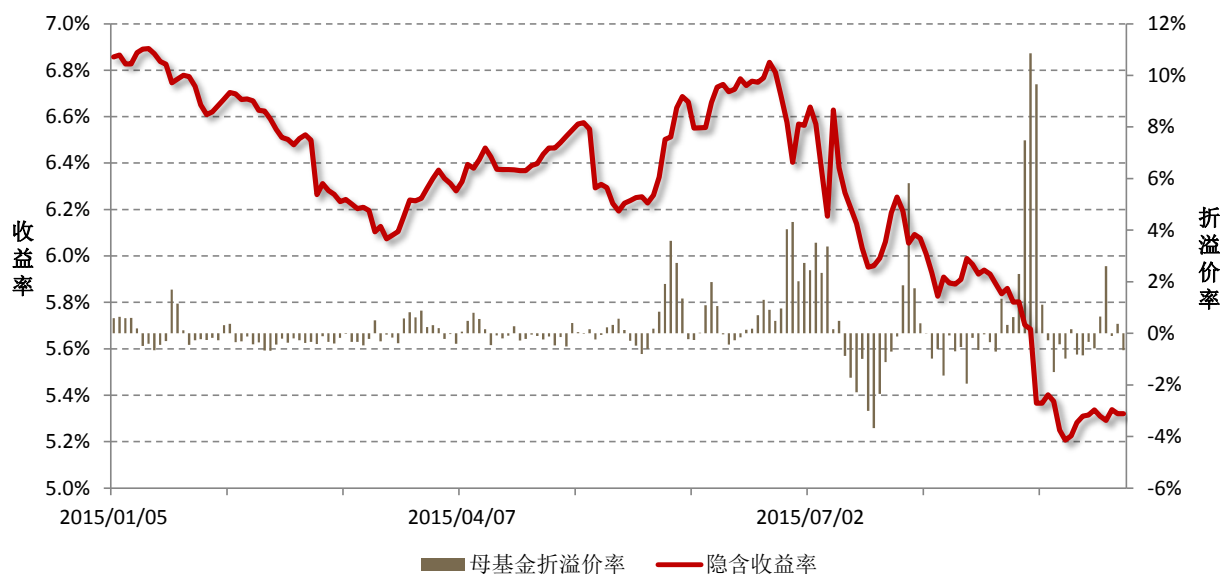
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 10：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 11：分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率



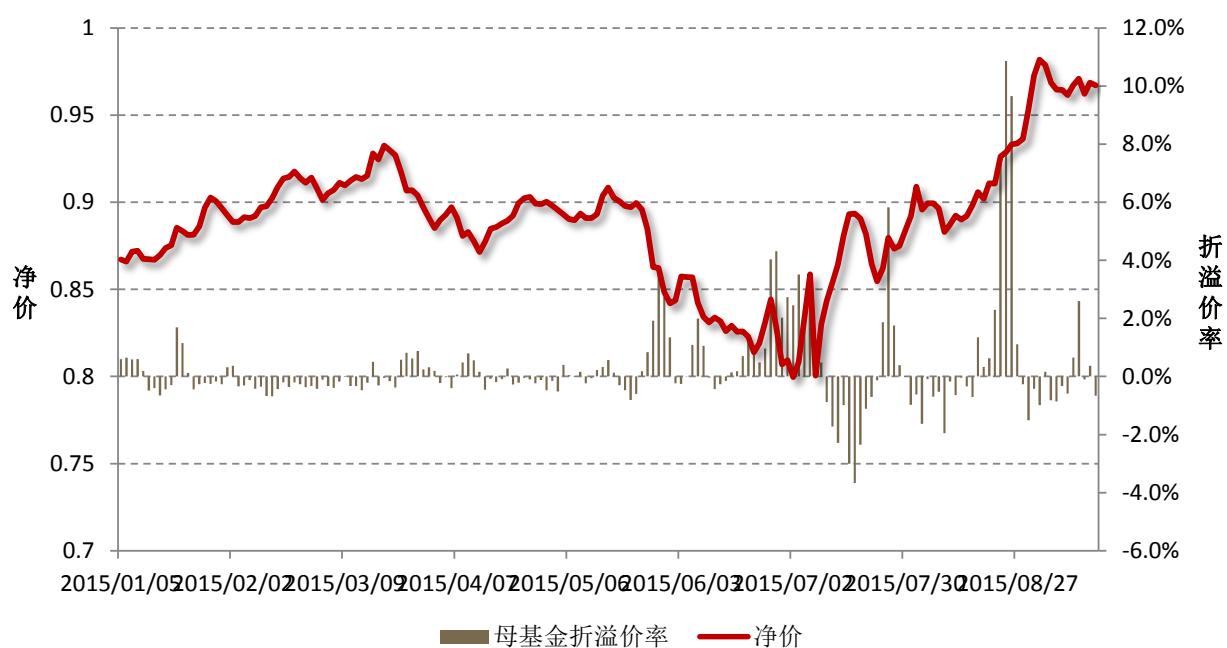
数据来源：方正证券研究所

## 2.2 配对转换套利推高分级 A 价格

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。

母基金目前整体处于轻度折价状态，存在一定的折价套利机会，但目前市场整体波动较大，折溢价可能不足以覆盖净值波动，裸套的投资者需要注意风险。

图表 12：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 13：母基金折价率（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						
164401	健康分级	1.01%	1796	1983	6.52	0.58%
160639	高铁分级	0.78%	13185	1412	2.09	-3.98%
160625	鹏华证保	0.48%	18352	1761	3.17	-8.05%
165312	建信50	0.48%	1739	975	2.21	-1.54%
163113	申万证券	0.21%	63292	14116	16.96	-5.14%
161720	券商分级	0.05%	12549	2615	3.33	-10.72%
162412	医疗分级	0.00%	1513	1716	2.54	-2.61%
160633	券商指基	-0.15%	7239	497	2.33	-4.18%
161027	证券分级	-0.16%	11012	10731	10.11	2.59%
161812	银华100	-0.35%	38997	16413	24.31	0.64%
母基金溢价率后十名						
160221	国泰有色	-0.92%	5451	4025	4.17	-7.60%
161026	富国企改	-1.01%	149706	52131	45.22	-7.45%
161024	富国军工	-1.26%	210830	42130	68.49	2.53%
163115	申万军工	-1.61%	14457	4024	4.75	-3.71%
160630	鹏华国防	-1.77%	137252	9089	4.95	-81.24%
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%

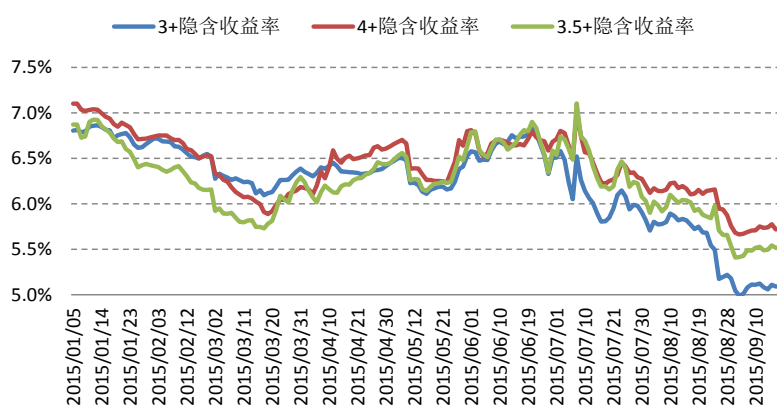
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 2.3 期权价值减小

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。

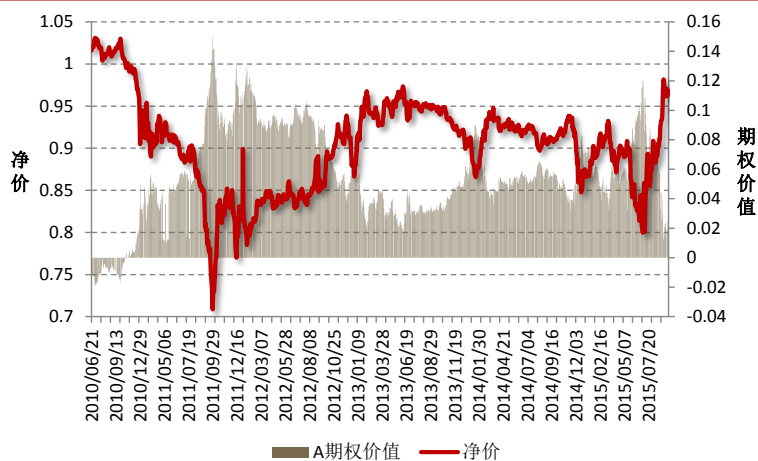
随着分级临近下折，不同约定收益率的产品的隐含收益率差明显拉大，年初我们提出的错误定价现象得到修正，期权价值对于不同分级 A 定价的影响较为显著。但随着目前价格上涨，期权价值逐渐减小。

图表 14: 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 15: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 16：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	-1.13%	-0.45%	8836	-5.56%	30.50	6.10%	-0.063	5.77%	-12.47%	10.23%
150321	煤炭A基	-0.18%	-0.60%	1674	-6.75%	1.27	6.00%	-0.077	5.62%	-11.29%	12.45%
150291	银行A份	-0.10%	0.38%	1083	-4.81%	1.65	5.83%	0.009	5.88%	-8.53%	-1.28%
150123	建信50A	0.27%	0.48%	595	-1.54%	2.21	5.82%	-0.040	5.61%	-8.19%	7.05%
150299	银行股A	-0.20%	0.23%	416	-9.12%	1.74	5.81%	0.007	5.85%	-8.30%	-1.03%
150261	医疗A	-0.60%	0.00%	297	-2.61%	2.54	5.81%	0.007	5.85%	-8.28%	-0.97%
150223	证券A级	-0.76%	-0.16%	20408	2.59%	10.11	5.79%	-0.022	5.67%	-8.10%	3.59%
150265	一带A	0.10%	-0.43%	2657	-7.38%	6.24	5.79%	0.005	5.82%	-8.05%	-0.69%
150196	有色A	-0.40%	-0.92%	2530	-7.60%	4.17	5.78%	0.004	5.80%	-7.91%	-0.56%
150130	医药A	1.08%	-0.86%	7292	-1.39%	30.16	5.72%	-0.004	5.69%	-6.74%	0.58%
150190	NCF环保A	2.01%	-0.65%	2686	-68.49%	1.39	5.70%	-0.005	5.68%	-6.73%	0.80%
150198	食品A	0.68%	-0.81%	1574	-5.46%	7.70	5.66%	-0.011	5.59%	-5.82%	1.63%
150117	房地产A	0.48%	-0.53%	728	-2.00%	8.66	5.65%	-0.012	5.58%	-5.70%	1.71%
150152	创业板A	0.42%	-0.63%	48118	27.62%	25.09	5.54%	0.032	5.73%	-3.91%	-5.18%
150295	改革A	0.52%	-0.97%	1478	-7.76%	1.91	5.53%	0.032	5.73%	-3.80%	-5.06%
150211	新能源车A	-0.10%	-0.79%	2104	0.37%	8.80	5.49%	0.028	5.65%	-2.93%	-4.18%
150219	健康A	1.56%	1.01%	593	0.58%	6.52	5.48%	-0.084	5.11%	-2.88%	13.59%
150169	恒生A	0.74%	-0.69%	4447	-1.02%	7.11	5.23%	0.055	5.56%	1.74%	-8.75%
150028	中证500A	-0.25%	-0.92%	8184	-70.72%	1.39	5.22%	0.028	5.38%	1.90%	-5.20%
150018	银华稳进	0.52%	-0.35%	11397	0.64%	24.31	5.16%	0.048	5.44%	3.03%	-7.59%
150241	银行A级	0.43%	0.40%	1644	-8.94%	1.33	5.15%	0.049	5.44%	3.20%	-7.64%
150277	高铁A	0.32%	0.78%	1873	-3.98%	2.09	5.15%	0.049	5.44%	3.24%	-7.72%
150184	环保A	0.65%	-0.68%	2156	0.56%	4.17	5.15%	0.049	5.43%	3.33%	-7.64%
150259	重组A	0.00%	-0.74%	1454	-3.54%	2.26	5.14%	0.048	5.43%	3.41%	-7.57%
150200	券商A	0.76%	0.05%	21759	-10.72%	3.33	5.14%	0.046	5.41%	3.49%	-7.57%
150283	SW医药A	-0.64%	0.04%	873	-4.76%	1.49	5.14%	0.048	5.42%	3.55%	-7.41%
150177	银行业A	0.65%	0.48%	19802	-8.05%	3.17	5.14%	0.045	5.40%	3.60%	-7.47%
150186	SW军工A	0.32%	-1.61%	5522	-3.71%	4.75	5.13%	0.047	5.41%	3.62%	-7.41%
150179	信息A	0.76%	-0.82%	10100	213.41%	3.55	5.13%	0.045	5.39%	3.71%	-7.37%
502049	上证50A	0.22%	-0.48%	10744	-5.31%	1.37	5.13%	0.044	5.38%	3.77%	-7.32%
150171	证券A	0.76%	0.21%	79099	-5.14%	16.96	5.13%	0.045	5.39%	3.78%	-7.32%
502007	国企改A	0.76%	-0.77%	32184	-10.51%	2.73	5.13%	0.045	5.39%	3.79%	-7.31%
150209	国企改A	0.87%	-1.01%	152696	-7.45%	45.22	5.12%	0.045	5.38%	3.94%	-7.18%
150203	传媒A	0.43%	-0.63%	2635	-4.39%	1.20	5.11%	0.042	5.35%	4.16%	-6.98%
150227	银行A	0.00%	-0.48%	18706	-6.72%	30.25	5.10%	0.044	5.36%	4.18%	-6.74%
150315	工业4A	1.41%	-1.27%	5671	80.86%	1.61	5.10%	0.043	5.34%	4.38%	-6.78%
150229	酒A	1.27%	-0.48%	1767	-3.24%	1.16	5.07%	0.043	5.31%	4.84%	-6.16%
150173	生物A	1.60%	-0.77%	2242	16.30%	2.14	5.06%	0.041	5.29%	5.11%	-6.03%
150275	一带一A	-0.94%	-0.65%	790	-4.41%	3.70	5.05%	0.038	5.26%	5.35%	-5.84%
150181	军工A	1.69%	-1.26%	51931	2.53%	68.49	5.04%	0.040	5.26%	5.39%	-5.68%
150205	重组A	-0.15%	-1.77%	29818	-81.24%	4.95	5.03%	0.033	5.21%	5.85%	-5.50%
150194	互联网A	2.57%	-0.62%	10120	20.78%	8.36	5.01%	0.036	5.21%	6.11%	-5.14%
150157	金融A	2.67%	-0.63%	3300	-4.08%	15.21	4.98%	0.004	5.00%	6.53%	-0.57%
150051	沪深300A	1.77%	-0.72%	4387	-10.19%	3.20	4.98%	0.032	5.15%	6.68%	-4.49%
150235	券商A级	1.24%	-0.15%	3541	-4.18%	2.33	4.96%	0.031	5.13%	7.04%	-4.22%
150100	资源A	1.91%	-0.46%	134	-3.05%	1.74	4.88%	0.016	4.96%	8.60%	-2.59%
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%

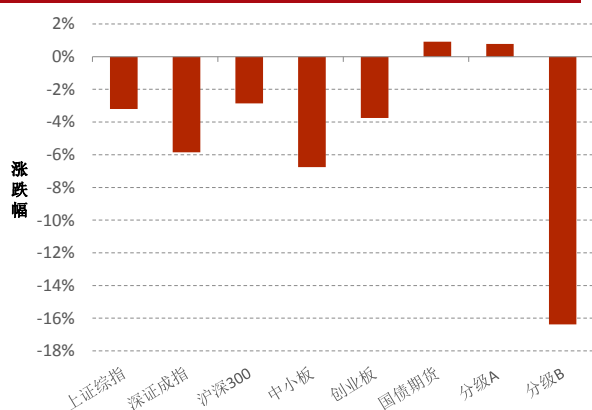
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 3. 分级 B 投资策略

上周股市再次下挫，上证指数下跌近 3.2%，由于下折，B 整体复权价格下跌约 16.38%。

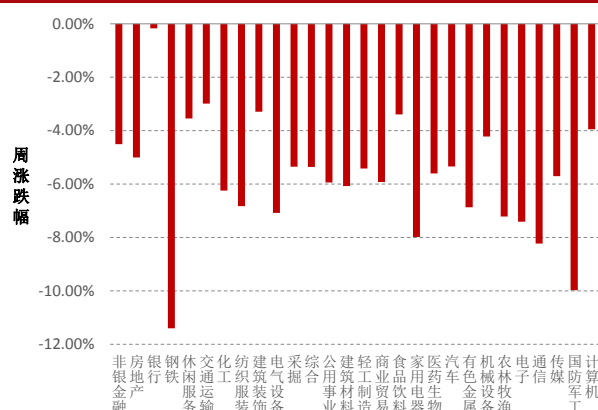
临近下折的 B 杠杆都在 3 倍以上，是不是一个好的博反弹的工具？临近下折的 B 受到涨跌停板限制，导致 B 可能出现“来不及跌停”的现象；并且 B 下折会有额外亏损。本质上是一个收益不对称的、可能无法及时止损的融资工具，我们建议投资者对于此类临近下折的 B 维持谨慎。

图表 17：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 18：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 19：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
150118	房地产B	-20.72%	3.99	9.05%	185.02%	-0.53%	-6.63%	8.66	7.10%	18.79%	国证地产
150199	食品B	-12.53%	3.78	10.89%	110.44%	-0.81%	-6.96%	7.70	7.14%	16.17%	国证食品
150236	券商B级	-4.05%	3.76	4.80%	124.89%	-0.15%	13.06%	2.33	6.51%	-15.73%	中证全指证券公司
150052	沪深300B	-12.02%	3.41	8.87%	114.59%	-0.72%	9.63%	3.20	6.53%	-14.81%	沪深300
150131	医药B	-14.95%	3.22	15.87%	97.50%	-0.86%	-3.87%	30.16	7.26%	15.03%	国证医药
150182	军工B	-26.95%	3.18	11.17%	109.50%	-1.26%	9.76%	68.49	6.62%	-13.00%	中证军工
150195	互联网B	-24.17%	3.02	12.91%	107.18%	-0.62%	9.84%	8.36	6.73%	-11.81%	中证移动互联
150230	酒B	-12.39%	2.98	12.52%	106.33%	-0.48%	12.96%	1.16	6.75%	-9.51%	中证酒
150262	医疗B	-6.81%	2.93	17.10%	97.11%	0.00%	1.92%	2.54	7.59%	21.07%	中证医疗
150212	新能源车B	-16.61%	2.89	16.14%	96.85%	-0.79%	6.25%	8.80	6.79%	3.48%	新能源车
150300	银行股B	2.63%	2.84	18.19%	93.62%	0.23%	2.65%	1.74	7.61%	21.01%	中证银行
150292	银行B份	2.83%	2.72	19.75%	89.87%	0.38%	3.38%	1.65	7.69%	20.71%	中证银行
150174	TMT中证B	-18.19%	2.63	18.69%	93.30%	-0.77%	9.07%	2.14	6.90%	-9.00%	中证TMT
150266	一带B	-7.45%	2.62	22.76%	84.05%	-0.43%	0.16%	6.24	7.67%	14.93%	一带一路
150158	金融B	-5.83%	2.51	25.75%	72.02%	-0.63%	-0.72%	15.21	6.74%	-9.71%	中证800金融
150222	中航军B	0.24%	2.39	35.05%	51.52%	-0.45%	-12.18%	30.50	7.93%	22.75%	军工指数
150228	银行B	0.14%	2.39	23.13%	81.16%	-0.48%	9.64%	30.25	7.04%	-6.25%	中证银行
150220	健康B	-0.59%	2.38	35.55%	51.06%	1.01%	-12.55%	6.52	7.51%	7.00%	健康产业
150322	煤炭B基	-10.52%	2.34	37.05%	50.60%	-0.60%	-13.87%	1.27	7.87%	18.30%	中证煤炭
150197	有色B	-8.74%	2.32	29.73%	67.08%	-0.92%	-1.39%	4.17	7.77%	9.92%	国证有色
150276	一带一B	-5.26%	2.30	25.88%	76.47%	-0.65%	6.96%	3.70	7.06%	-7.43%	一带一路
150019	银华锐进	-11.66%	2.29	24.85%	132.83%	-0.35%	10.78%	24.31	7.07%	-4.37%	深证100
150284	SW医药B	-6.65%	2.28	24.25%	79.92%	0.04%	11.57%	1.49	7.24%	-4.14%	医药生物
150224	证券B级	-12.86%	2.28	32.44%	61.64%	-0.16%	-4.58%	10.11	7.92%	12.24%	中证全指证券公司
150260	重组B	-9.57%	2.19	27.59%	72.33%	-0.74%	8.72%	2.26	7.26%	-5.20%	CSWD并购
150242	银行B级	2.38%	2.15	27.45%	71.23%	0.40%	11.63%	1.33	7.36%	-2.66%	中证银行
150185	环保B	-13.42%	2.14	28.84%	69.40%	-0.68%	8.57%	4.17	7.31%	-4.85%	中证环保
150296	改革B	-10.72%	2.13	31.60%	62.71%	-0.97%	4.01%	1.91	7.63%	2.38%	国企改革
150187	SW军工B	-15.75%	2.12	30.83%	65.00%	-1.61%	5.61%	4.75	7.24%	-6.73%	中证军工
150316	工业4B	-18.71%	2.11	31.08%	65.02%	-1.27%	5.52%	1.61	7.27%	-6.75%	工业4.0
150101	资源B	-10.48%	2.10	33.93%	104.71%	-0.46%	1.97%	1.74	6.97%	-8.75%	A股资源
150191	NCF环保B	-27.00%	2.04	37.56%	49.85%	-0.65%	-2.10%	1.39	8.02%	6.48%	中证环保
150278	高铁B	5.37%	2.04	30.02%	66.48%	0.78%	11.63%	2.09	7.56%	-1.70%	高铁产业
150170	恒生B	0.65%	2.03	31.96%	58.23%	-0.69%	9.11%	7.11	7.80%	-3.04%	恒生指数
150153	创业板B	-11.28%	2.03	34.00%	57.89%	-0.63%	4.46%	25.09	7.85%	2.94%	创业板指
150210	国企改革B	-13.09%	2.01	33.56%	59.07%	-1.01%	6.00%	45.22	7.42%	-5.48%	国企改革
150180	信息B	-18.78%	1.93	35.96%	53.22%	-0.82%	6.08%	3.55	7.55%	-4.64%	中证信息
502008	国企改革B	-8.77%	1.91	36.87%	51.12%	-0.77%	5.92%	2.73	7.59%	-4.51%	中小国改
150124	建信50B	-4.25%	1.90	44.72%	69.87%	0.48%	-4.83%	2.21	8.18%	9.90%	央视50
150172	生物B	-10.63%	1.85	37.67%	49.19%	0.21%	7.70%	16.96	7.78%	-2.66%	中证全指证券公司
150204	传媒B	-8.94%	1.84	39.35%	45.21%	-0.63%	5.36%	1.20	7.69%	-4.29%	中证传媒
150206	国防B	-19.25%	1.84	41.86%	39.53%	-1.77%	1.48%	4.95	7.50%	-7.18%	中证国防
150201	银行业B	-9.44%	1.83	38.83%	46.34%	0.05%	7.36%	3.33	7.82%	-2.62%	中证全指证券公司
150178	证保B	-3.51%	1.78	40.34%	42.72%	0.48%	7.74%	3.17	7.96%	-1.85%	中证800证保
502050	上证50B	0.40%	1.75	42.73%	37.07%	-0.48%	5.31%	1.37	7.84%	-3.43%	上证50
150029	中证500B	-16.03%	1.57	48.45%	87.44%	-0.92%	1.62%	1.39	8.44%	-2.43%	中证500

数据来源：Wind, 方正证券研究所



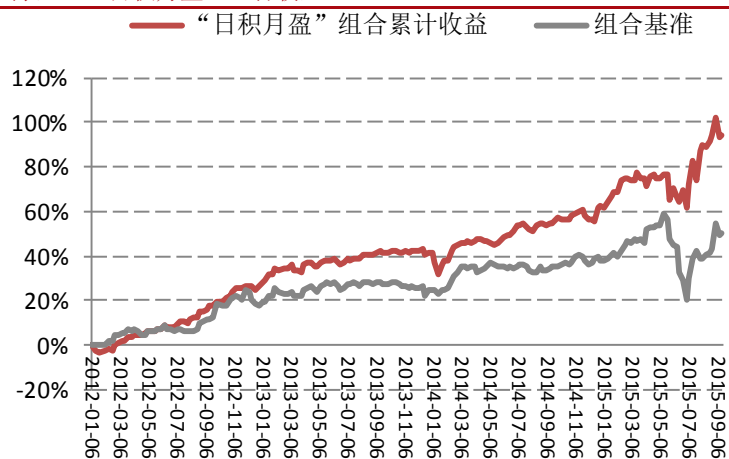
#### 4. “日积月盈”分级 A 组合策略

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。

上周组合收益率为 0.56%，组合目前持有一带 A(150265)、医药 A(150130)、一带 A(150265)、国企改 A(150209)。

图表 20: “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	20.36%	9.19%	11.16%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
一带A	5.79%	0.005	1.338
医药A	5.72%	-0.004	0.949
一带A	5.79%	0.005	1.338
国企改A	5.12%	0.045	14.971

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