

## 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  
2015.08.23

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

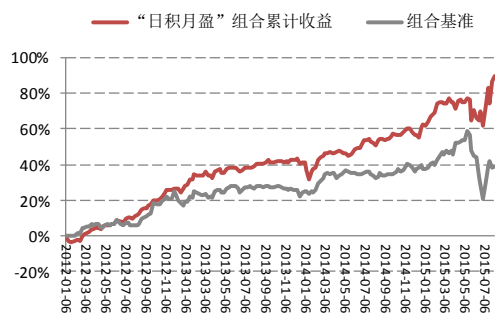
《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《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》

“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：期权价值压制 A 类上涨空间

从六月初至今，分级 A 隐含收益率从 6.8% 一路降至 5.8%，价格平均上涨约 15%，隐含收益率已达到 2012 年以来最低水平。一方面 A 作为债券配置价值不高。另一方面，“看跌期权”的价值已经不如昔日，看跌期权价值难以继续驱动 A 类价格继续上升。

假设市场隐含收益率进一步下行，A 价格上升，期权价值会大幅缩水，甚至由正转负，从而会遏制 A 价格的上涨幅度，A 上涨空间有限。因此，分级 A 相对于债券没有比较优势。

#### ➤ 分级 A 投资策略：

上周国债期货上涨 0.2%。分级 A 整体上涨 2.16%，目前隐含收益率跌至 5.80%，价格创近期新高。我们认为，受制于期权价值，分级 A 上涨空间有限。

#### ➤ 分级 B 投资策略：

上周 B 下跌约 23%，投资者信心不足。证券 B 级已经触发下折，证券股 B、创业板 B、证保 B 级、证保 B、转债 B 级、国金 50B 离下折较近，我们提示风险。临近下折的 B 杠杆都在 3 倍以上，且受到涨跌停板限制，导致 B 可能出现“来不及跌停”的现象，直接触发下折，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 1.51%，组合目前持有证券股 A(150301)、银行 A 份(150291)、新能源车 A(150211)、国企改 A(150209)。

## 目 录

1. 本周思考：期权价值压制 A 类上涨空间 .....	4
2. 分级 A 投资策略 .....	6
2.1 分级 A 上涨 .....	6
2.2 配对转换套利推高分级 A 价格 .....	7
2.3 期权价值减小 .....	9
3. 分级 B 投资策略 .....	12
4. “日积月盈” 分级 A 组合策略 .....	14

## 图表目录

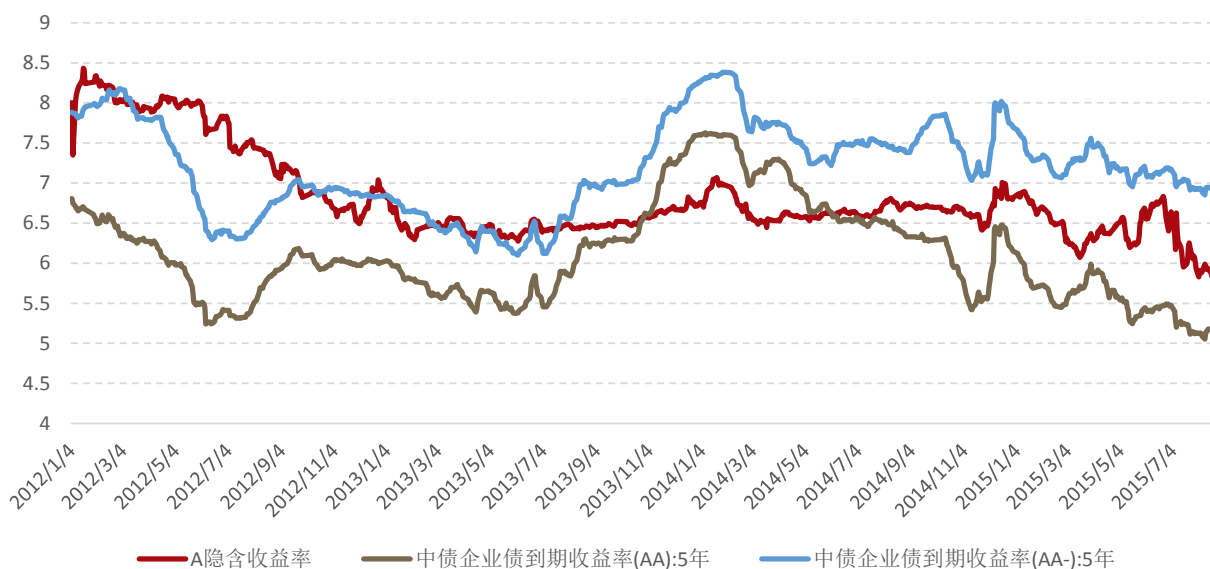
图表 1: 分级 A 与五年期信用债 .....	4
图表 2: 分级 A 净价与国债期货 .....	5
图表 3: 分级 A 净价与资金面 .....	5
图表 4: 分级基金成交额与规模 .....	5
图表 5: 分级基金 A 产品结构 .....	6
图表 6: 分级 A 净价与国债期货 .....	7
图表 7: 分级 A 净价与资金面 .....	7
图表 8: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率 .....	7
图表 9: 分级 A 净价与母基折溢价率 .....	8
图表 10: 母基金折价率 (A 份额大于 2 亿) .....	9
图表 11: 不同条款产品隐含收益率走势 .....	10
图表 12: 市场期权价值走势 .....	10
图表 13: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿) .....	11
图表 14: 市场主要指数和分级基金 AB 表现 .....	12
图表 15: 上周行业表现 .....	12
图表 16: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿) .....	13
图表 17: “日积月盈”组合收益 .....	15

## 1. 本周思考：期权价值压制 A 类上涨空间

从六月初至今，分级 A 隐含收益率从 6.8% 一路降至 5.8%，价格平均上涨约 15%，隐含收益率已达到 2012 年以来最低水平，A 作为债券配置价值不高。

本轮 A 上涨一方面是受债市方面利好，另一方面是临近下折的 A 看跌期权得到体现。从目前价位来看，分级 A 参与下折的收益率有限，目前几只临近下折的 A 下折收益率约为 2%，甚至可能由于安全垫不够而导致亏损，分级 A “看跌期权” 的价值已经不如昔日。

图表 1：分级 A 与五年期信用债



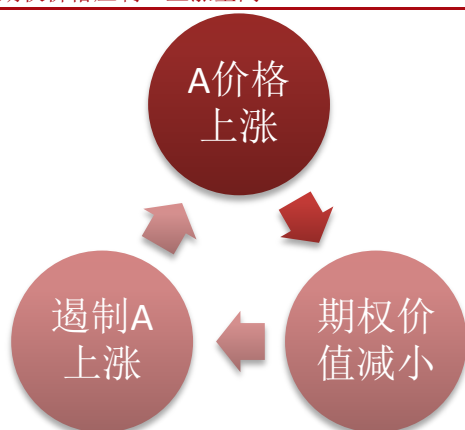
数据来源：方正证券研究所

方正金工认为，就目前 A 市场价格而言，分级 A 相对于债券没有比较优势。当隐含收益率在 6.8% 左右时，A 具有价值较高的看跌期权。而随着隐含收益率降至 5.8%，期权价值大幅缩水。

我们假设后期债市如果继续向好，同类固收产品隐含收益率大幅下行 100BP，A 隐含收益率是否也能随之下行 100BP？答案是否定的，因为随着价格上升，A 折价率减小期权价值减弱，较高约定收益率的 A（如 +4 的 A）期权价值甚至会由正转负，从而遏制 A 价格的上涨。

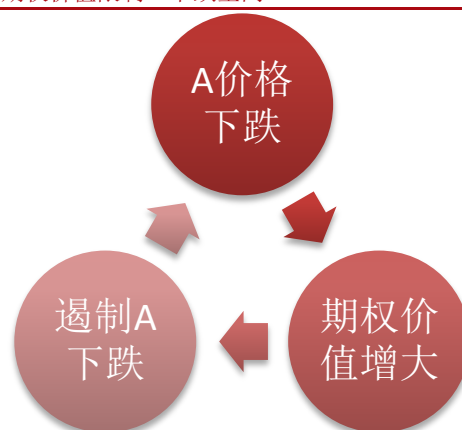
这解释了虽然 A 价格波动远大于债券，甚至出现过数次整体涨跌停，但 2013 年以来总体隐含收益率波动区间不大。当价格跌到一定程度时，A 看跌期权加大，提升 A 类价值，A 不再下跌；当价格上涨到一定程度时，A 看跌期权减小，减小 A 类价值，A 不再上涨。故 A 隐含收益率整体的波动区间小于信用债。

图表 2：期权价格压制 A 上涨空间



数据来源：Wind, 方正证券研究所

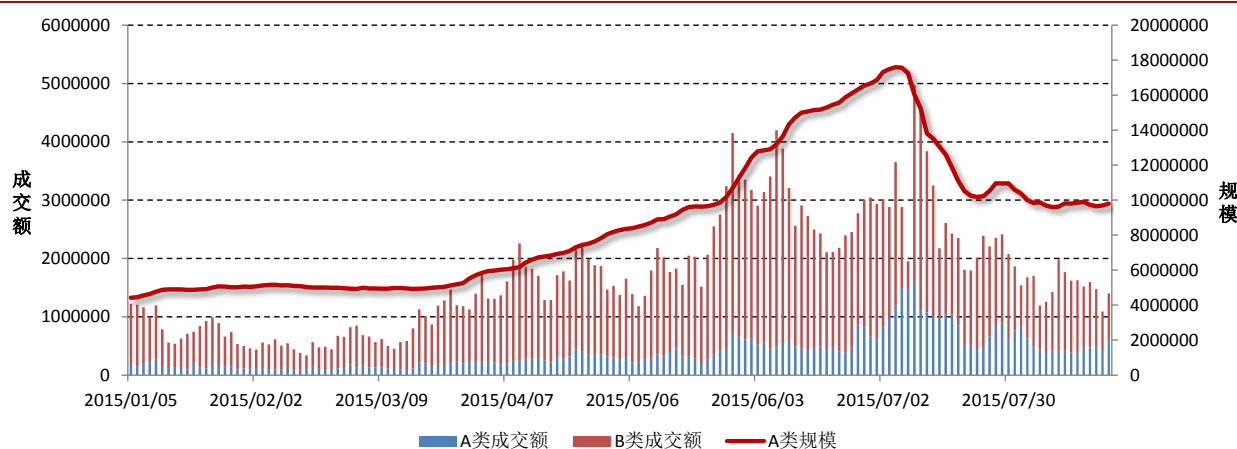
图表 3：期权价值限制 A 下跌空间



数据来源：Wind, 方正证券研究所

上周永续分级 A 平均上涨 2.16%，分级 B 平均下跌 23.28%。分级份额本周基本持平，B 份额成交缩量。

图表 4：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

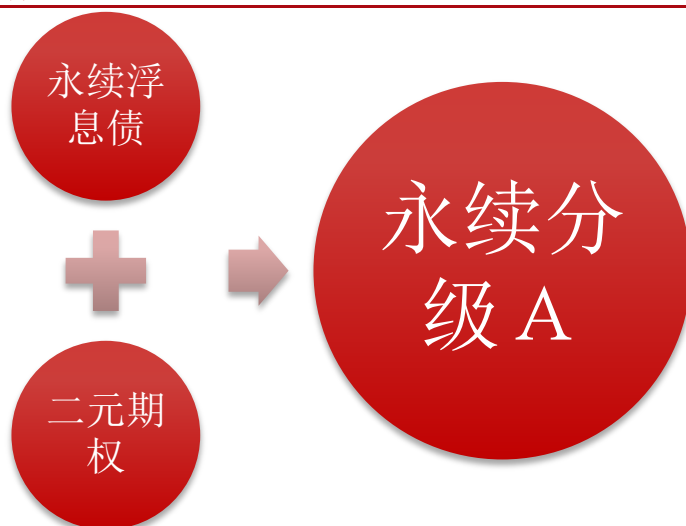
证监会表示考虑到分级基金机制较为复杂，普通投资者不易理解，且前期出现了一些新情况、新问题，为此，证监会暂缓了此类产品的注册工作。下周即将上市的几只上交所分级恐成为短期内市场上最后一批新上市的分级，分别为带路 A、钢铁 A、新丝路 A、上 50A、券商 A。其中带路 A 虽然在上交所发行，但母基不上市交易。

## 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 5: 分级基金 A 产品结构



数据来源: 方正证券研究所

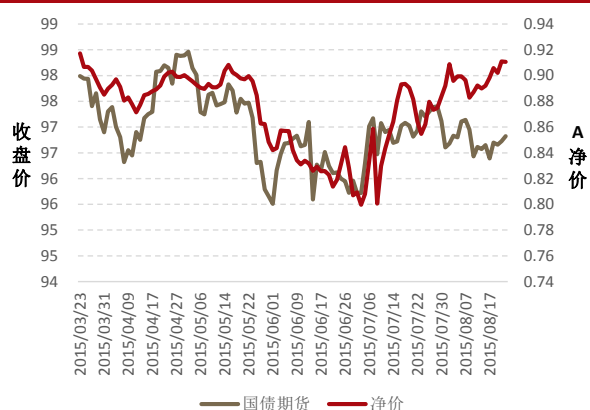
### 2.1 分级 A 上涨

上周国债期货上涨 0.2%。分级 A 整体上涨 2.16%, 目前隐含收益率达到 5.80%, 价格创近期新高。

从六月初至今, 分级 A 隐含收益率从 6.8% 一路降至 5.8%, 价格平均上涨约 15%, 隐含收益率已达到 2012 年以来最低水平。一方面 A 作为债券配置价值不高。另一方面, 分级 A “看跌期权” 的价值已经不如昔日, 期权价值难以驱动 A 类价格上升。

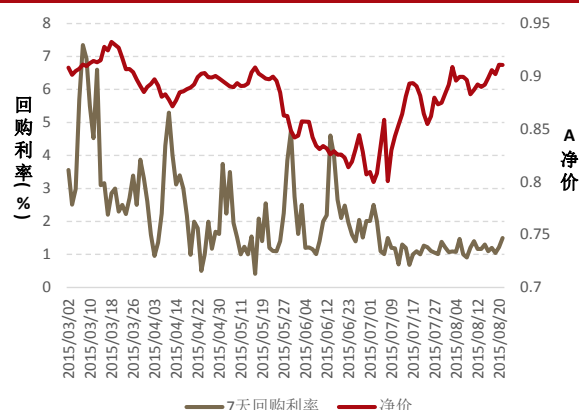
假设市场隐含收益率进一步下行, A 价格上升, 期权价值大幅缩水, 甚至由正转负, 从而会遏制 A 价格的上涨, A 上涨空间有限。因此, 分级 A 相对于债券没有比较优势。

图表 6：分级 A 净价与国债期货



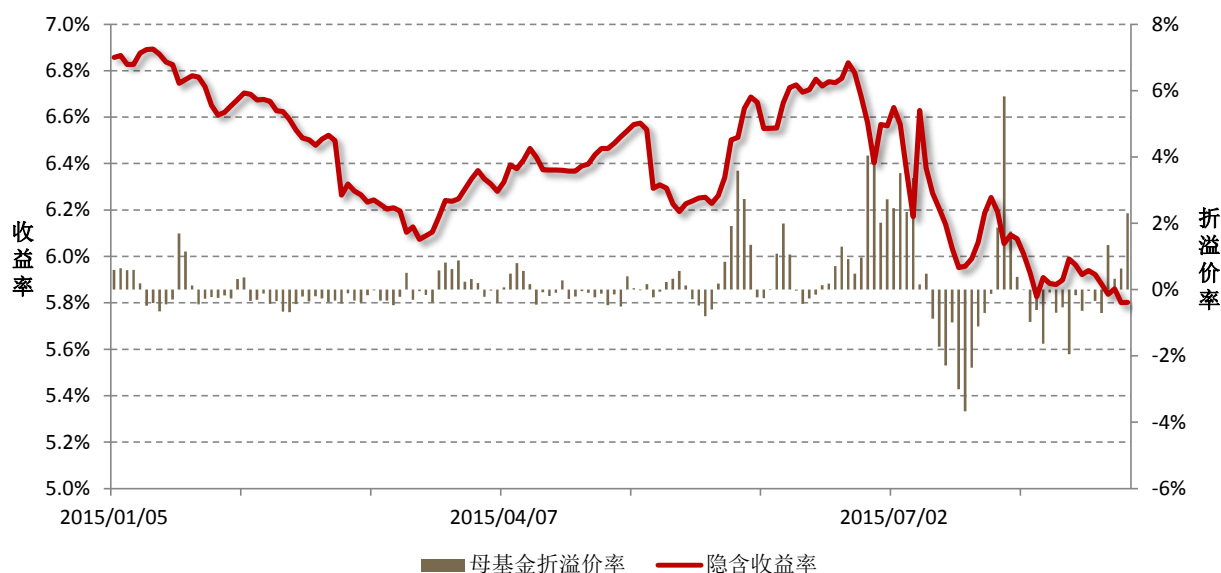
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 7：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 8：分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率



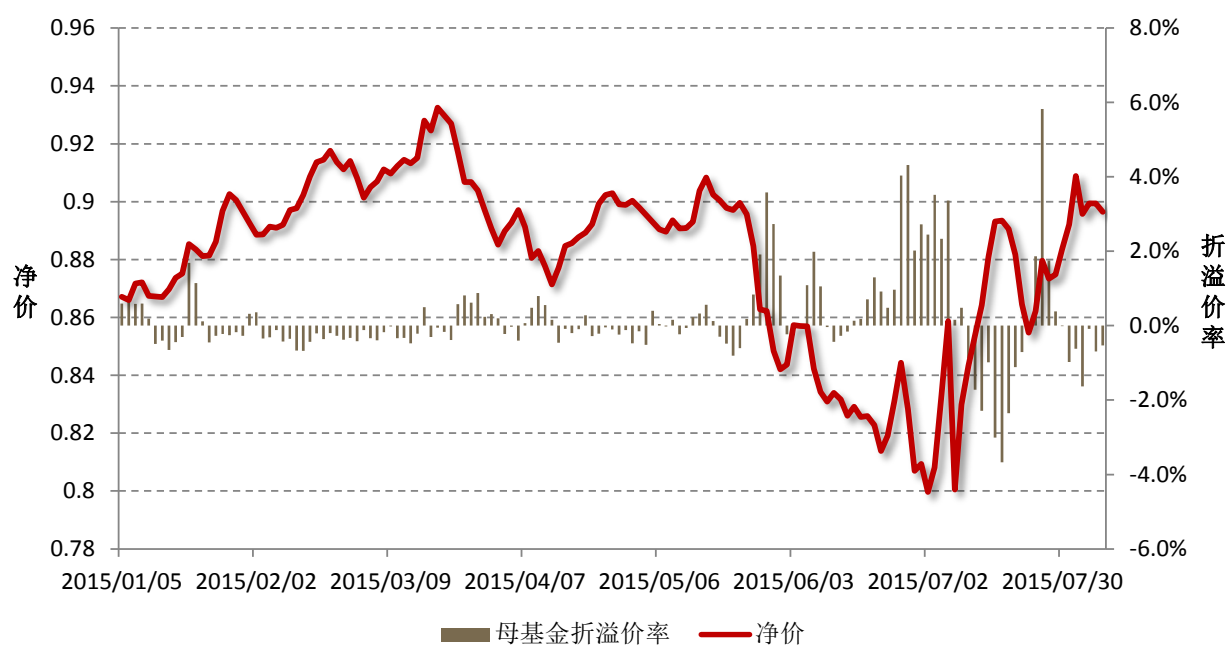
数据来源：方正证券研究所

## 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，虽然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 9：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 10：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						
161027	证券分级	7.98%	163411	25124	38.34	16.89%
163113	申万证券	6.03%	114466	72504	111.36	4.24%
161720	券商分级	6.02%	43756	17945	29.29	4.80%
161031	工业4	5.27%	34809	8669	6.59	74.34%
160625	鹏华证保	4.78%	35797	9675	24.35	0.37%
161022	富国创业	4.38%	323237	62093	63.91	14.65%
161812	银华100	4.07%	24710	24064	20.82	-4.52%
160626	鹏华信息	3.70%	39287	9566	8.08	-0.33%
161816	银华90	3.17%	2337	708	2.96	1.61%
161032	煤炭基金	2.91%	11923	5923	5.34	20.13%
母基金溢价率后十名						
160221	国泰有色	-0.50%	13836	11366	5.36	-24.01%
163114	申万环保	-0.51%	18095	9643	5.84	-15.95%
164401	健康分级	-0.65%	7692	2917	6.90	-7.54%
164402	中航军工	-0.74%	35384	15741	37.52	-8.97%
161029	银行分级	-0.75%	4544	492	2.06	1.94%
160633	券商指基	-0.89%	26881	2802	4.87	-4.75%
160419	证券股基	-1.12%	41346	5730	7.33	36.99%
161123	重组分级	-1.14%	5638	1827	3.02	-6.76%
160516	博时证保	-1.17%	25217	2113	3.81	1.50%
164705	添富恒生	-1.77%	18325	2141	9.17	-1.68%

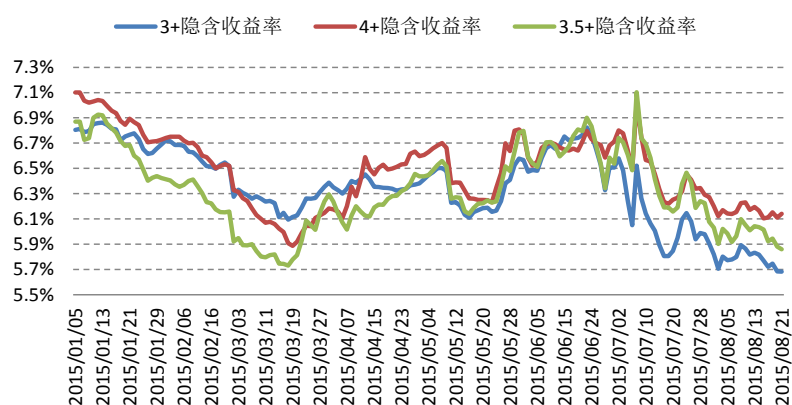
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 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。

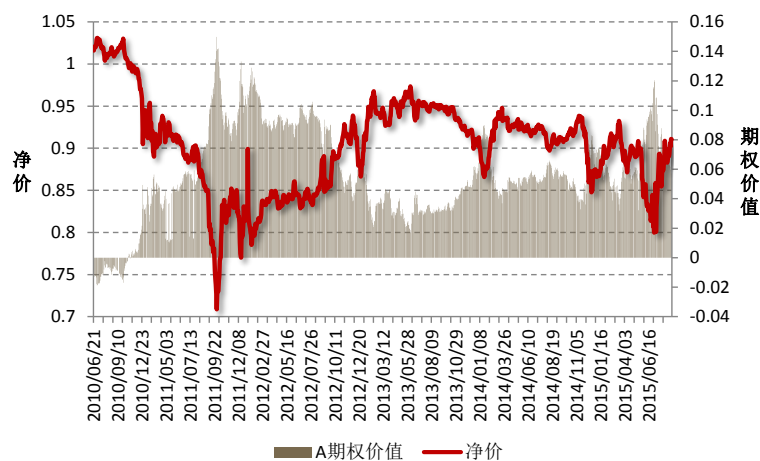
由于不少分级临近下折，不同期权价值的产品的隐含收益率差距继续保持，期权价值对于分级 A 定价的影响较为显著。但随着目前价格上涨，期权价值逐渐减小。

图表 11: 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 12: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 13：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
150321	煤炭A基	0.19%	2.91%	2385	20.13%	5.34	6.71%	-0.030	6.53%	-13.42%	4.25%
150221	中航军A	0.72%	-0.74%	7077	-8.97%	37.52	6.40%	-0.055	6.09%	-9.10%	9.13%
150123	建信50A	1.70%	1.60%	1050	26.12%	2.52	6.30%	-0.016	6.20%	-7.59%	3.03%
150299	银行股A	1.04%	0.52%	714	3.67%	2.06	6.25%	0.026	6.43%	-7.15%	-4.02%
150291	银行A份	0.62%	0.06%	547	6.13%	2.33	6.25%	0.026	6.43%	-7.08%	-3.95%
150301	证券股A	1.66%	-1.12%	8269	36.99%	7.33	6.20%	0.024	6.36%	-6.38%	-3.23%
150223	证券A级	2.05%	7.98%	32682	16.89%	38.34	6.17%	0.000	6.17%	-5.87%	-2.73%
150130	医药A	0.81%	0.58%	4524	-4.10%	35.00	6.15%	0.015	6.25%	-5.59%	-2.44%
150190	NCF环保A	0.50%	0.41%	972	-11.21%	5.22	6.15%	0.016	6.25%	-5.58%	-2.44%
150117	房地产A	-1.86%	0.12%	1036	-3.00%	10.95	6.12%	0.013	6.21%	-5.16%	-2.00%
150219	健康A	1.02%	-0.65%	1538	-7.54%	6.90	6.12%	-0.037	5.92%	-5.09%	6.05%
150247	传媒A级	1.02%	0.54%	447	-9.07%	1.21	6.12%	0.012	6.19%	-5.15%	-1.94%
150265	一带A	0.82%	-0.16%	2707	-11.78%	8.98	6.10%	0.010	6.16%	-4.83%	-1.59%
150198	食品A	0.60%	0.37%	2862	-2.91%	10.35	6.10%	0.010	6.16%	-4.74%	-1.54%
150261	医疗A	0.10%	0.10%	602	-9.13%	2.74	6.07%	0.007	6.11%	-4.35%	-1.11%
150196	有色A	1.83%	-0.50%	2767	-24.01%	5.36	6.05%	0.005	6.08%	-4.05%	-0.80%
150211	新能源车A	3.19%	-0.32%	2710	-9.25%	10.30	6.00%	0.051	6.36%	-3.29%	-8.21%
150090	万家创A	2.40%	2.38%	369	-4.06%	0.99	5.97%	0.053	6.34%	-2.75%	-7.74%
150030	中证90A	1.51%	3.17%	467	1.61%	2.96	5.93%	0.051	6.28%	-2.17%	-7.19%
150295	改革A	4.79%	0.06%	1940	-23.21%	2.80	5.89%	0.039	6.14%	-1.44%	-6.54%
150028	中证500A	1.01%	0.86%	3097	7.25%	6.71	5.87%	0.072	6.39%	-1.13%	-11.25%
150152	创业板A	3.01%	4.38%	64647	14.65%	63.91	5.83%	0.041	6.09%	-0.41%	-5.52%
150169	恒生A	2.05%	-1.77%	3665	-1.68%	9.17	5.82%	0.084	6.45%	-0.31%	-13.61%
150148	医药800A	2.69%	0.46%	636	-18.10%	1.52	5.81%	0.065	6.27%	-0.13%	-10.28%
150225	证保A级	3.64%	-1.17%	5043	1.50%	3.81	5.78%	0.035	6.00%	0.42%	-4.73%
150241	银行A级	1.96%	-0.75%	909	1.94%	2.06	5.77%	0.084	6.39%	0.48%	-13.18%
150227	银行A	1.84%	-0.49%	14495	0.94%	49.59	5.77%	0.085	6.39%	0.59%	-13.05%
150229	酒A	2.08%	0.60%	1021	-1.58%	2.07	5.77%	0.084	6.39%	0.60%	-13.08%
150018	银华稳进	0.78%	4.07%	4942	-4.52%	20.82	5.75%	0.073	6.28%	0.81%	-12.64%
150217	新能源A	1.14%	0.23%	1342	-21.11%	3.35	5.75%	0.081	6.35%	0.82%	-12.82%
150181	军工A	1.25%	2.16%	28454	-7.88%	83.65	5.74%	0.077	6.30%	1.05%	-12.67%
150205	重组A	2.19%	2.15%	13988	-1.34%	26.35	5.74%	0.080	6.32%	1.05%	-12.68%
150203	传媒A	1.70%	2.52%	1289	-1.77%	4.51	5.73%	0.081	6.31%	1.27%	-12.40%
150249	银行A端	2.42%	-0.73%	337	-0.52%	1.11	5.73%	0.081	6.31%	1.28%	-12.52%
150283	SW医药A	0.34%	0.83%	630	-6.81%	2.35	5.72%	0.076	6.27%	1.39%	-12.50%
150209	国企改革A	2.77%	1.00%	94840	-5.75%	179.25	5.71%	0.084	6.32%	1.51%	-12.33%
150051	沪深300A	0.11%	1.80%	886	-6.93%	5.36	5.71%	0.081	6.29%	1.61%	-12.16%
150269	白酒A	1.83%	0.88%	309	-6.00%	1.27	5.71%	0.081	6.29%	1.63%	-12.24%
150277	高铁A	2.08%	1.21%	583	-4.12%	1.81	5.71%	0.075	6.24%	1.64%	-12.31%
150194	互联网A	1.96%	0.43%	8286	-29.11%	10.36	5.70%	0.075	6.23%	1.75%	-12.21%
150173	生物A	2.19%	0.87%	1383	-12.25%	2.34	5.69%	0.073	6.21%	1.87%	-12.12%
150186	SW军工A	2.08%	-0.16%	4398	-5.46%	5.94	5.69%	0.070	6.18%	2.00%	-12.04%
502049	上证50A	1.92%	2.05%	2731	-0.44%	11.35	5.67%	0.080	6.24%	2.26%	-11.61%
150157	金融A	3.01%	-0.33%	1997	-1.57%	23.17	5.67%	0.050	6.00%	2.22%	-7.97%
150200	券商A	3.23%	6.02%	8751	4.80%	29.29	5.67%	0.079	6.23%	2.23%	-11.28%
150215	TMTA	2.25%	3.07%	163	-10.61%	1.87	5.65%	0.072	6.15%	2.68%	-11.20%
150259	重组A	2.64%	-1.14%	1128	-6.76%	3.02	5.63%	0.066	6.09%	2.96%	-11.18%
150171	证券A	3.16%	6.03%	22893	4.24%	111.36	5.63%	0.077	6.16%	3.05%	-10.86%
150179	信息A	2.48%	3.70%	7857	-0.33%	8.08	5.61%	0.075	6.12%	3.44%	-10.63%
150273	带路A	1.35%	1.25%	228	-5.44%	0.96	5.61%	0.065	6.04%	3.48%	-10.74%
150184	环保A	3.80%	-0.51%	3619	-15.95%	5.84	5.59%	0.061	6.00%	3.81%	-10.46%
150243	创业A	2.02%	-0.47%	2498	-36.67%	1.47	5.58%	0.070	6.06%	3.92%	-10.29%
502007	国企改革A	3.89%	2.50%	68226	70.02%	25.77	5.57%	0.072	6.06%	4.09%	-10.16%
150231	电子A	2.79%	-0.62%	2508	-35.90%	1.92	5.51%	0.064	5.92%	5.24%	-9.10%
150235	券商A级	2.44%	-0.89%	5376	-4.75%	4.87	5.50%	0.064	5.92%	5.38%	-8.96%
150177	银行业A	3.66%	4.78%	7159	0.37%	24.35	5.49%	0.063	5.90%	5.56%	-8.69%
150315	工业4A	1.54%	5.27%	6962	74.34%	6.59	5.49%	0.063	5.90%	5.65%	-8.81%
150143	转债A级	2.45%	1.80%	1502	28.06%	1.24	5.48%	0.036	5.71%	5.78%	-8.73%
150275	一带一A	0.44%	0.30%	1031	-8.13%	4.98	5.47%	0.052	5.80%	6.02%	-8.55%
150100	资源A	4.24%	-0.33%	447	-9.47%	2.01	5.42%	0.041	5.68%	6.70%	-7.52%
150150	有色800A	3.74%	1.01%	593	-18.99%	1.22	5.40%	0.022	5.53%	7.39%	-3.67%

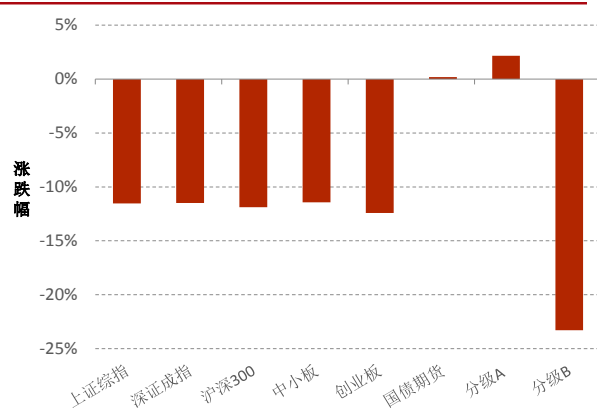
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 3. 分级 B 投资策略

上周股市再次下挫，上证指数下跌近 12%，B 下跌约 23%，投资者信心不足。证券 B 级已经触发下折，证券股 B、创业板 B、证保 B 级、证保 B、转债 B 级、国金 50B 离下折较近，我们提示风险。

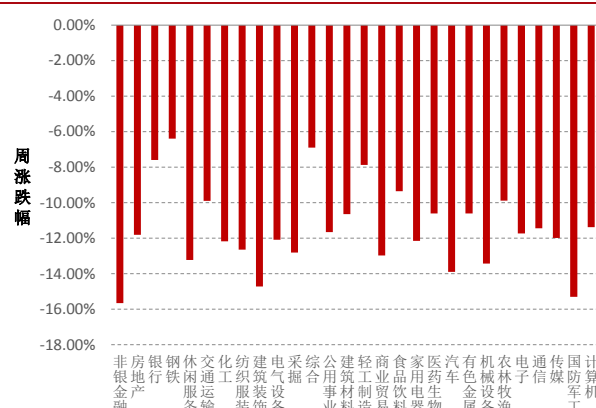
临近下折的 B 杠杆都在 3 倍以上，且受到涨跌停板限制，导致 B 可能出现“来不及跌停”的现象，直接触发下折，我们建议投资者对于此类临近下折的 B 维持谨慎。

图表 14：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 15：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 16：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
150302	证券股B	-30.25%	4.56	0.82%	135.63%	-1.12%	7.10%	7.33	7.60%	23.24%	证券公司
150226	证保B级	-28.84%	4.26	1.40%	133.83%	-1.17%	12.31%	3.81	7.19%	-5.96%	中证800证保
150224	证券B级	-33.53%	3.62	-2.74%	141.94%	7.98%	58.80%	38.34	8.38%	88.58%	中证全指证券公司
150322	煤炭B基	-28.78%	3.56	10.50%	112.77%	2.91%	-0.50%	5.34	8.46%	106.75%	中证煤炭
150144	转债B级	-27.61%	3.54	4.04%	71.23%	1.80%	45.42%	1.24	7.27%	-7.25%	中证转债
150153	创业板B	-27.78%	3.40	1.17%	134.38%	4.38%	42.26%	63.91	7.82%	18.90%	创业板指
150236	券商B级	-12.76%	3.25	6.50%	121.57%	-0.89%	23.37%	4.87	7.10%	-12.44%	中证全指证券公司
150031	中证90B	-24.09%	2.97	6.71%	194.99%	3.17%	34.02%	2.96	7.96%	16.27%	等权90
150178	证保B	-31.17%	2.96	3.34%	127.62%	4.78%	51.70%	24.35	7.58%	3.18%	中证800证保
150232	电子B	-8.22%	2.94	10.38%	112.65%	-0.62%	21.06%	1.92	7.22%	-10.24%	申万电子
150316	工业4B	-19.74%	2.71	6.39%	122.88%	5.27%	47.62%	6.59	7.81%	4.59%	工业4.0
150091	万家创B	-25.74%	2.71	11.56%	179.52%	2.38%	27.11%	0.99	8.02%	12.95%	创业成长
502008	国企改B	-36.00%	2.68	9.46%	115.64%	2.50%	36.01%	25.77	7.68%	-0.16%	中小国改
150244	创业B	-10.19%	2.62	14.68%	102.98%	-0.47%	20.77%	1.47	7.44%	-6.81%	创业板指
150292	银行B份	-18.48%	2.62	19.66%	90.84%	0.06%	7.33%	2.33	8.15%	14.31%	中证银行
150199	食品B	-21.52%	2.60	21.59%	85.87%	0.37%	3.61%	10.35	8.02%	9.87%	国证食品
150180	信息B	-23.61%	2.56	9.96%	113.37%	3.70%	41.03%	8.08	7.85%	4.12%	中证信息
150300	银行股B	-17.55%	2.55	20.27%	89.42%	0.52%	8.56%	2.06	8.23%	15.46%	中证银行
150118	房地产B	-22.43%	2.50	23.55%	140.53%	0.12%	3.49%	10.95	8.04%	9.30%	国证地产
502050	上证50B	-21.91%	2.50	12.59%	106.58%	2.05%	34.21%	11.35	7.74%	1.73%	上证50
150172	生物B	-28.32%	2.46	8.71%	114.93%	6.03%	52.58%	111.36	8.09%	11.21%	中证全指证券公司
150191	NCF环保B	-24.62%	2.42	24.73%	77.10%	0.41%	4.78%	5.22	8.12%	10.41%	中证环保
150210	国企改B	-25.06%	2.41	15.51%	100.53%	1.00%	29.05%	179.25	7.81%	0.28%	国企改革
150201	银行B	-27.87%	2.39	10.25%	107.76%	6.02%	51.51%	29.29	8.04%	12.45%	中证全指证券公司
150222	中航军B	-4.68%	2.27	37.13%	47.35%	-0.74%	-10.83%	37.52	8.29%	12.19%	军工指数
150052	沪深300B	-18.73%	2.26	18.49%	92.55%	1.80%	28.25%	5.36	7.95%	2.04%	沪深300
150131	医药B	-18.53%	2.23	28.79%	67.82%	0.58%	4.63%	35.00	8.28%	9.52%	国证医药
150220	健康B	-2.91%	2.22	36.25%	50.00%	-0.65%	-7.69%	6.90	8.09%	5.30%	健康产业
150270	白酒B	-22.44%	2.22	20.77%	88.21%	0.88%	23.75%	1.27	7.94%	-0.03%	中证白酒
150250	银行B端	-17.24%	2.20	23.30%	82.04%	-0.73%	18.14%	1.11	7.76%	-3.01%	中证银行
150228	银行B	-16.93%	2.20	22.62%	82.93%	-0.49%	20.13%	49.59	7.83%	-1.74%	中证银行
150158	金融B	-21.79%	2.13	28.99%	65.02%	-0.33%	9.91%	23.17	7.69%	-3.04%	中证800金融
150204	传媒B	-23.43%	2.11	21.55%	84.73%	2.52%	28.00%	4.51	8.16%	4.03%	中证传媒
150230	酒B	-22.02%	2.09	24.49%	78.78%	0.60%	21.63%	2.07	8.06%	0.60%	中证酒
150149	医药800B	-19.35%	2.08	27.21%	71.82%	0.46%	15.59%	1.52	8.07%	1.11%	中证800医药
150262	医疗B	-20.76%	2.08	34.32%	56.74%	0.10%	1.46%	2.74	8.39%	5.42%	中证医疗
150242	银行B级	-17.08%	2.08	26.59%	73.81%	-0.75%	17.07%	2.06	7.93%	-2.03%	中证银行
150266	一带B	-24.72%	2.06	34.89%	55.76%	-0.16%	1.30%	8.98	8.43%	5.31%	一带一路
150218	新能源B	-23.07%	2.05	26.64%	73.01%	0.23%	18.96%	3.35	8.02%	-0.38%	国证新能
150216	重组B	-19.71%	2.05	24.06%	79.04%	3.07%	25.40%	1.87	8.18%	3.50%	TMT50
150248	传媒B级	-20.63%	2.04	34.39%	56.53%	0.54%	3.29%	1.21	8.49%	7.32%	中证传媒
150212	新能源车B	-21.69%	2.03	31.63%	61.12%	-0.32%	9.30%	10.30	7.79%	2.91%	新能源车
150029	中证500B	-18.57%	2.02	20.80%	185.31%	0.86%	17.44%	6.71	8.30%	2.99%	中证500
150170	恒生B	-14.37%	1.93	33.16%	55.93%	-1.77%	12.05%	9.17	8.39%	-3.04%	恒生指数
150206	国防B	-22.30%	1.92	28.42%	69.49%	2.15%	22.18%	26.35	8.42%	3.23%	中证国防
150195	互联网B	-20.82%	1.87	33.14%	59.57%	0.43%	15.01%	10.36	8.33%	-0.72%	中证移动互联
150276	一带一B	-21.71%	1.86	36.50%	51.67%	0.30%	9.35%	4.98	8.07%	-4.16%	一带一路
150151	有色800B	-17.67%	1.83	39.74%	43.82%	1.01%	5.38%	1.22	8.16%	-3.87%	中证800有色
150284	SW医药B	-12.92%	1.83	34.15%	56.89%	0.83%	15.71%	2.35	8.46%	0.35%	医药生物
150197	有色B	-20.61%	1.81	44.13%	33.32%	-0.50%	-0.25%	5.36	8.66%	2.57%	国证有色
150174	TMT中证B	-19.17%	1.79	35.87%	53.06%	0.87%	14.59%	2.34	8.52%	0.07%	中证TMT
150182	军工B	-17.23%	1.77	34.71%	54.48%	2.16%	18.51%	83.65	8.70%	3.08%	中证军工
150274	带路B	-19.99%	1.77	37.39%	49.55%	1.25%	13.30%	0.96	8.53%	-0.46%	一带一路
150278	高铁B	-24.12%	1.77	36.39%	51.82%	1.21%	15.27%	1.81	8.63%	0.88%	高铁产业
150260	重组B	-18.96%	1.76	40.71%	41.56%	-1.14%	7.94%	3.02	8.26%	-3.99%	CSWD并购
150296	改革B	-22.50%	1.75	42.71%	36.76%	0.06%	5.66%	2.80	8.66%	1.22%	国企改革
150124	建信50B	-17.22%	1.68	49.29%	56.48%	1.60%	0.60%	2.52	9.27%	9.31%	央视50
150185	环保B	-21.41%	1.68	44.50%	32.53%	-0.51%	7.44%	5.84	8.50%	-3.20%	中证环保
150019	银华锐进	-12.75%	1.67	36.96%	96.08%	4.07%	21.31%	20.82	9.11%	6.63%	深证100
150101	资源B	-18.51%	1.66	47.30%	63.80%	-0.33%	4.98%	2.01	8.25%	-4.42%	A股资源
150187	SW军工B	-19.88%	1.55	49.74%	20.24%	-0.16%	7.84%	5.94	9.07%	-1.31%	中证军工

数据来源：Wind, 方正证券研究所

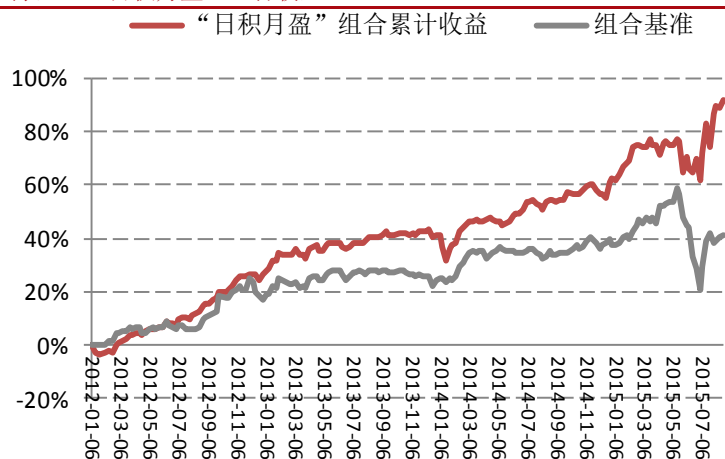
#### 4. “日积月盈”分级 A 组合策略

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 1.51%，组合目前持有证券股 A(150301)、医药 A (150130)、一带 A (150265)、国企改 A(150209)。

图表 17：“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	15.62%	0.68%	14.94%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券股A	6.20%	0.024	4.135
医药A	6.15%	0.015	2.262
一带A	6.10%	0.010	1.353
国企改A	5.71%	0.084	47.420

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