

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
2015.03.14

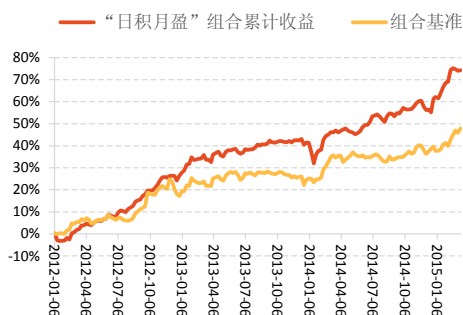
金融工程高级分析师：楼华锋
执业证书编号：S1220514080011
TEL: 021-50432679
E-mail: louhuafeng@foundersc.com

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》

“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：国企改革 A 近期为何大幅上涨？

我们认为国企改革 A 近期价格上涨和 B 类份额投资者配对转换有关。随着近期国企改革题材的降温，投资者逐渐将资金转移到其他板块上。大量 B 份额投资者选择买入 A，合并赎回母基金，那么市场对于分级 A 的需求就会大幅提升。另一方面，分级 A 的机构投资者占比较多，普遍长期持有，分级 A 的供应不足，需大于供推动了本轮国企改革 A 的上涨。这解释了为什么目前母基金折价率不高，份额却缓慢缩减。今年主题分级大量上市，类似配对转换带来的投资机会建议重点关注！

➤ 分级 A 投资策略：

分级 A 价格上周上涨 1.07%，平均隐含收益率下行约 4BP 至 6.20%。虽然近期分级 A 价格持续攀升，但国债期货价格波动较大，市场对未来利率走势有所分歧，仍需关注债券市场后续走势，谨防市场利率出现大幅波动。近期分级 A 受 B 端影响显著，建议多关注近期母基金折价，且隐含收益率较高的分级 A。

➤ 分级 B 投资策略：

上周股市大小盘齐涨，银行、交运、计算机和采掘涨幅居前。分级 B 整体上涨 3.17%，成长股和金融板块涨幅最多。在目前位置，我们建议降低标的为中小盘和创业盘的分级 B 配置，关注蓝筹股。

➤ 套利策略推荐：

目前 A 类整体折价 0.24%，折价率较低，整体无套利机会。具体来看，银河增强、建信双利、长盛同瑞溢价较高，但交易量有限。各产品折价率不高，折价套利机会有限。

➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

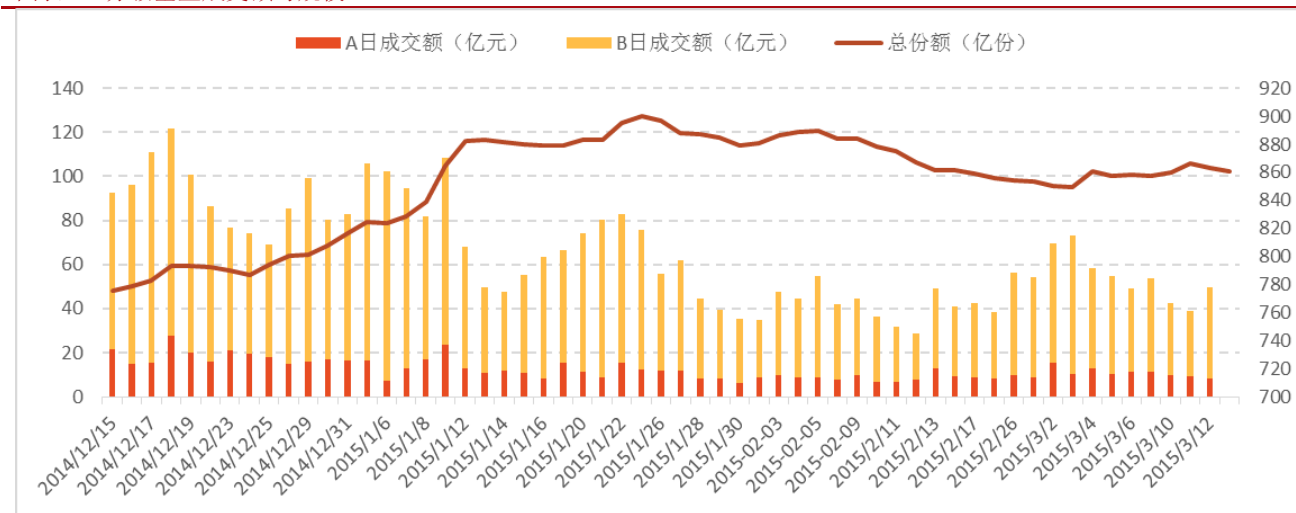
一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”策略上周组合收益率为 0.13%，同期基准收益为 1.39%。组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1. 本周思考：国企改革 A 近期为何大幅上涨？

本周永续分级 A 上涨 1.08%。分级 B 整体上涨 3.17%，标的为成长股和银行类分级 B 表现抢眼。分级基金市场整体成交量整体持平，市场规模无显著变化。

图表 1：分级基金成交额与规模



数据来源：方正证券研究所

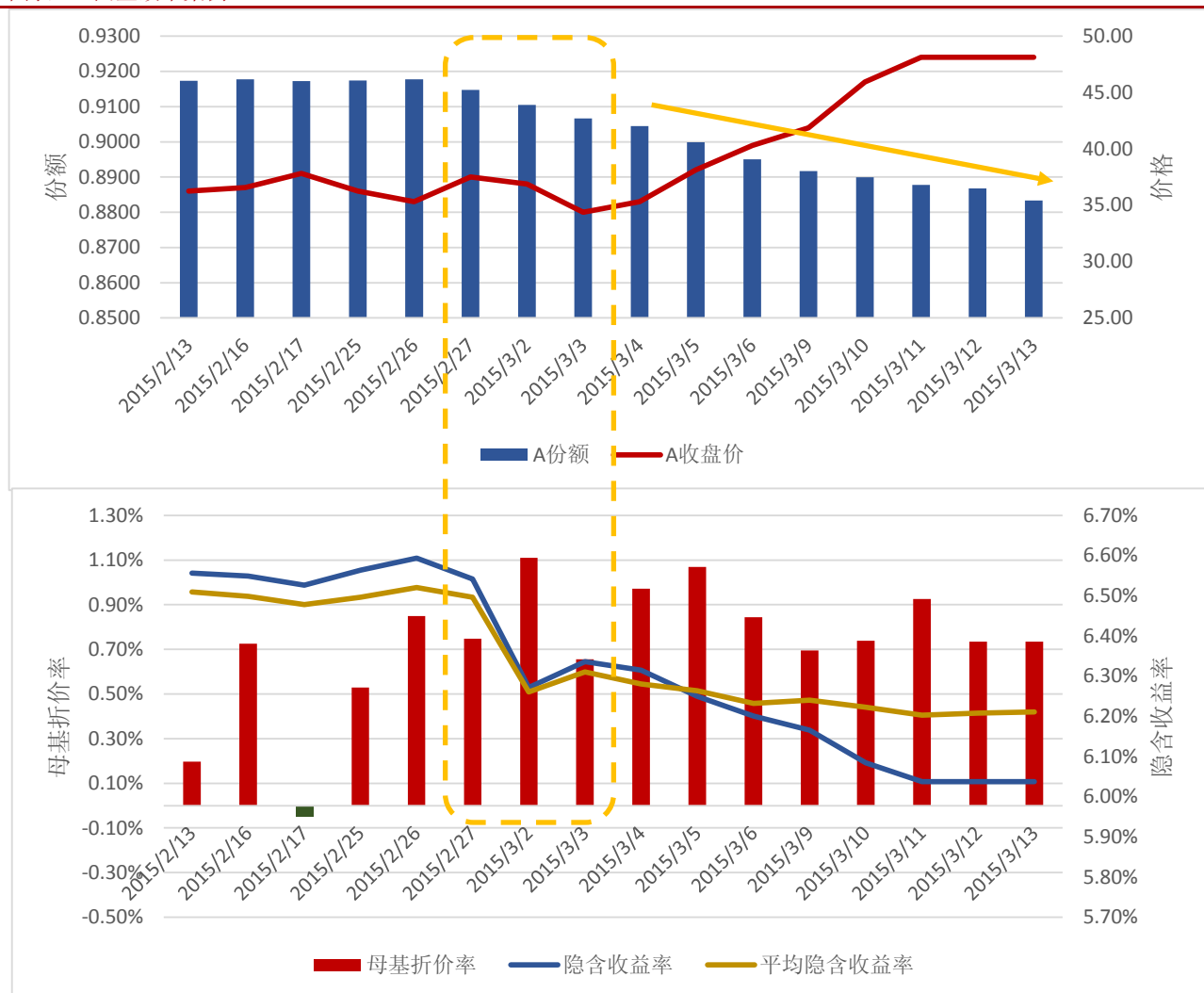
从本月 3 号开始，国企改革 A 价格持续上升，隐含收益率逐渐偏离市场平均水平。照常理而言，当某支分级 A 隐含收益率低于市场平均水平时，投资者购入意愿会减弱，价格逐步回落到合理区间内，国企改革 A 价格走势有悖于传统逻辑。同时，国企改革母基金没有出现大幅折溢价，本轮上涨也不是折价套利推动的，那它背后的逻辑是什么？

我们认为国企改革 A 近期价格上涨和 B 类份额投资者配对转换有关。去年下半年至今，国企改革题材受到市场持续关注，大量投资者买入带杠杆的国企改革 B 博取收益。而随着近期国企改革题材的降温，投资者逐渐将资金转移到其他板块上。

想要出售国企改革 B，有以下两种操作方法：（1）按 B 市场价直接在交易所出售国企改革 B（150210.SZ）（2）购买同等份额的国企改革 A，合并成母基金并按母基金净值赎回。两者区别在于前者以交易价交易，而后者以净值交易。多数情况下，国企改革处于折价状态，方法（2）获益更多。

如果大量 B 份额投资者选择买入 A，合并赎回母基金，那么市场对于分级 A 的需求就会大幅提升。另一方面，分级 A 的机构投资者占比较多，普遍长期持有，分级 A 的供应不足，需大于供推动了本轮国企改革 A 的上涨。这解释了为什么目前母基金折价率不高，份额却缓慢缩减。今年主题分级大量上市，市场分化明显，类似机会建议投资者重点把握！

图表 2：国企改革案例



数据来源：方正证券研究所

于近期即将发行上市交易的新分级基金共有6支，宽基类三支，行业类三支，分别为国富中证100、国泰深证TMT50、国投瑞银瑞泽中证创业成长、交银国证新能源、国泰国证有色金属行业和富国证券分级。

图表 3：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
164508.OF	国富中证100	150135.SZ	150136.SZ	2015/3/2	2015/3/20	国海富兰克林基金管理有限公司
160224.OF	国泰深证TMT50	J150215.SZ	J150216.SZ	2015/3/5	2015/3/20	国泰基金管理有限公司
161223.OF	国投瑞银瑞泽中证创业成长	150213.SZ	150214.SZ	2015/3/9	2015/3/13	国投瑞银基金管理有限公司
164905.OF	交银国证新能源	150217.SZ	150218.SZ	2015/3/9	2015/3/24	交银施罗德基金管理有限公司
160221.OF	国泰国证有色金属行业	150196.SZ	150197.SZ	2015/3/16	2015/3/27	国泰基金管理有限公司
161027.OF	富国证券分级	150223.SZ	150224.SZ	2015/3/16	2015/3/27	富国基金管理有限公司

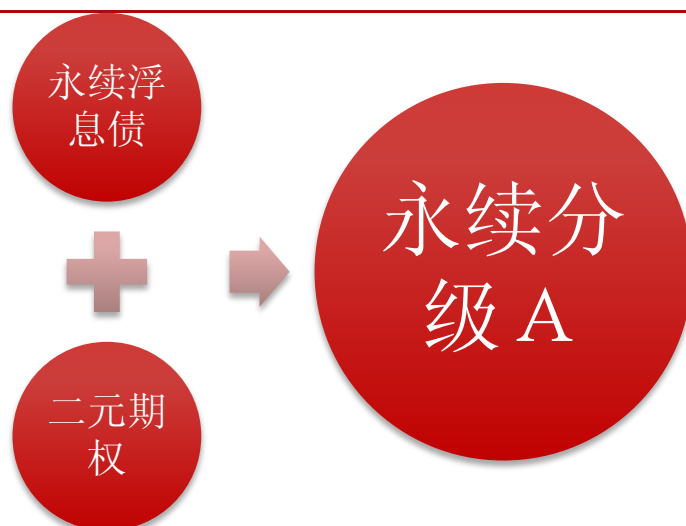
数据来源：方正证券研究所

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：分级基金产品结构



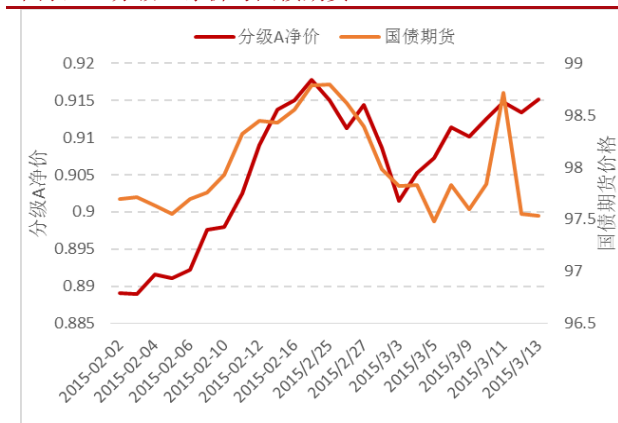
数据来源：方正证券研究所

2.1 利率波动大，分级 A 大幅上涨

上周，国债期货价格波动较大，市场对未来利率走势有所分歧，周五尾盘价格大幅下滑，全周国债期货下跌 0.30%。资金面方面，上周新股集中发行，导致资金面偏紧，GC007 较上周上行明显。

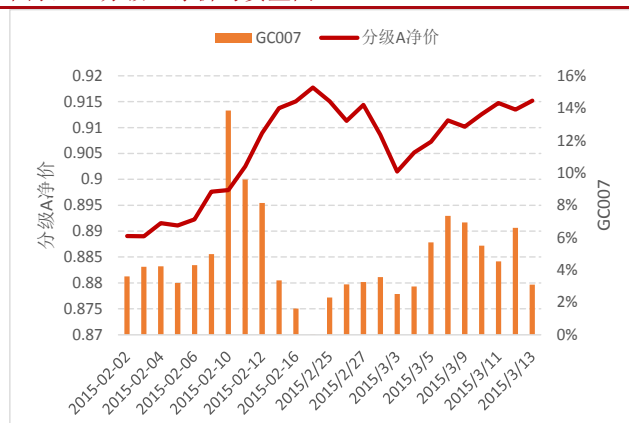
分级 A 价格上周上涨 1.07%，平均隐含收益率下行约 4BP 至 6.20%。虽然近期分级 A 价格持续攀升，但仍需关注国债期货后续走势，谨防市场利率出现大幅波动。

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

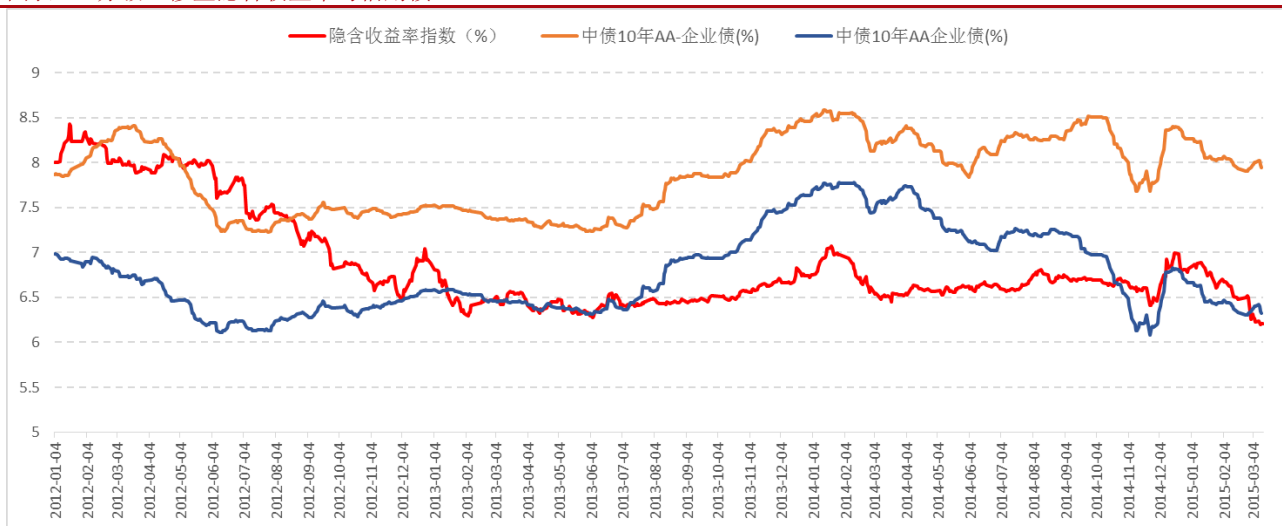
图表 6：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

目前分级 A 修正久期为 13-15 年左右，考虑下折后久期为 6-9 年左右，久期较长，因此选 10 年企业债收益率作对比。目前，分级 A 的收益率位于 AA 级企业债附近。随着分级基金规模扩大，价值逐渐被市场认识，未来隐含收益率或有望进一步下行。

图表 7：分级 A 修正隐含收益率与信用债



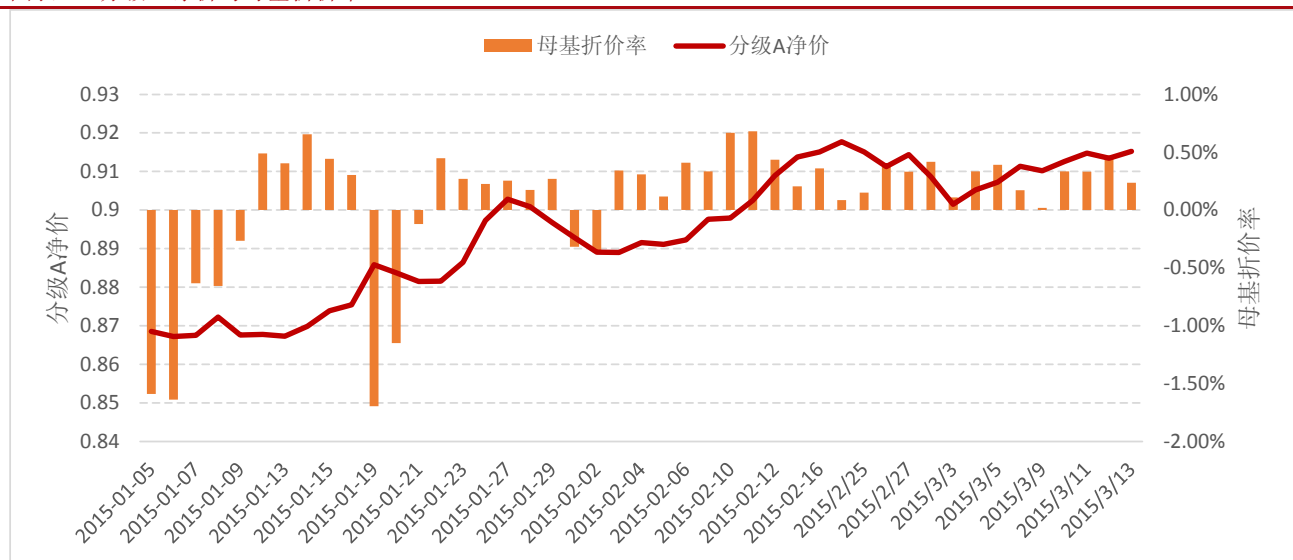
数据来源：方正证券研究所

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。当市场交易情绪高涨时，B 份额因高杠杆受到市场追捧，会产生较大的溢价，投机者并不在意分级 B 溢价，持续买入。当溢价过大时，套利资金入场进行溢价套利，从场内申购母基金后拆分成 A、B 分别按市价卖出。这一过程会对 A 类的价格形成打压，套利者不会因 A 类价格偏离正常交易价格而选择持有，相反套利者急于变现因而大量卖出 A、B，造成对 A 类的错杀。

目前，A 类整体折价 0.24%，折价率较低，折溢价套利资金对 A 类的影响有限，但是部分前期火爆，近期处于折价状态的 A 可以多关注它们由于配对转换带来的短期投资机会。

图表 8：分级 A 净价与母基折价率



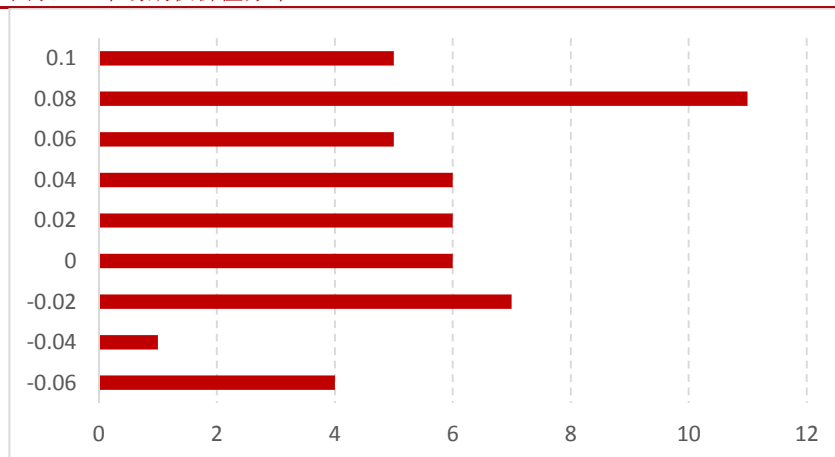
数据来源：方正证券研究所

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。

目前，分级 A 多数处于折价状态，少部分处于溢价状态。期权价值最大的是申万菱信申万证券行业 A、招商中证证券公司 A、鹏华证保 A、招商沪深 300 地产 A、信诚中证 TMT 产业 A 和申万菱信中证军工 A。

图表 9：市场期权价值分布



数据来源：方正证券研究所

图表 10：股票型分级 A 关键指标

基金代码	基金名称	净价涨跌幅	低折母基需跌	母基折价率	周成交额 (亿)	期权价值	纯债收益率	隐含收益率
150171.00	证券A	-0.26%	36.55%	0.01%	13.77	0.097	6.71%	6.42%
150140.00	国金300A	0.53%	36.73%	0.85%	0.14	0.037	6.62%	6.36%
150167.00	银华300A	0.43%	36.21%	0.55%	0.23	0.038	6.63%	6.36%
150157.00	金融A	-0.11%	41.10%	-1.73%	4.83	0.072	6.91%	6.36%
150123.00	建信50A	0.79%	48.76%	0.91%	0.12	-0.058	6.03%	6.35%
150150.00	有色800A	-0.22%	45.49%	-0.73%	0.35	0.066	6.85%	6.35%
150121.00	银河优先	0.53%	46.39%	-7.34%	0.03	0.032	6.54%	6.32%
150138.00	银华800A	0.11%	39.01%	0.87%	0.05	0.031	6.53%	6.32%
150173.00	TMT中证A	0.11%	51.74%	0.20%	0.19	0.081	6.96%	6.31%
150145.00	300高贝A	0.42%	53.89%	0.89%	0.04	0.030	6.51%	6.30%
150177.00	证保A	-0.23%	52.99%	-0.03%	1.00	0.089	7.02%	6.30%
150207.00	300地产A	0.46%	41.64%	-0.04%	0.05	0.085	6.98%	6.30%
150100.00	资源A	-0.23%	51.51%	-0.78%	1.09	0.078	6.91%	6.29%
150200.00	券商A	0.81%	37.94%	-0.02%	4.42	0.092	7.02%	6.29%
150051.00	沪深300A	-0.79%	48.49%	-0.45%	0.21	0.073	6.81%	6.24%
150164.00	可转债A	-0.11%	15.29%	0.55%	0.49	0.066	6.75%	6.24%
150186.00	SW军工A	0.21%	54.45%	0.86%	0.35	0.079	6.81%	6.20%
150198.00	食品A	1.13%	45.50%	0.84%	0.62	-0.030	6.02%	6.19%
150179.00	信息A	1.13%	39.81%	0.98%	0.39	0.070	6.69%	6.17%
150184.00	环保A	1.57%	55.04%	0.75%	2.29	0.070	6.68%	6.16%
150053.00	泰达稳健	0.39%	66.12%	0.79%	0.01	0.007	6.19%	6.14%
150181.00	军工A	1.35%	44.74%	0.67%	2.34	0.069	6.64%	6.12%
150036.00	建信稳健	0.10%	57.65%	-5.53%	0.02	0.012	6.20%	6.12%
150143.00	转债A级	-0.22%	5.96%	0.56%	3.96	0.057	6.53%	6.12%
150205.00	国防A	-0.22%	42.96%	0.74%	0.31	0.065	6.56%	6.09%
150094.00	泰信400A	0.71%	62.48%	-2.15%	0.00	0.017	6.18%	6.07%
150076.00	浙商稳健	0.33%	49.01%	0.13%	0.01	0.052	6.42%	6.05%
150130.00	医药A	1.77%	47.40%	0.96%	4.76	-0.039	5.84%	6.05%
150209.00	国企改A	2.71%	42.38%	0.91%	3.55	0.052	6.40%	6.04%
150190.00	NCF环保A	3.86%	48.19%	0.51%	0.51	-0.037	5.83%	6.04%
150194.00	互联网A	2.47%	55.22%	1.02%	0.29	0.061	6.46%	6.03%
150112.00	工银100A	2.66%	50.37%	0.34%	0.01	0.005	6.06%	6.03%
150090.00	万家创A	0.38%	51.83%	1.16%	0.02	0.003	6.04%	6.03%
150073.00	诺安稳健	1.84%	58.23%	0.71%	0.00	-0.003	6.01%	6.02%
150117.00	房地产A	3.21%	58.10%	0.69%	0.42	-0.062	5.68%	6.00%
150047.00	消费A	0.46%	68.74%	0.21%	0.01	-0.006	5.97%	6.00%
150148.00	医药800A	0.00%	47.31%	0.88%	0.61	0.024	6.11%	5.96%
150104.00	华安300A	0.00%	50.85%	-0.25%	0.00	-0.005	5.92%	5.95%
150203.00	传媒A	3.10%	53.54%	0.85%	0.28	0.047	6.24%	5.91%
150018.00	银华稳进	1.30%	36.43%	0.68%	2.15	0.042	6.16%	5.88%
150064.00	同瑞A	-3.13%	61.70%	-5.15%	0.00	-0.009	5.83%	5.88%
150059.00	YH资源A	3.44%	57.35%	0.33%	0.03	-0.015	5.78%	5.87%
150152.00	创业板A	1.77%	53.46%	0.50%	2.96	-0.024	5.65%	5.79%
150083.00	广发100A	2.74%	43.71%	0.82%	0.01	-0.024	5.63%	5.76%
150192.00	地产A	6.32%	55.11%	0.57%	0.06	0.014	5.72%	5.64%
150055.00	工银500A	0.74%	63.95%	0.67%	0.00	-0.014	5.54%	5.62%
150030.00	中证90A	0.44%	55.89%	0.84%	0.08	-0.071	5.00%	5.31%
150088.00	金鹰500A	2.29%	58.31%	0.93%	0.01	-0.066	4.93%	5.21%
150092.00	诺德300A	2.32%	57.64%	0.86%	0.00	-0.029	5.06%	5.20%
150028.00	中证500A	0.81%	53.52%	0.71%	0.46	-0.035	4.96%	5.12%
150057.00	久兆稳健	2.81%	60.19%	1.29%	0.01	-0.064	4.56%	4.80%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

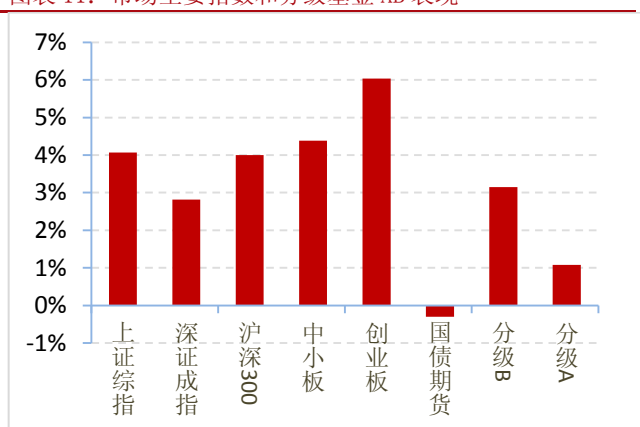
3. 分级 B 投资策略

上周股市大小盘齐涨，上证综指上涨 4.06%，深证成指上涨 2.82%，沪深 300 上涨 4.00%，中小板指数上涨 4.38%，创业板上涨 6.03%。各板块均有所上涨，银行、交运、计算机和采掘涨幅居前。

分级 B 整体上涨 3.17%，成长股和金融板块涨幅最多。具体来看，银河沪深 300 成长 B 上涨 25.78%，建信进取上涨 15.09%，信诚中证 800 金融 B 上涨 12.56%，富国创业板 B 上涨 8.7%。

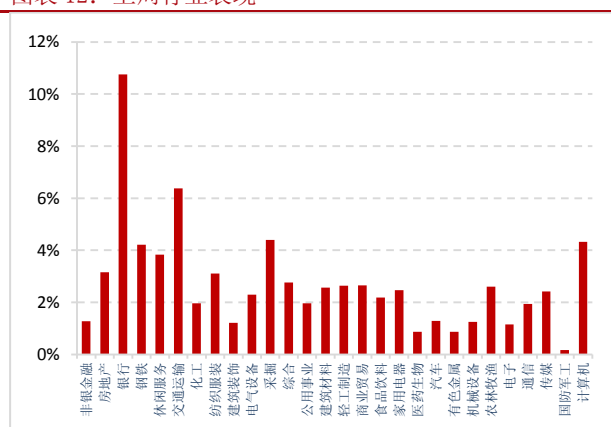
在目前位置，我们建议降低标的为中小盘和创业盘的分级 B 配置，关注蓝筹股。

图表 11：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 12：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 13：股票型分级 B 关键指标

基金代码	基金简称	周涨跌幅	价格杠杆	低折母基需 跌	高折母基需 涨	B溢价率	周成交额 (亿)	跟踪指数
150019.SZ	银华锐进	2.71%	1.94	36.43%	101.66%	5.29%	13.12	深证100
150029.SZ	中证500B	4.90%	1.62	53.52%	68.29%	-6.87%	1.46	中证500
150031.SZ	中证90B	4.50%	1.69	55.89%	39.81%	-8.28%	0.72	等权90
150037.SZ	建信进取	15.09%	1.36	57.65%	61.41%	9.17%	0.13	沪深300
150048.SZ	消费B	3.90%	1.17	68.74%	无上折	-1.48%	0.04	沪深300
150052.SZ	沪深300B	8.58%	1.56	48.49%	22.25%	9.03%	1.34	沪深300
150054.SZ	泰达进取	2.30%	1.33	66.12%	22.15%	-0.31%	0.05	中证500
150056.SZ	工银500B	3.63%	1.40	63.95%	无上折	-3.31%	0.01	中证500
150058.SZ	久兆积极	3.73%	1.57	60.19%	44.02%	-10.30%	0.03	中小300
150060.SZ	YH资源B	0.07%	1.47	57.35%	92.17%	-1.51%	0.38	内地资源
150065.SZ	同瑞B	8.57%	1.31	61.70%	38.06%	6.34%	0.02	中证200
150075.SZ	诺安进取	6.42%	1.45	58.23%	50.57%	-0.85%	0.02	创业成长
150077.SZ	浙商进取	6.07%	1.58	49.01%	59.21%	5.84%	0.03	沪深300
150084.SZ	广发100B	0.86%	1.92	43.71%	78.38%	-4.89%	0.04	深证100
150089.SZ	金鹰500B	1.94%	1.65	58.32%	32.09%	-8.88%	0.02	中证500
150091.SZ	万家创B	7.77%	1.66	51.83%	52.65%	-1.62%	0.03	创业成长
150093.SZ	诺德300B	1.46%	1.58	57.64%	34.38%	-4.26%	0.02	深证300
150095.SZ	泰信400B	6.42%	1.38	62.48%	18.91%	3.58%	0.05	基本400
150101.SZ	资源B	3.46%	1.50	51.51%	53.81%	9.20%	4.68	A股资源
150105.SZ	华安300B	7.96%	1.61	50.85%	49.85%	-0.14%	0.05	沪深300
150113.SZ	工银100B	-0.38%	1.67	50.38%	53.33%	-0.28%	0.01	深证100R
150118.SZ	房地产B	3.15%	1.59	58.11%	32.76%	-5.18%	4.35	国证地产
150122.SZ	银河进取	25.78%	1.50	46.39%	69.91%	16.68%	0.29	沪深300成长
150124.SZ	建信50B	4.40%	1.86	48.77%	62.11%	-8.55%	0.43	央视50
150131.SZ	医药B	3.28%	1.86	47.41%	25.00%	-7.04%	13.60	国证医药
150139.SZ	银华800B	6.38%	1.89	39.01%	46.14%	3.15%	0.07	中证800等权
150141.SZ	国金300B	5.69%	1.95	36.73%	50.53%	4.07%	0.22	沪深300
150144.SZ	转债B级	8.31%	3.52	5.96%	67.52%	34.87%	2.92	中证转债
150146.SZ	300高贝B	3.67%	1.57	53.89%	9.35%	1.36%	0.08	深300高贝塔
150149.SZ	医药800B	3.76%	1.71	47.31%	25.05%	1.59%	1.24	中证800医药
150151.SZ	有色800B	1.42%	1.63	45.49%	29.37%	9.12%	3.00	中证800有色
150153.SZ	创业板B	8.70%	1.64	53.46%	10.64%	-2.97%	9.75	创业板指
150158.SZ	金融B	12.56%	1.69	41.10%	39.80%	12.47%	34.08	中证800金融
150165.SZ	可转债B	5.19%	2.73	15.36%	40.61%	26.78%	0.77	中证转债
150168.SZ	银华300B	7.09%	1.95	36.21%	51.75%	4.77%	0.55	沪深300
150172.SZ	证券B	0.10%	1.87	33.51%	52.26%	15.68%	54.83	证券Ⅱ(申万)
150174.SZ	TMT中证B	3.10%	1.52	51.74%	14.27%	7.63%	0.44	中证TMT
150178.SZ	证保B	2.68%	1.49	52.99%	11.85%	7.65%	10.02	中证800证保
150180.SZ	信息B	4.38%	1.79	39.81%	44.00%	8.12%	0.95	中证信息
150182.SZ	军工B	2.33%	1.68	44.74%	31.16%	6.81%	13.15	中证军工
150185.SZ	环保B	1.91%	1.50	55.05%	3.96%	4.65%	8.06	中证环保
150187.SZ	SW军工B	2.40%	1.51	54.46%	6.07%	4.96%	0.89	中证军工
150191.SZ	NCF环保B	1.29%	1.83	48.19%	23.08%	-6.29%	1.98	中证环保
150193.SZ	地产B	1.46%	1.56	55.11%	6.80%	0.45%	0.72	中证800地产
150195.SZ	互联网B	5.24%	1.51	55.22%	6.27%	3.27%	1.48	中证移动互联
150199.SZ	食品B	2.58%	1.88	45.51%	29.50%	-5.39%	1.81	国证食品
150201.SZ	券商B	-0.86%	1.78	37.94%	46.59%	12.23%	16.09	全指证券公司
150204.SZ	传媒B	5.47%	1.55	53.58%	10.17%	2.75%	1.31	中证传媒
150206.SZ	国防B	1.74%	1.73	42.96%	35.17%	6.69%	1.44	中证国防
150208.SZ	300地产B	2.56%	1.69	41.64%	38.18%	11.09%	0.14	地产等权
150210.SZ	国企改B	2.55%	1.76	42.38%	36.87%	5.86%	11.25	国企改革

数据来源：Wind, 方正证券研究所

4. 分级基金套利

目前 A 类整体折价 0.24%，折价率较低，整体无套利机会。具体来看，银河增强、建信双利、长盛同瑞溢价较高，但交易量有限。各产品折价率不高，折价套利机会有限。

图表 14：折溢价套利

母基代码	母基金	母基净值	母基价格	母基折价率	A周成交额 (亿)	B周成交额 (亿)	总份额(亿)
母基金折价率前十							
161507.OF	银河增强	1.170	1.26	-7.34%	0.03	0.29	0.59
165310.OF	建信双利	1.231	1.31	-5.53%	0.02	0.13	0.23
160808.OF	长盛同瑞	1.435	1.52	-5.15%	0.00	0.02	0.02
162907.OF	泰信400	1.664	1.72	-2.15%	0.00	0.05	0.03
165521.OF	信诚金融	1.071	1.09	-1.73%	4.83	34.08	68.09
160620.OF	中证资源	1.287	1.31	-0.78%	1.09	4.68	18.97
165520.OF	信诚有色	1.156	1.17	-0.73%	0.35	3.00	9.85
165515.OF	信诚300	1.219	1.23	-0.45%	0.21	1.34	4.19
160417.OF	华安300	1.326	1.34	-0.25%	0.00	0.05	0.29
161721.OF	地产分级	1.090	1.09	-0.04%	0.05	0.14	1.05
母基金折价率后十							
165519.OF	信诚医药	1.189	1.19	0.88%	0.61	1.24	6.50
161718.OF	300高贝	1.363	1.36	0.89%	0.04	0.08	1.04
165312.OF	建信50	1.228	1.22	0.91%	0.12	0.43	4.58
161026.OF	富国企改	1.089	1.09	0.91%	3.55	11.25	70.83
162107.OF	金鹰500	1.498	1.50	0.93%	0.01	0.02	0.05
160219.OF	国泰医药	1.184	1.19	0.96%	4.76	13.60	80.14
160626.OF	鹏华信息	1.026	1.03	0.98%	0.39	0.95	3.34
161025.OF	富国互联	1.386	1.40	1.02%	0.29	1.48	4.08
161910.OF	万家中创	1.287	1.30	1.16%	0.02	0.03	0.09
162010.OF	长城久兆	1.370	1.37	1.29%	0.01	0.03	0.12

数据来源：Wind, 方正证券研究所

5. “日积月盈”分级 A 组合策略

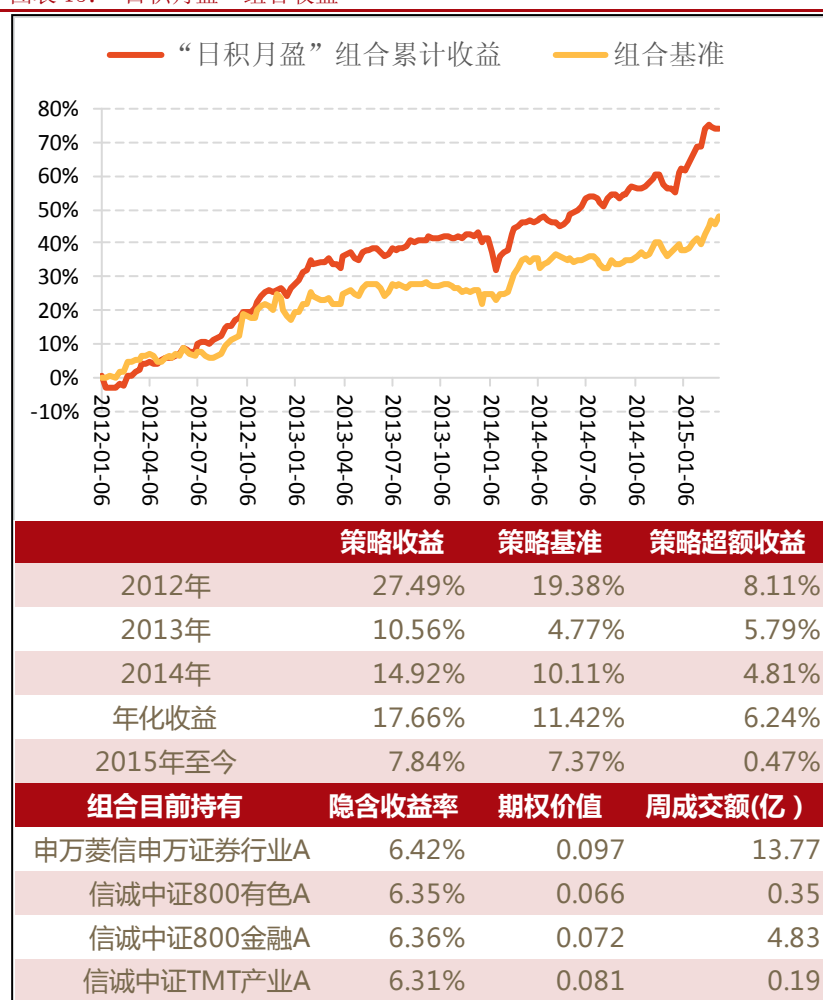
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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。截止至3月13日，“日积月盈”组合目前持有证券A，有色800A，金融A，TMT中证A。上周“日积月盈”组合收益率为0.13%，同期基准收益为1.39%。

图表 15：“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