

## 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  
2015.08.08

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)

金融工程分析师：陈杨城

执业证书编号：S1220515040003

TEL: 021-50460365

E-mail: [chenyangcheng@foundersc.com](mailto:chenyangcheng@foundersc.com)

### 相关研究

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《分级基金上折收益全解析》

《分级基金溢价套利收益全透视》

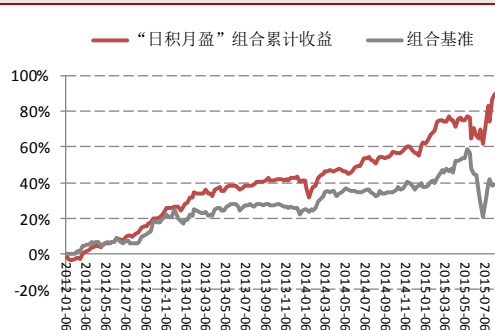
《分级基金折价套利收益全透视》

《分级基金下折收益全解析》

《分级基金杠杆价值全解析》

《分级基金融资成本全解析》

“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 的综合选择

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。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，同时选取估值绝对值低，并且容易上升的 B。

以下四类情况容易导致 B 估值下降，建议适当规避：（1）、整体溢价率高、（2）标的一致性差（3）、母基净值较大杠杆下降（4）、规模守不住

以下四种情况容易导致 B 估值上升，建议择机参与：（1）、整体折价的 B 估值容易上升（2）、上折 B 估值容易上升（3）、杠杆高的分级 B 估值容易上升（4）、潜在规模大的 B 估值容易上升

#### ➤ 分级 A 投资策略：

近期 A 类上涨主要有两个原因：（1）随着股市再度下挫，多个分级临近下折，A 看跌期权价值得到体现。（2）B 类投资者信心不足，整体折价的分级逐渐增多，折价套利推高 A 类价格。

从目前的位置来看，如果股市继续向下调整，A 看跌期权的收益有限；如果股市向上反弹，A 价格会出现回调。再加之隐含收益率已经跌破 6%，A 类整体机会不大。策略上建议以短期交易机会为主，不推荐长期持有。

#### ➤ 分级 B 投资策略：

分级方面，券商 B 级、证券 B 级、证保 B 级和证券股 B 等多个前期没有下折的 B 临近下折，仅四者整体规模有 45 亿，另外 60 亿的航母级创业板 B 也临近下折。尽管临近下折的 B 目前杠杆均在 3.5 左右，反弹能获得较大收益，我们还是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 1.64%，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：B类综合选择 .....	4
1.1 高杠杆是分级B的核心魅力 .....	4
1.2 估值因素不容小觑 .....	5
1.3 动态的看估值变化 .....	6
1.3.1 导致估值容易下降的情况 .....	6
1.3.2 估值容易上升 .....	9
2. 分级A投资策略 .....	13
3.1 分级A小幅上涨 .....	13
3.2 配对转换套利推高分级A价格 .....	14
3.3 期权价值影响重现 .....	16
4. 分级B投资策略 .....	19
5. “日积月盈”分级A组合策略 .....	21

## 图表目录

图表 1: 分级 B 综合选择三因素模型 .....	4
图表 2: 地产 B 与房地产 B .....	5
图表 3: 地产 B 与房地产 B .....	5
图表 4: 整体溢价率高的估值容易下降 .....	6
图表 5: 整体溢价率高的估值容易下降 .....	7
图表 6: 整体溢价率高的估值容易下降 .....	8
图表 7: 规模守不住的 B 估值容易下降 .....	9
图表 8: 整体溢价率高的估值容易下降 .....	9
图表 9: 上折 B 估值提升 .....	10
图表 10: 杠杆高的高估比率容易上升 .....	10
图表 11: 规模增大, 估值容易提升 .....	11
图表 12: 分级基金成交额与规模 .....	12
图表 13: 近期新发行分级基金 .....	12
图表 14: 分级基金 A 产品结构 .....	13
图表 15: 分级 A 净价与国债期货 .....	14
图表 16: 分级 A 净价与资金面 .....	14
图表 17: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率 .....	14
图表 18: 分级 A 净价与母基折溢价率 .....	15
图表 13: 母基金折价率 (A+B 份额大于 2 亿) .....	16
图表 20: 不同条款产品隐含收益率走势 .....	17
图表 21: 市场期权价值走势 .....	17
图表 23: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿) .....	18
图表 23: 市场主要指数和分级基金 AB 表现 .....	19
图表 24: 上周行业表现 .....	19
图表 26: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿) .....	20
图表 26: “日积月盈” 组合收益 .....	22

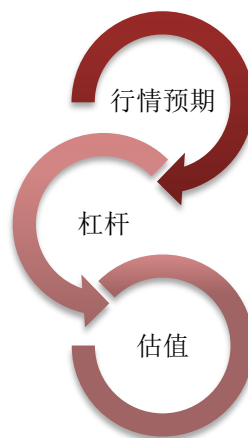
## 1. 本周思考：B 类综合选择

全解析系列报告就定价、杠杆、融资成本、套利、上下折等角度，对分级 B 一一进行了理论分析和案例解析。作为本系列的最后一篇报告，本专题侧重于理论的实际应用，回答我们最关心的一个问题，到底买哪个分级 B 更好？

由于 B 类是一种杠杆指数基金，影响 B 类涨跌幅最重要的因素肯定是标的指数涨跌幅。预测标的指数的涨跌幅不是我们金融工程重点研究的内容，我们更关心的是当我们看好某个标的指数，跟踪同一个标的指数的不同分级 B 哪个最具有投资价值？

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。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。

图表 1：分级 B 综合选择三因素模型



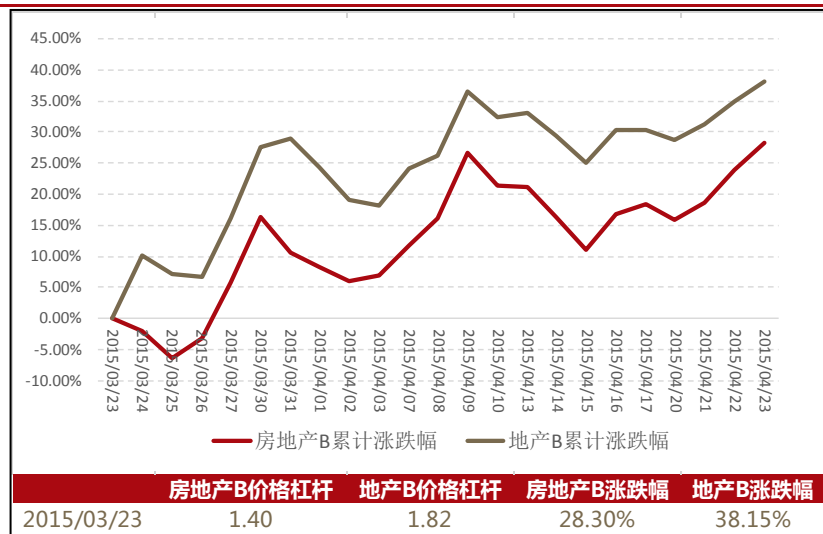
数据来源：方正证券研究所

### 1.1 高杠杆是分级 B 的核心魅力

杠杆是分级 B 一项关键指标，是投资分级 B 的重要参考因素。在标的指数相同的情况下，长期来看，杠杆高的收益高。

以房地产 B 和地产 B 为例，3/20 地产 B 母基净值达到 1.5 触发上折恢复杠杆，而房地产 B 上折为 2，因而杠杆比地产 B 小。两者相比，地产 B 的杠杆大于房地产 B 的杠杆，当行情来临时，地产 B 收益率更大。近一个月的时间内，地产 B 比房地产 B 多涨了 10%。

图表 2：地产 B 与房地产 B



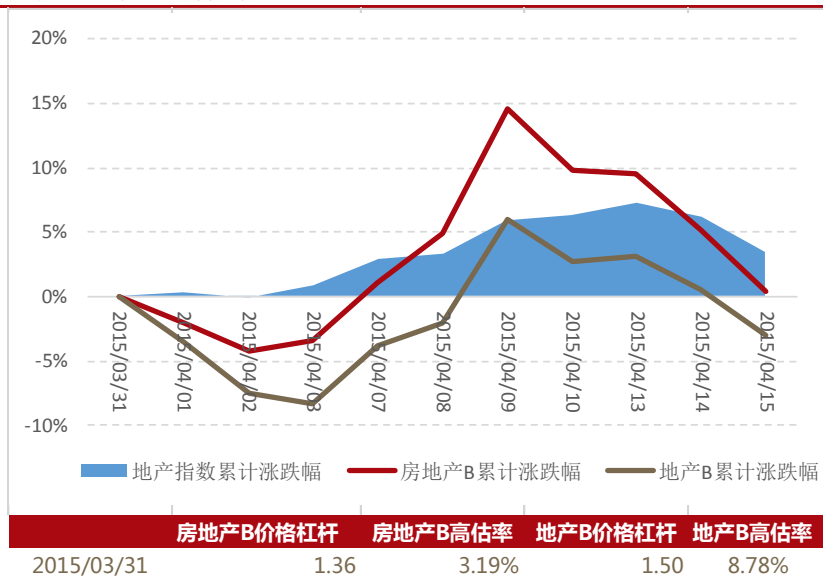
数据来源：方正证券研究所

## 1.2 估值因素不容小觑

除了杠杆外，估值因素也不可忽略，估值是影响 B 短期价格的一个关键变量。从长期来看，高杠杆、低估值的 B 最具有投资价值。相对的，杠杆很高，但估值也很高的 B 在标的指数涨幅有限的情况下可能反而不如杠杆低的 B。

仍以地产 B 与房地产 B 为例，3/31 日，地产 B 杠杆更高，但地产 B 的估值非常高（母基金溢价率高），相对的，房地产 B 的估值低，短期地产 B 跑输房地产 B 高。

图表 3：地产 B 与房地产 B



数据来源：方正证券研究所

### 1.3 动态的看估值变化

除了看杠杆的高低、估值的绝对大小外，估值的变化方向也很重要。在相同情况下，应该规避估值容易下降的，选择估值容易上升的，以下几个因素容易影响估值的变化。

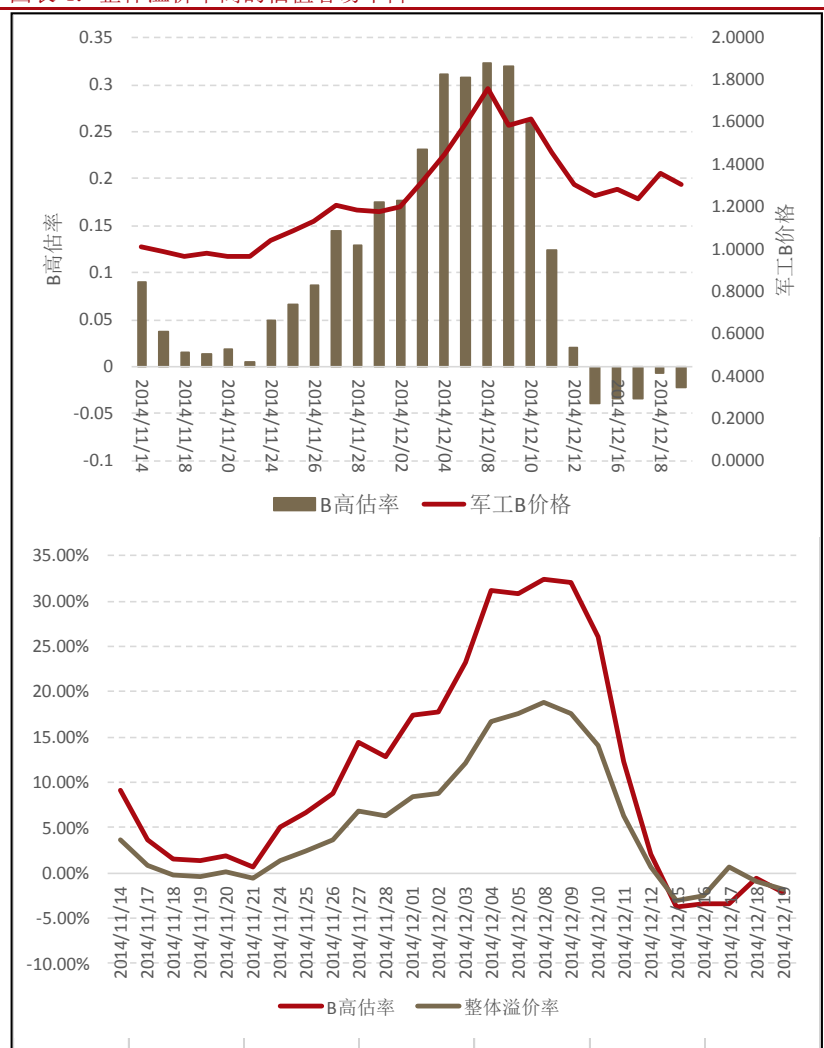
#### 1.3.1 导致估值容易下降的情况

##### A、整体溢价率高

在相同情况下，整体溢价率高的 B 应当回避。整体溢价会提高 B 的估值，因溢价而提升的估值大概率在短期内会随着套利资金打压而回归。

以军工 B 2014 年 12 月的一波溢价套利为例，整体折溢价过高不是一个好的买入时点。之后军工 B 估值回归，军工 B 价格下跌。

图表 4：整体溢价率高的估值容易下降



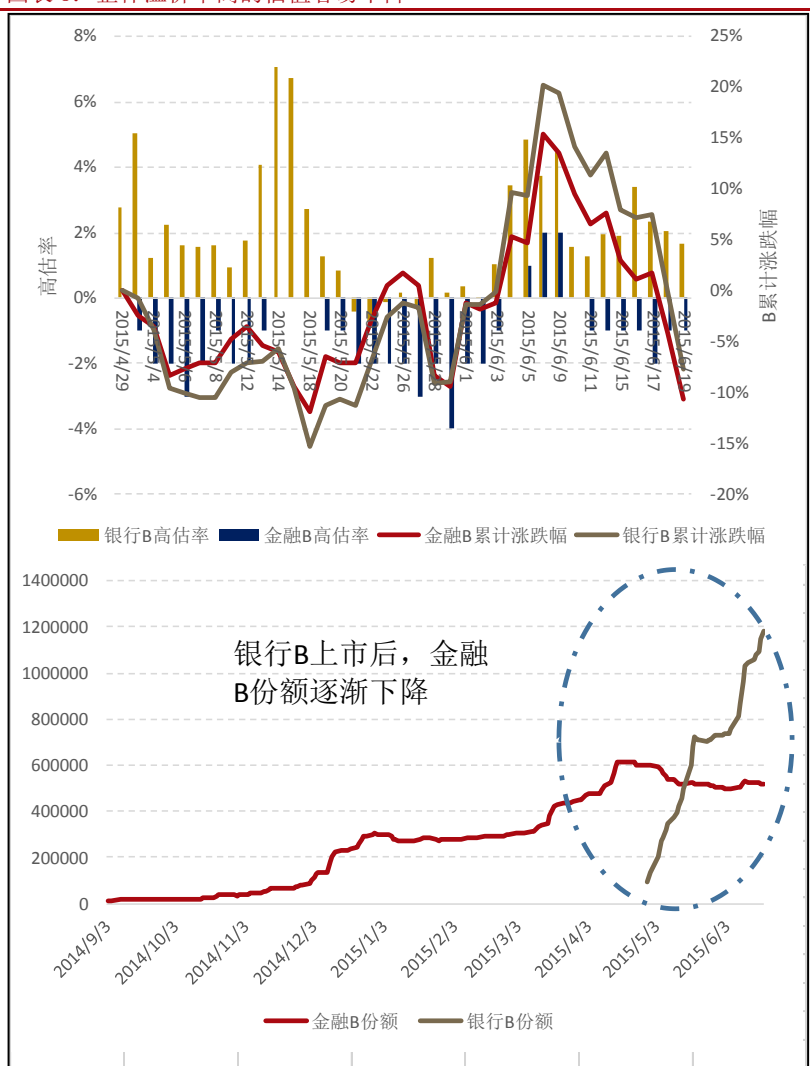
数据来源：方正证券研究所

## B、标的一致性差

标的一致性差的不如标的一致性好的分级 B，一致性差的分级 B 估值可能会下降。在交易价值中，我们提到从产品设计角度而言，行业类分级产品优于主题类分级产品，优于宽基类分级产品。从事实情况来看，行业类 B 估值>主题类 B>宽基类 B，尤其是宽基类分级 B，估值长期为负。

如在银行 B 上市之前，金融 B 是想要投资银行行业分级的唯一选择。但在银行 B 上市后，看好银行的投资者可能转而选择银行 B。这导致金融 B 的高估率下降，规模出现缩减。

图表 5：整体溢价率高的估值容易下降



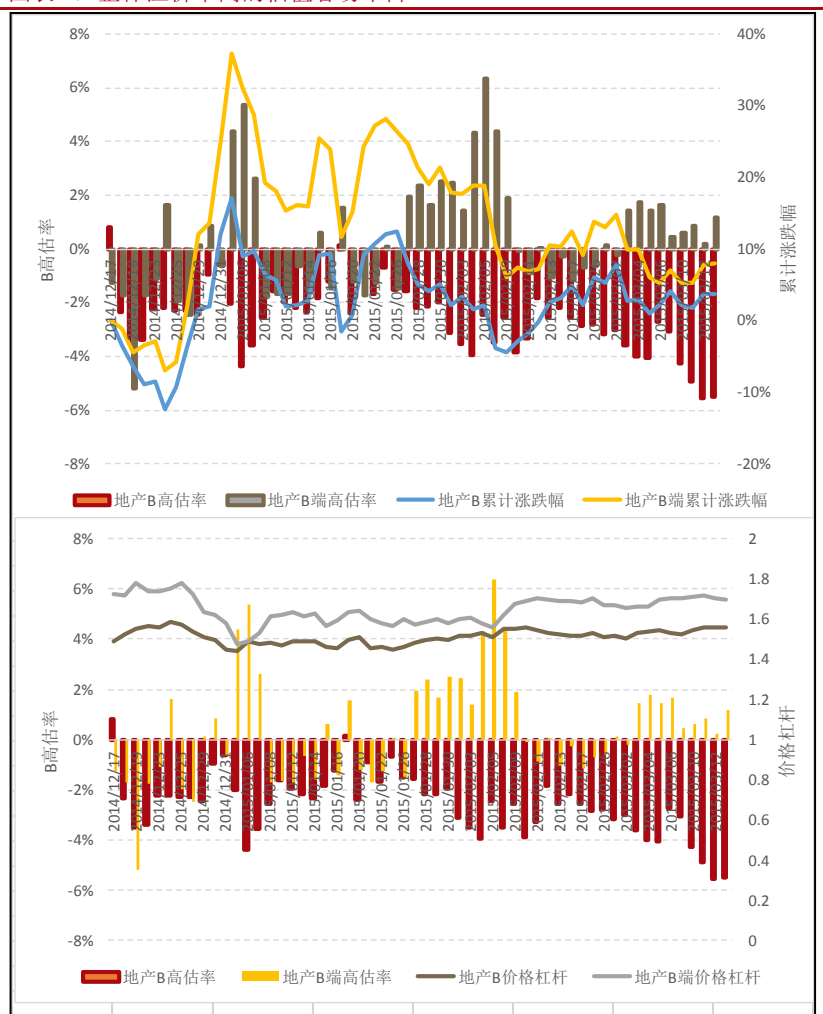
数据来源：方正证券研究所

## C、母基净值较大杠杆下降

随着母基上折，B 杠杆下降，当母基净值达到 1.2 以上时，杠杆因落后同类产品吸引力减弱，B 高估率下降。以地产的案例为例，地产 B 在该段时间内杠杆低于地产 B 端，B 估值一度达到-6%。母基

净值较大但还没有临近上折的 B 往往会发生此类，由于估值下降导致杠杆失效的现象。

图表 6：整体溢价率高的估值容易下降



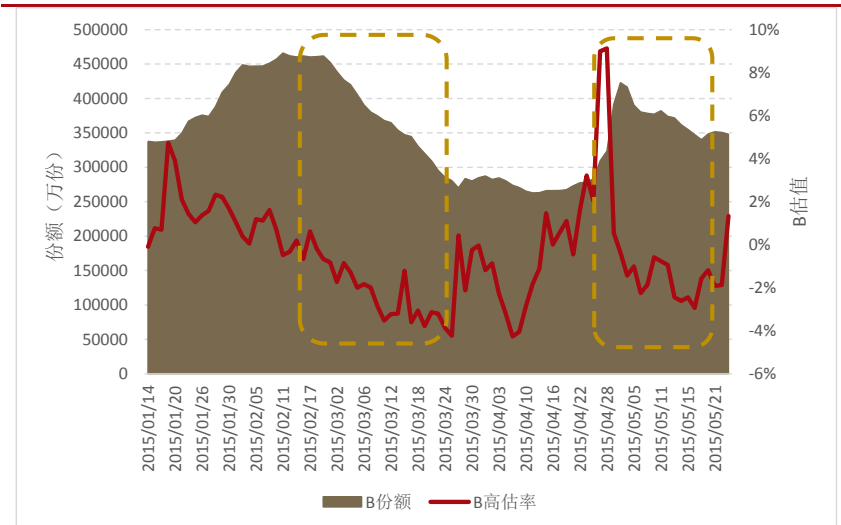
数据来源：方正证券研究所

#### D、规模守不住

国企改革 B 是一款主题类分级，当国企改革题材受到热炒时，B 交易情绪上升，容易产生溢价导致规模暴涨。当规模增长到超过市场需求时，替代效应不强的国企改革 B 规模难以守住。故规模暴涨后，大概率会有一个规模缩减的过程，在此期间，B 估值下降。



图表 7：规模守不住的 B 估值容易下降



数据来源：方正证券研究所

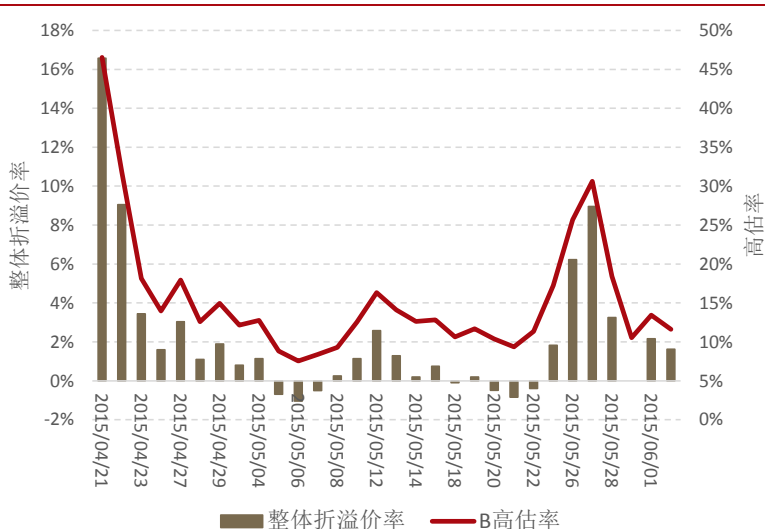
### 1.3.2 估值容易上升

#### A、整体折价的 B 估值容易上升

上文提及溢价套利会打压 AB 的价格，故母基溢价率处于高位时，后期估值大概率会下降。相反的，当母基折价时，折价套利会提升 AB 的价格。

以中航军 B 为例，当母基溢价率由折价转成溢价时，B 高估率与之同步上升。

图表 8：整体溢价率高的估值容易下降



数据来源：方正证券研究所

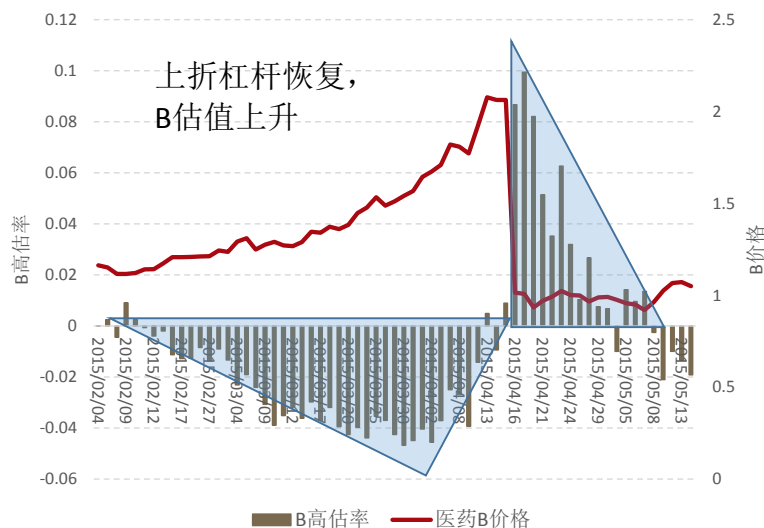
#### B、上折 B 估值容易上升

随着母基净值上涨，B 价格杠杆下降，往往呈现 B 被低估 A 被

高估的现象。直到临近上折，AB 估值会出现回复，低估的 B 估值上升，高估的 A 估值下降。

以医药 B 为例，随着母基净值上升，其估值呈现出明显的先下降后上升的过程，并且在临近上折时估值上升速度很快。在上折后，由于高杠杆，估值会猛然增加，随后回落。

图表 9：上折 B 估值提升

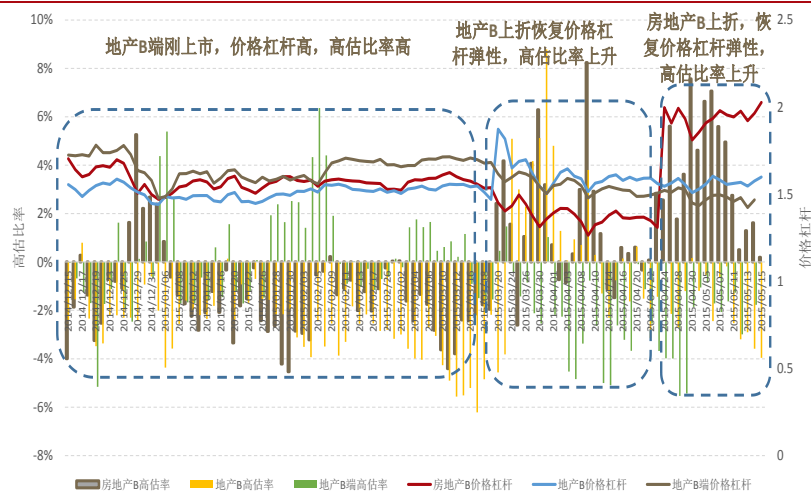


数据来源：方正证券研究所

### C、杠杆高的分级 B 估值容易上升

杠杆高的分级 B 估值容易上升，以三个地产 B 为例。第一阶段地产 B 端刚上市，杠杆高，高估比率高于同类产品，行情来时容易高估；第二阶段地产 B 上折杠杆恢复，高估比率上升；第三阶段房地产 B 上折杠杆恢复，高估比率上升。

图表 10：杠杆高的高估比率容易上升



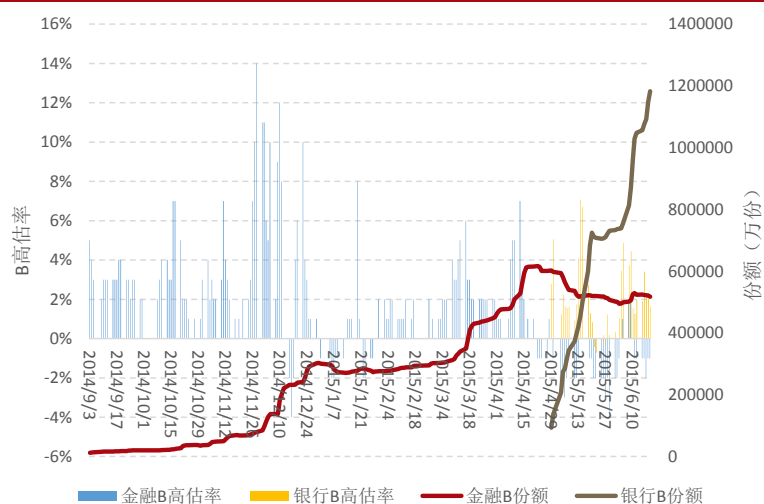
数据来源：方正证券研究所

#### D、潜在规模大的 B 估值容易上升

潜在规模大的分级 B 估值容易上升，以银行 B 和金融 B 为例。在银行 B 上市前，金融 B 是想投资银行分级的唯一选择，标的稀缺导致估值较高。

在银行 B 上市后，投资者转而选择投资银行 B。因为银行 B 交易价值强，替代效应强，持续溢价导致规模增加，银行 B 估值上升。反观金融 B，规模下降，估值下降。

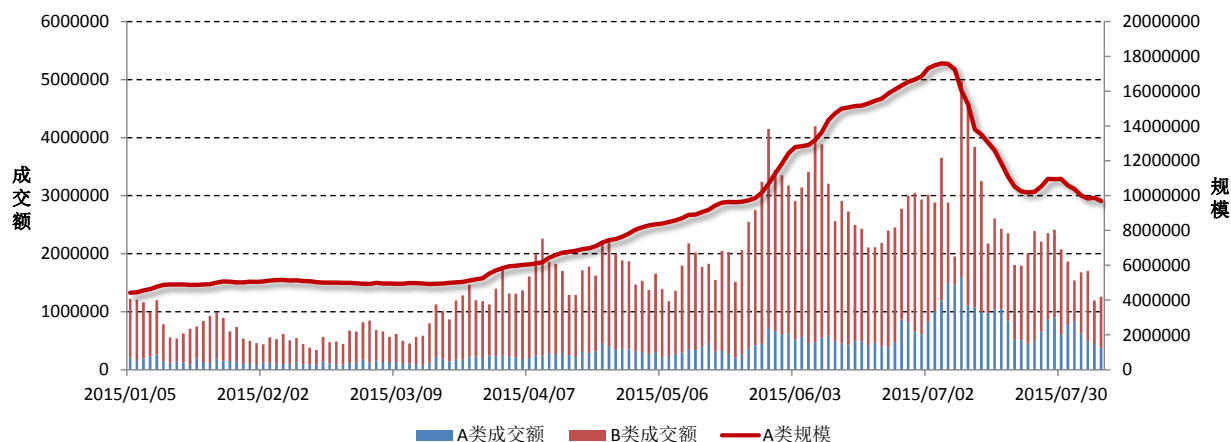
图表 11：规模增大，估值容易提升



数据来源：方正证券研究所

上周永续分级 A 平均上涨 0.5%，分级 B 平均下跌 1.6%。分级份额本周略有缩水，AB 份额成交均有所缩量。

图表 12：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

于近期发行上市交易的新分级基金共有 6 支，鹏华新丝路 (502026)、鹏华国证钢铁行业 (502023)、长信一带一路 (502016)、中融中证白酒 (168202)、鹏华中证医药卫生 (160635)、融通中证大农业 (161630)。

图表 13：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
502023.OF	鹏华国证钢铁行业	502024.SH	502025.SH	2015/6/23	2015/8/10	鹏华基金管理有限公司
502026.OF	鹏华新丝路	502027.SH	502028.SH	2015/6/23	2015/8/10	鹏华基金管理有限公司
168202.OF	中融中证白酒	150285.SZ	150286.SZ	2015/6/25	2015/8/24	中融基金管理有限公司
160635.OF	鹏华中证医药卫生	150239.SZ	150240.SZ	2015/7/6	2015/8/14	鹏华基金管理有限公司
502016.OF	长信一带一路	502017.SH	502018.SH	2015/7/6	2015/8/10	长信基金管理有限责任公司
161630.OF	融通中证大农业	150349.SZ	150350.SZ	2015/8/10	2015/8/21	融通基金管理有限公司

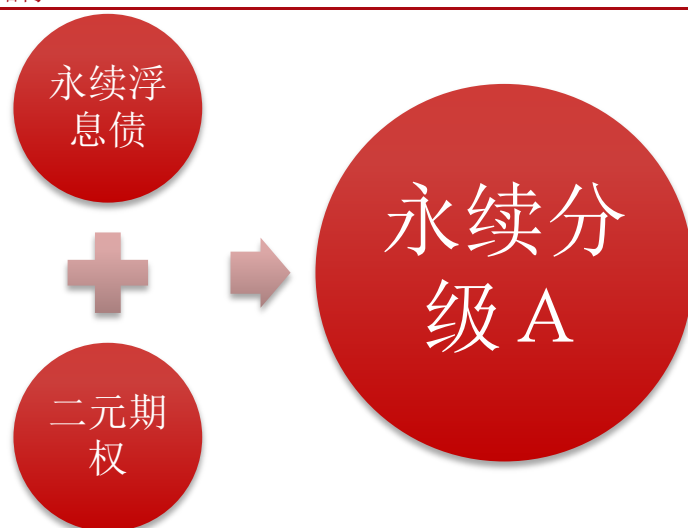
数据来源：Wind, 方正证券研究所

## 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》。

图表 14: 分级基金 A 产品结构



数据来源: 方正证券研究所

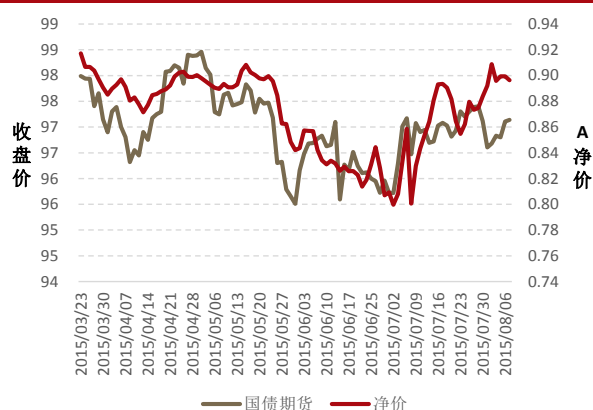
### 3.1 分级 A 小幅上涨

上周国债期货上涨 0.55%。分级 A 整体上涨 0.5%, 目前隐含收益率达到 5.90%, 再次跌破 6%, 价格创近期新高。

近期 A 类上涨主要有两个原因: (1) 随着股市再度下挫, 多个分级临近下折, A 看跌期权价值得到体现。(2) B 类投资者信心不足, 整体折价的分级逐渐增多, 折价套利推高 A 类价格。

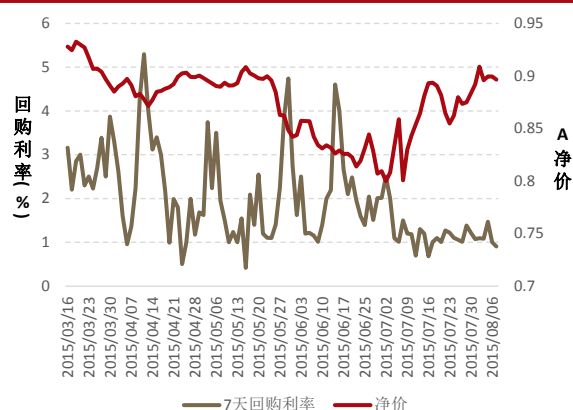
从目前的位置来看, 如果股市继续向下调整, A 看跌期权的收益有限; 如果股市向上反弹, A 价格会出现回调。再加之隐含收益率已经跌破 6%, A 类整体机会不大。策略上建议以短期交易机会为主, 不推荐长期持有。

图表 15: 分级 A 净价与国债期货



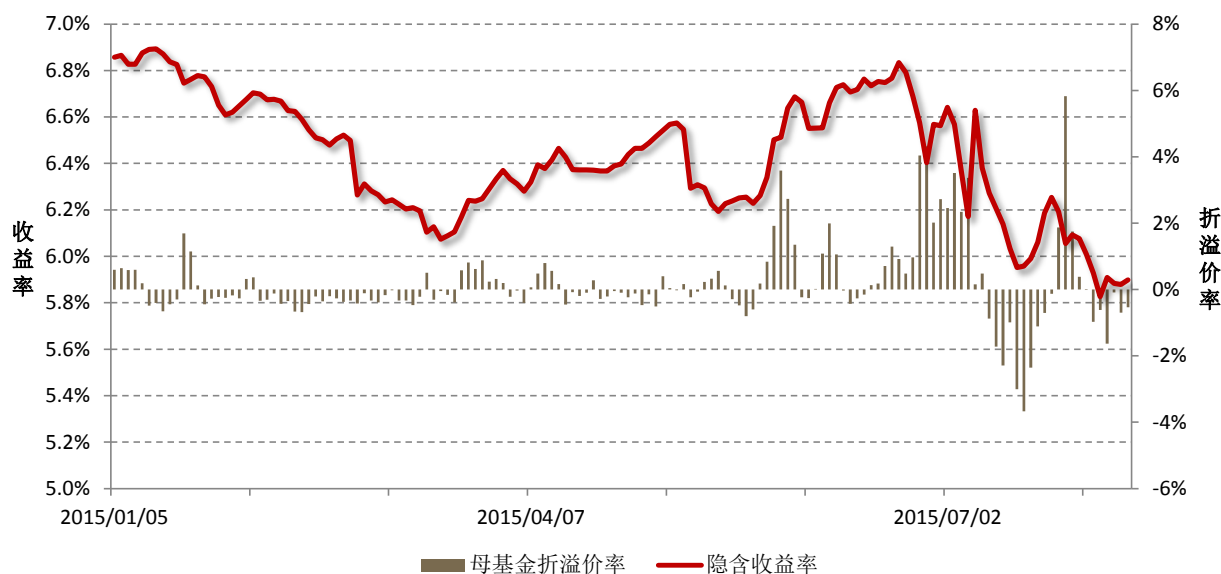
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 16: 分级 A 净价与资金面



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 17: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率



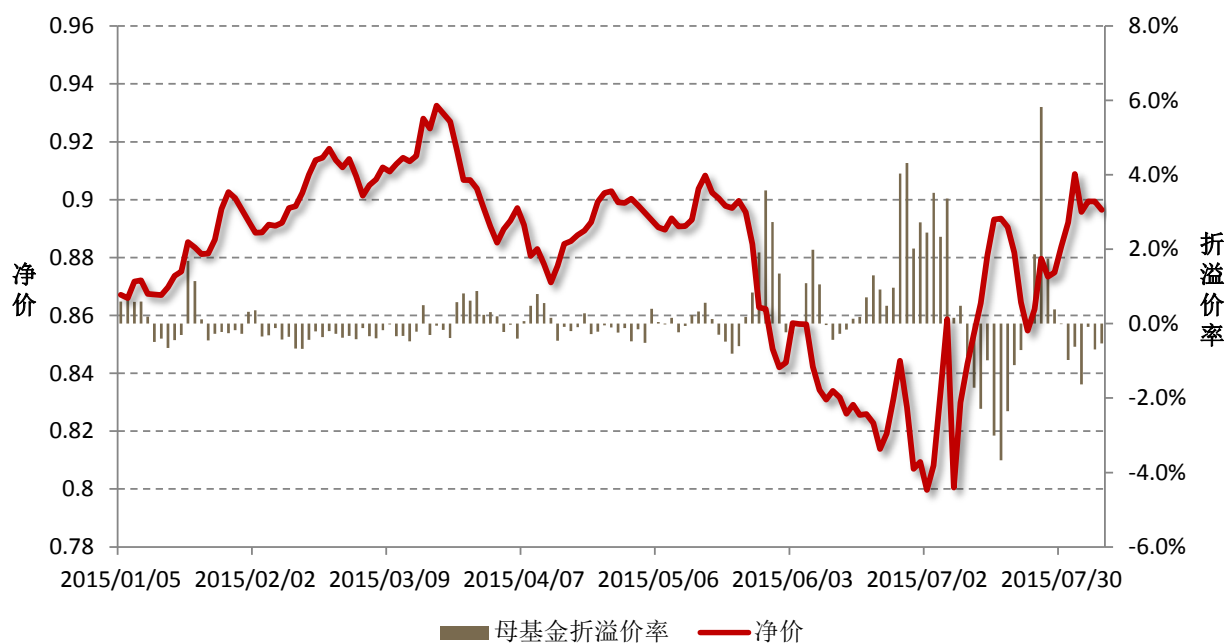
数据来源: 方正证券研究所

### 3.2 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。

随着股市逐渐平稳, B 来不及跌停的现象得到缓解, 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, 这也是近期规模不断缩水的一个原因。

图表 18：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 19：母基金折价率（A+B 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						
164905	交银新能	2.83%	3959	5671	3.21	-7.30%
164304	新华环保	1.60%	6449	5745	5.61	-5.46%
163114	申万环保	1.39%	13190	9658	5.91	-7.42%
161032	煤炭基金	1.15%	11353	4698	4.29	0.28%
160219	国泰医药	0.88%	32350	34988	36.12	-4.19%
161028	新能源车	0.83%	12570	12294	9.74	-8.49%
161025	富国互联	0.60%	24363	12236	9.34	-11.54%
165511	信诚500	0.49%	27493	8577	6.25	-8.93%
160419	证券股基	0.28%	12140	2478	4.05	-8.94%
160633	券商指基	0.00%	18823	1334	3.84	-17.04%
母基金溢价率后十名						
165522	信诚TMT	-0.81%	11104	4290	2.73	-11.38%
161024	富国军工	-0.87%	260194	150142	101.23	0.19%
167503	一带分级	-0.94%	6632	5503	5.87	-11.71%
168201	一带一路	-1.01%	103017	36127	12.29	15.81%
160630	鹏华国防	-1.09%	161906	73455	29.81	-11.39%
160629	鹏华传媒	-1.46%	18963	7012	4.94	-18.21%
160626	鹏华信息	-2.16%	53747	10189	8.81	-5.13%
160639	高铁分级	-2.39%	6096	1931	2.13	-4.78%
161031	工业4	-2.64%	42600	4807	4.32	-7.81%
161022	富国创业	-2.82%	532856	55921	60.33	-6.75%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

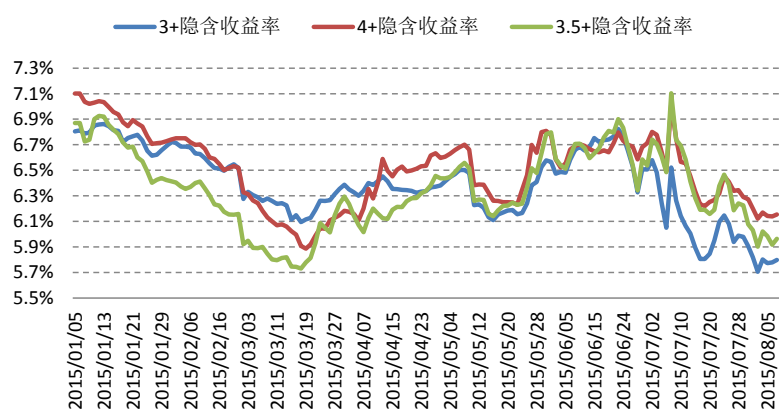
### 3.3 期权价值影响重现

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。

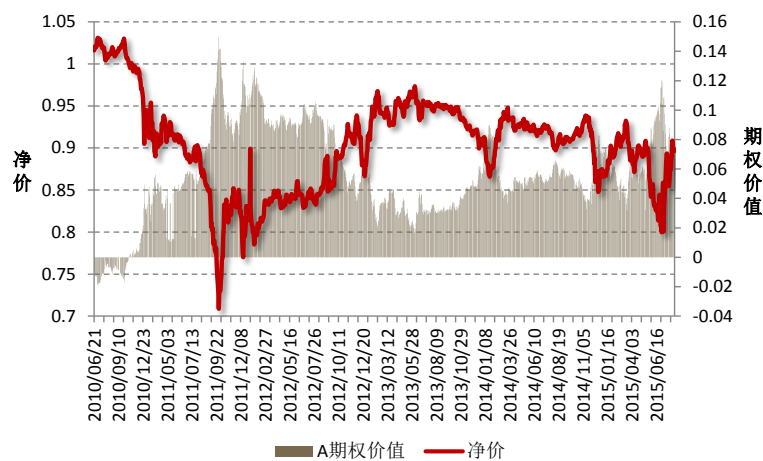


图表 20: 不同条款产品隐含收益率走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 21: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 22：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	0.97%	1.15%	2271	0.28%	4.29	6.78%	-0.022	6.63%	-12.85%	3.27%
150221	中航军A	0.36%	-0.73%	15032	-11.06%	41.57	6.40%	-0.055	6.09%	-7.64%	9.15%
150123	建信50A	0.47%	0.93%	361	-0.08%	1.94	6.38%	-0.010	6.31%	-7.20%	1.87%
150291	银行A份	1.37%	-0.70%	404	-3.93%	2.18	6.30%	0.030	6.50%	-6.25%	-4.65%
150299	银行股A	1.68%	-0.51%	350	-2.32%	1.98	6.28%	0.028	6.47%	-5.99%	-4.38%
150247	传媒A级	0.21%	-1.34%	478	-7.63%	1.49	6.24%	0.023	6.40%	-5.51%	-3.89%
150301	证券股A	0.73%	0.28%	2428	-8.94%	4.05	6.24%	0.028	6.42%	-5.40%	-3.79%
150190	NCF环保A	-0.51%	1.60%	1290	-5.46%	5.61	6.24%	0.023	6.39%	-5.31%	-3.72%
150223	证券A级	1.33%	-0.29%	18113	-15.49%	32.57	6.21%	0.024	6.37%	-4.93%	-3.33%
150120	医药A	1.01%	0.88%	6470	-4.19%	36.12	6.15%	0.015	6.24%	-4.02%	-2.40%
150265	一带A	4.48%	-1.01%	20603	15.81%	12.29	6.14%	0.014	6.23%	-3.95%	-2.30%
150117	房地产A	-0.99%	-0.73%	1386	-4.41%	11.76	6.12%	0.012	6.19%	-3.49%	-1.85%
150219	健康A	0.09%	-0.60%	1517	-11.14%	7.42	6.11%	-0.037	5.91%	-3.47%	6.16%
150198	食品A	-0.40%	-0.37%	2896	-12.23%	10.69	6.11%	0.011	6.18%	-3.44%	-1.80%
150090	万家创A	0.99%	-0.95%	903	-12.61%	1.09	6.07%	0.061	6.51%	-2.82%	-9.30%
150211	新能源车A	1.09%	0.83%	2514	-8.49%	9.74	6.07%	0.055	6.46%	-2.77%	-9.21%
150295	改革A	-0.22%	-0.50%	1393	-21.92%	3.27	6.06%	0.054	6.44%	-2.67%	-9.22%
150261	医疗A	0.71%	-0.67%	1401	-15.62%	3.16	6.06%	0.006	6.10%	-2.65%	-0.99%
150196	有色A	1.32%	-0.20%	1665	-12.50%	5.19	6.05%	0.005	6.08%	-2.55%	-0.88%
150030	中证90A	1.09%	-0.41%	401	-5.53%	3.01	5.99%	0.055	6.37%	-1.53%	-8.10%
150152	创业板A	1.51%	-2.82%	106571	-6.75%	60.33	5.94%	0.052	6.29%	-0.68%	-7.31%
150028	中证500A	0.68%	0.49%	5499	-8.93%	6.25	5.92%	0.075	6.48%	-0.40%	-12.07%
150148	医药800A	-2.50%	1.23%	309	-8.05%	1.46	5.92%	0.074	6.46%	-0.40%	-11.97%
150169	恒生A	1.27%	-0.60%	3415	-5.23%	9.53	5.90%	0.089	6.60%	-0.08%	-14.81%
150181	军工A	1.29%	-0.87%	52039	0.19%	101.23	5.88%	0.088	6.56%	0.27%	-14.76%
150229	酒A	0.70%	-0.05%	1152	-8.99%	2.20	5.88%	0.091	6.58%	0.38%	-14.68%
150241	银行A级	0.35%	-0.58%	948	-9.64%	2.01	5.87%	0.089	6.55%	0.50%	-14.58%
150225	证保A级	0.85%	-0.26%	4208	-21.27%	3.70	5.86%	0.044	6.15%	0.61%	-6.10%
150249	银行A端	0.35%	-0.44%	213	-9.52%	1.11	5.85%	0.090	6.54%	0.73%	-14.43%
150205	重组A	1.75%	-1.09%	32381	-11.39%	29.81	5.85%	0.087	6.51%	0.85%	-14.29%
150018	银华稳进	0.34%	-0.27%	1664	-0.19%	21.44	5.84%	0.078	6.43%	0.94%	-13.93%
150227	银行A	0.46%	-0.50%	12052	-10.55%	49.68	5.84%	0.088	6.51%	0.96%	-14.16%
150184	环保A	0.47%	1.39%	2638	-7.42%	5.91	5.83%	0.083	6.46%	1.08%	-14.25%
150173	生物A	0.23%	-0.81%	2221	-11.38%	2.73	5.83%	0.084	6.47%	1.09%	-14.23%
150277	高铁A	0.58%	-2.39%	1219	-4.78%	2.13	5.83%	0.084	6.47%	1.09%	-14.23%
150157	金融A	0.76%	-0.35%	3285	-6.79%	23.97	5.83%	0.063	6.27%	1.13%	-10.40%
150200	券商A	0.56%	-0.31%	7404	-11.91%	28.22	5.83%	0.089	6.51%	1.16%	-13.60%
150186	SW军工A	0.70%	-0.47%	5739	-11.48%	6.46	5.82%	0.082	6.44%	1.33%	-14.07%
150194	互联网A	-1.59%	0.60%	4873	-11.54%	9.34	5.81%	0.084	6.44%	1.44%	-13.93%
150203	传媒A	1.03%	-1.46%	3793	-18.21%	4.94	5.81%	0.086	6.46%	1.42%	-13.71%
150209	国企改A	0.35%	-0.19%	101304	-8.78%	167.04	5.81%	0.092	6.51%	1.43%	-13.85%
150217	新能源A	-1.68%	2.83%	792	-7.30%	3.21	5.81%	0.084	6.44%	1.42%	-13.73%
502049	上证50A	-0.34%	-0.59%	3601	-7.16%	12.11	5.78%	0.087	6.43%	1.98%	-13.29%
150171	证券A	0.11%	-0.35%	35042	-12.69%	108.47	5.76%	0.086	6.39%	2.32%	-12.92%
150269	白酒A	-0.68%	-0.86%	213	-7.14%	1.41	5.75%	0.082	6.35%	2.48%	-12.96%
150273	带路A	1.86%	-0.89%	531	-11.60%	1.14	5.74%	0.076	6.29%	2.74%	-12.85%
150051	沪深300A	0.56%	-0.71%	1389	-7.33%	6.02	5.73%	0.081	6.32%	2.81%	-12.57%
150283	SW医药A	0.23%	-0.46%	474	-6.58%	2.70	5.73%	0.076	6.27%	2.95%	-12.62%
150215	TMTA	0.33%	-1.41%	185	-4.09%	1.94	5.69%	0.074	6.21%	3.57%	-11.89%
150243	创业A	-0.56%	0.86%	1296	-19.96%	1.09	5.68%	0.080	6.24%	3.89%	-11.79%
150259	重组A	-1.56%	-0.40%	777	-8.86%	3.16	5.67%	0.069	6.16%	3.97%	-11.80%
150179	信息A	2.28%	-2.16%	10749	-5.13%	8.81	5.66%	0.077	6.21%	4.10%	-11.54%
150275	一带一A	1.83%	-0.94%	1326	-11.71%	5.87	5.64%	0.067	6.09%	4.62%	-11.25%
150100	资源A	-0.43%	-0.75%	365	-8.57%	2.42	5.62%	0.058	6.02%	4.68%	-10.72%
150177	银行业A	-0.44%	-0.54%	5921	-12.79%	24.77	5.62%	0.074	6.14%	4.76%	-10.87%
502007	国企改A	0.11%	-0.45%	22009	-7.02%	11.40	5.61%	0.074	6.11%	5.11%	-10.78%
150231	电子A	0.00%	0.55%	2310	-32.43%	1.85	5.59%	0.073	6.08%	5.47%	-10.40%
150235	券商A级	-0.86%	0.00%	3765	-17.04%	3.84	5.51%	0.065	5.94%	6.88%	-9.17%
150143	转债A级	0.88%	-1.47%	1404	-25.29%	1.07	5.49%	0.035	5.71%	7.42%	-8.85%
150150	有色800A	4.59%	-0.79%	262	-9.99%	1.30	5.46%	0.028	5.63%	7.94%	-4.78%
150315	工业4A	0.54%	-2.64%	8520	-7.81%	4.32	5.43%	0.056	5.78%	8.45%	-7.94%

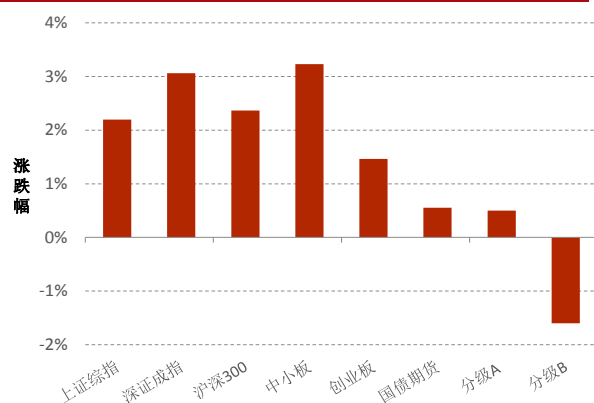
数据来源：Wind, 方正证券研究所

#### 4. 分级 B 投资策略

上周四股市成交量创数月来最低，全周上证综指上涨 2.2%。板块风格有所切换，前期强势板块如军工等表现稍差。

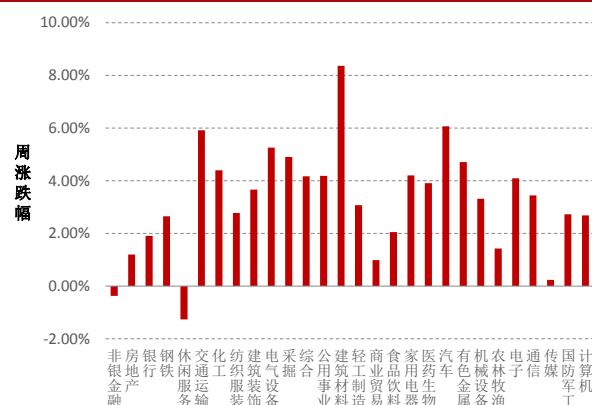
分级方面，券商 B 级、证券 B 级、证保 B 级和证券股 B 等多个前期没有下折的 B 临近下折，仅四者整体规模有 45 亿，另外 60 亿的航母级创业板 B 也临近下折。尽管临近下折的 B 目前杠杆均在 3.5 左右，反弹能获得较大收益，我们还是建议投资者对于此类临近下折的 B 维持谨慎。

图表 23：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 24：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 25：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	-0.29%	3.87	3.53%	129.64%	0.28%	14.15%	4.05	7.84%	21.20%	证券公司
150224	证券B级	-1.83%	3.64	7.02%	119.30%	-0.29%	8.67%	32.57	7.73%	14.36%	中证全指证券公司
150226	证保B级	-4.07%	3.53	5.15%	125.33%	-0.26%	18.33%	3.70	7.46%	-2.37%	中证800证保
150153	创业板B	-15.59%	3.41	8.74%	116.76%	-2.82%	9.43%	60.33	7.35%	-7.42%	创业板指
150322	煤炭B基	20.64%	3.28	14.63%	103.25%	1.15%	-3.43%	4.29	8.43%	61.15%	中证煤炭
150144	转债B级	19.20%	3.22	11.85%	57.56%	-1.47%	19.49%	1.07	7.11%	-16.46%	中证转债
150316	工业4B	-2.88%	3.20	10.40%	113.68%	-2.64%	10.86%	4.32	6.96%	-19.94%	工业4.0
150236	券商B级	4.88%	3.04	7.87%	118.66%	0.00%	25.98%	3.84	7.25%	-11.62%	中证全指证券公司
150031	中证90B	9.05%	2.77	13.92%	172.85%	-0.41%	16.74%	3.01	7.79%	1.62%	等权90
150232	电子B	5.04%	2.73	11.12%	111.24%	0.55%	27.73%	1.85	7.49%	-7.00%	申万电子
150178	证保B	2.91%	2.62	14.35%	102.16%	-0.54%	22.25%	24.77	7.42%	-8.01%	中证800证保
502008	国企改B	10.89%	2.62	14.19%	104.69%	-0.45%	22.27%	11.40	7.50%	-11.40%	中小国改
150180	信息B	-7.12%	2.55	17.39%	96.08%	-2.16%	16.28%	8.81	7.38%	-10.22%	中证信息
150091	万家创B	-3.10%	2.49	19.02%	156.44%	-0.95%	14.53%	1.09	7.93%	1.93%	创业成长
150244	创业B	9.20%	2.39	16.40%	99.20%	0.86%	26.56%	1.09	7.80%	-3.13%	创业板指
150118	房地产B	3.55%	2.39	27.19%	129.52%	-0.73%	0.84%	11.76	8.02%	3.30%	国证地产
150199	食品B	9.13%	2.37	27.00%	73.37%	-0.37%	1.65%	10.69	8.10%	4.15%	国证食品
150172	生物B	0.92%	2.35	18.27%	92.75%	-0.35%	23.71%	108.47	7.70%	-3.73%	中证全指证券公司
150292	银行B份	5.43%	2.32	26.43%	75.03%	-0.70%	4.83%	2.18	8.29%	7.62%	中证银行
150300	银行股B	4.16%	2.30	26.97%	73.83%	-0.51%	4.96%	1.98	8.32%	7.55%	中证银行
502050	上证50B	4.63%	2.27	20.42%	88.39%	-0.59%	21.87%	12.11	7.75%	-3.64%	上证50
150201	银行业B	0.28%	2.27	20.22%	84.96%	-0.31%	23.70%	28.22	7.69%	-2.10%	中证全指证券公司
150210	国企改B	10.90%	2.26	19.48%	91.57%	-0.19%	24.68%	167.04	7.91%	-2.17%	国企改革
150222	中航军B	0.55%	2.24	37.71%	46.34%	-0.73%	-10.65%	41.57	8.33%	9.30%	军工指数
150220	健康B	0.44%	2.20	36.72%	49.25%	-0.60%	-7.59%	7.42	8.12%	3.05%	健康产业
150052	沪深300B	4.81%	2.15	24.79%	77.94%	-0.71%	17.37%	6.02	7.82%	-4.43%	沪深300
150191	NCF环保B	25.44%	2.11	30.03%	65.02%	1.60%	8.42%	5.61	8.61%	10.81%	中证环保
150270	白酒B	5.70%	2.05	27.86%	71.62%	-0.86%	15.74%	1.41	7.97%	-4.08%	中证白酒
150131	医药B	11.97%	2.04	33.97%	55.93%	0.88%	4.59%	36.12	8.53%	6.63%	国证医药
150204	传媒B	2.21%	2.03	28.76%	68.16%	-1.46%	14.94%	4.94	7.91%	-4.19%	中证传媒
150216	重组B	2.99%	2.03	30.23%	64.78%	-1.41%	11.96%	1.94	7.77%	-5.94%	TMT50
150228	银行B	4.72%	1.97	29.30%	67.41%	-0.50%	17.42%	49.68	8.15%	-1.87%	中证银行
150250	银行B端	5.47%	1.94	29.89%	66.67%	-0.44%	17.51%	1.11	8.19%	-1.52%	中证银行
150248	传媒B级	0.57%	1.94	38.67%	46.60%	-1.34%	1.12%	1.49	8.51%	2.82%	中证传媒
150262	医疗B	10.57%	1.94	39.84%	43.82%	-0.67%	-0.38%	3.16	8.47%	1.23%	中证医疗
150266	一带B	-1.38%	1.93	39.58%	44.79%	-1.01%	0.19%	12.29	8.53%	1.83%	一带一路
150029	中证500B	9.40%	1.92	24.67%	171.74%	0.49%	15.73%	6.25	8.46%	1.33%	中证500
150230	酒B	4.96%	1.91	30.49%	64.84%	-0.05%	18.39%	2.20	8.33%	-0.45%	中证酒
150149	医药800B	16.69%	1.87	32.28%	60.09%	1.23%	16.96%	1.46	8.57%	2.73%	中证800医药
150158	金融B	2.09%	1.87	35.92%	49.25%	-0.35%	10.39%	23.97	8.17%	-1.60%	中证800金融
150242	银行B级	5.09%	1.87	33.07%	58.73%	-0.58%	15.66%	2.01	8.32%	-1.49%	中证银行
150206	国防B	-1.52%	1.86	34.39%	55.60%	-1.09%	13.58%	29.81	8.25%	-2.66%	中证国防
150151	有色800B	7.13%	1.83	41.52%	39.79%	-0.79%	2.72%	1.30	8.03%	-6.94%	中证800有色
150212	新能源车B	22.99%	1.80	37.82%	46.77%	0.83%	10.85%	9.74	8.29%	3.98%	新能源车
150170	恒生B	0.18%	1.80	36.11%	49.40%	-0.60%	14.46%	9.53	8.87%	-1.00%	恒生指数
150284	SW医药B	7.64%	1.78	38.09%	47.75%	-0.46%	11.50%	2.70	8.41%	-2.94%	医药生物
150218	新能源B	31.55%	1.76	33.37%	57.40%	2.83%	21.90%	3.21	8.87%	4.01%	国证新能
150276	一带一B	7.29%	1.75	40.79%	41.64%	-0.94%	8.25%	5.87	8.28%	-4.68%	一带一路
150182	军工B	1.64%	1.75	38.66%	45.35%	-0.87%	12.60%	101.23	8.50%	-1.69%	中证军工
150197	有色B	11.01%	1.75	46.42%	28.11%	-0.20%	0.30%	5.19	8.85%	1.61%	国证有色
150195	互联网B	6.70%	1.74	37.25%	50.00%	0.60%	15.28%	9.34	8.72%	-0.03%	中证移动互联
150278	高铁B	0.96%	1.72	42.33%	37.87%	-2.39%	7.77%	2.13	8.37%	-4.63%	高铁产业
150174	TMT中证B	3.98%	1.72	40.41%	42.45%	-0.81%	11.44%	2.73	8.61%	-2.10%	中证TMT
150274	带路B	8.49%	1.71	41.57%	39.79%	-0.89%	9.63%	1.14	8.52%	-3.27%	一带一路
150019	银华锐进	4.63%	1.68	41.80%	81.32%	-0.27%	11.77%	21.44	8.58%	-1.08%	深证100
150260	重组B	10.19%	1.68	43.08%	36.13%	-0.40%	9.15%	3.16	8.59%	-3.15%	CSWD并购
150296	改革B	7.73%	1.66	45.87%	29.44%	-0.50%	6.17%	3.27	8.97%	0.97%	国企改革
150124	建信50B	2.58%	1.59	53.59%	43.51%	0.93%	0.36%	1.94	9.55%	6.60%	央视50
150101	资源B	8.47%	1.59	49.49%	57.23%	-0.75%	6.03%	2.42	8.59%	-3.63%	A股资源
150185	环保B	15.21%	1.51	48.61%	22.94%	1.39%	12.32%	5.91	9.64%	1.55%	中证环保
150187	SW军工B	5.57%	1.49	53.17%	12.21%	-0.47%	7.68%	6.46	9.46%	-1.31%	中证军工

数据来源：Wind, 方正证券研究所

## 5. “日积月盈”分级 A 组合策略

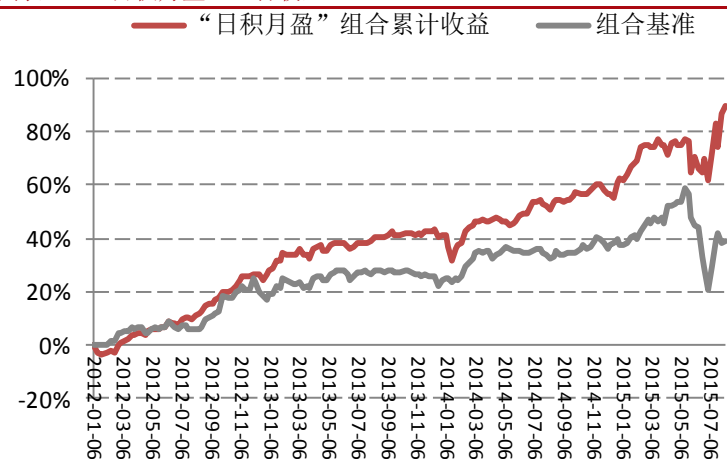
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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。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+4 证券股 A、医药 A。

上周组合收益率为 1.64%，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 26: “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	6.24%	0.028	1.214
医药A	6.15%	0.015	3.235
一带A	6.14%	0.014	10.302
国企改A	5.81%	0.092	50.652

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