

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
2015.04.25

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》

《提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？——分级基金跟踪报告》

《创业 B 暴涨之谜——上折分级 B 超额收益来自何处？》

《年报扫描，分级工具渐受机构投资者关注》

《母基金 T+0 与港股热促使恒生指数分级受热捧》

《“+3”，“+4”大不同——约定收益对分级产品的影响》

“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：买入空仓中航军工分级 B 的逻辑

本周分级市场最惊心动魄的就是中航军工分级的套利，60 多亿套利大军生死肉搏。30 多亿资金接盘空仓位的分级 B 博军工大涨逻辑是到底是博傻还是另有玄机让人捉摸不透。

我们认为目前买入 B 的投资者中存在部分博傻资金，虽然该产品杠杆较高，但是接近零仓位分级 B 并不能给 B 段投资者带来军工指数大涨的收益；同时也存在部分认为分级 B 被低估，博取 B 端估值上升的理性投资者。

➤ 分级 A 投资策略：

降准公布后，上周一国债期货高开高走，周五有所下跌，整周价格上涨 0.57%。随着打新暂告段落，资金面再度宽松。分级 A 价格小幅上扬 0.32%，目前隐含收益率为 6.40%。

国防 A 临近上折，目前价格被高估。周四、五国防 A 价格分别下跌 2.42%，2.27%，至今仍有所高估，上折后价格可能受到冲击，我们提示风险。推荐恒生 A、新能车 A、有色 A 的配置价值。

➤ 分级 B 投资策略：

下周二，姗姗来迟的银行 B 终于要上市交易了。银行板块同质性高，同涨同跌现象明显，如果强烈看好银行板块的投资者配置些银行 B 可能比买龙头获益更多。市场目前没有专门的银行分级，预计银行 B 会受到市场的热捧。新分级基金上市投资者往往会反应过度，抢筹码可能会推高交易价格引起母基整体溢价，建议套利者密切关注。

下周可能触发上折的食品 B 和国防 B，目前低估空间都较小，但是投资者还是可能博取上折后杠杆恢复后高估带来的超额收益。

➤ “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 0.36%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

1. 本周思考：买入空仓中航军工分级 B 的逻辑

本周分级市场最惊心动魄的就是中航军工分级的套利，市场首只 A 端 7.5 高利率的分级，以及 60 多亿套利大军生死肉搏。30 多亿资金接盘空仓位的分级 B 博军工大涨逻辑是什么？是博傻还是另有玄机？A 目前是高估还是低估，买入的嘲笑卖出不懂得珍惜，卖出的嘲笑买入的不懂风险。本周将就这个话题做一定探讨。

● 剧情回顾

本周一，前海开源中航军工 A、B 上市交易，该款产品由于奇高的 A 约定收益率受到了市场的关注。上市近一周，该产品规模由不足 3 亿扩大至 68 亿，一跃成为军工类规模最大、总规模前十的分级基金。这必定成为分级基金史上，后发的中小型基金公司出奇制胜的经典案例。

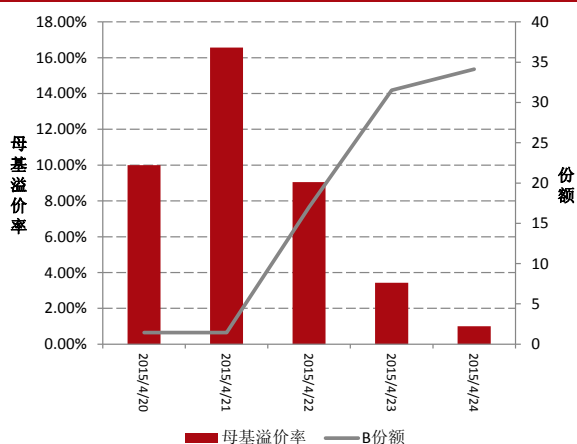
简单回顾这一周行情，周一，中航军 A、B 同时涨停，母基溢价率高达 10%。周二，中航军 B 继续涨停，中航军 A 上涨 2.45%，母基溢价率已上涨至 16.6%。连续两天的大幅溢价吸引了大量的套利资金申购母基金，这使得 22 日、23 日基金份额猛涨。

周三，T+2 套利资金抛售 B 封住跌停，B 当日成交 1.58 亿；A 当日下跌 2.65%，A 成交 10.2 亿，这表明大量套利资金没有成功卖出 B 但已经卖掉了 A，成为“瘸腿的 B”，不能合并赎回原路返回，只能继续卖 B。当日成功出货的套利资金获利很大，母基当日溢价率有 9% 左右。

周四，套利资金继续抛售 B 封住跌停，B 卖一盘口全日始终堆积约 16~20 亿，全日成交了 4.3 亿，仍有大量套利资金没有成功出货。A 当日成交 11.6 亿，更多的 B 成为了“瘸腿的 B”。周四母基溢价还有 3.43%，成功卖出 B 的人还有不少获利空间。

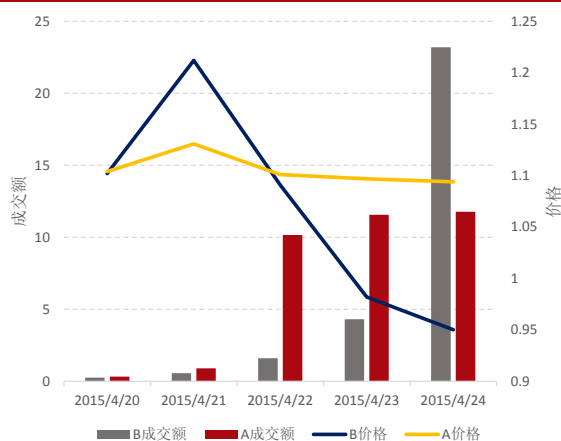
周五是套利资金退场最关键的一天，B 全天成交 23.2 亿，套利盘基本全部离场。B 周五开盘下跌 5.6%，收盘下跌 3.26%，对套利资金而言，周三卖出 B 能大赚，周四卖出能小赚，周五基本小赚或不赔。总的来说，60 亿左右的套利资金还算顺利撤退，没有发生市场担心的踩踏事件。

图表 1：规模&整体折溢价



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 2：价格&成交



数据来源：Wind, 方正证券研究所

● 产品理论分析

我们前期就强烈看好这款产品，在 2015/3/20 周报《提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？》详细介绍了这款产品的优势，在 2015/4/18 周报《分级“+3”，“+4”大不同——约定收益对分级产品的影响》进一步讨论高约定收益率如何增加产品的吸引力。

在 2015/3/20 周报中，我们测算了不考虑期权价值时中航军 A 和中航军 B 的理论价值。由于债市 3 月暴跌使得隐含收益率上行，我们更新了当时周报关于中航军 A 和中航军 B 的价格测算表。

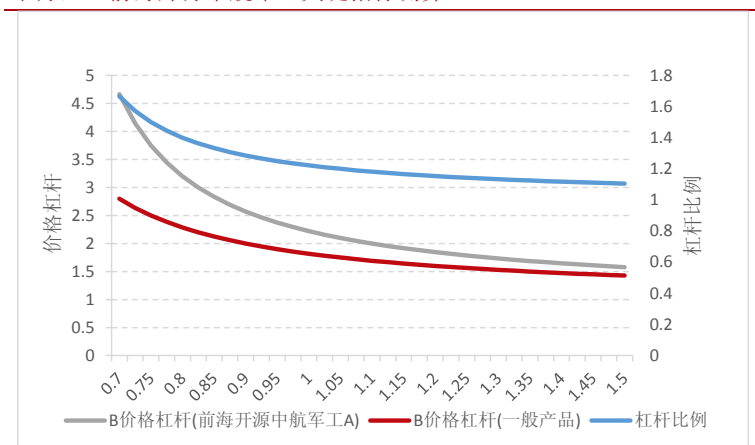
图表 3：前海开源中航军工关键指标测算

2015/3/19	富国中证军工A	申万菱信中证军工A	前海开源中航军工A		
核心条款					
AB比	5:5	5:5	5:5		
上折	1.50	1.5 (A类不参与上折)	1.50		
下折	0.25	0.25	0.25		
约定利率	5.5%	5.5%	7.5%		
份额(亿)	27.62	5.15	31.51		
托管费	0.22	0.22	0.20		
管理费	1.00	1.00	1.00		
关键假设					
隐含收益率	6.25%	6.28%	6.00%	6.50%	7.00%
母基金折价率	1.40%	1.43%	0.00%	0.00%	0.00%
测算结果对比					
A折价率	11.76%	11.87%	-25.00%	-15.38%	-7.14%
A价格	0.90	0.92	1.25	1.15	1.07
B价格	2.05	1.57	0.75	0.85	0.93
价格杠杆	1.46	1.61	2.67	2.36	2.15

数据来源：方正证券研究所

目前，中航军 A 溢价约 10%，据此可以推算出 B 价格杠杆。如下图所示，中航军工分级 B 价格杠杆（假设溢价 10%）大于同类产品（假设折价 10%），两产品杠杆比例呈非线性变化。对于想投资军工题材的 B 投资者来说，相同条件下中航军 B 对军工 B、军工 B 级等军工类分级杠杆更高，吸引力更大。

图表 4：前海开源中航军工关键指标测算



数据来源：方正证券研究所

市场目前对中航军 A 的定价颇有争议，高约定收益率导致中航军 A 溢价较多，负向期权价值较大。投资者到底应不应该考虑中航军 A 的期权价值，目前市场有没有低估中航军 A 的价值？围绕这个问题，我们分以下三步进行讨论：高约定收益率对触发下折的概率有多大的影响？高约定收益率对期权价值有多少的影响？中航军 A 合理价格应该是多少？

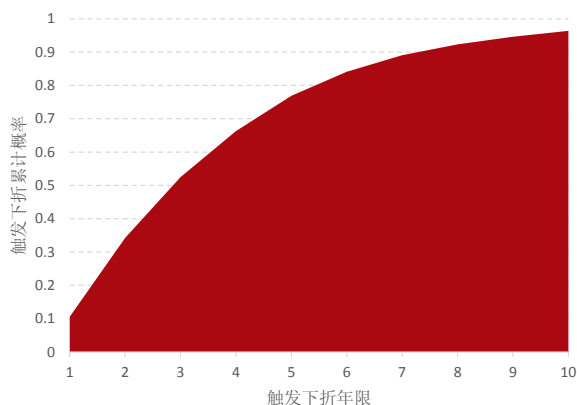
1、提高约定收益率不会显著增大触发下折的概率

市场存在一种顾虑是提高约定收益率会增大触发下折概率，减少平均触发时间，而触发一次下折会导致产品规模缩水约 75%，对产品十分不利。

从敏感性测试来看，中航军工平均下折时间约 3.7 年左右。提

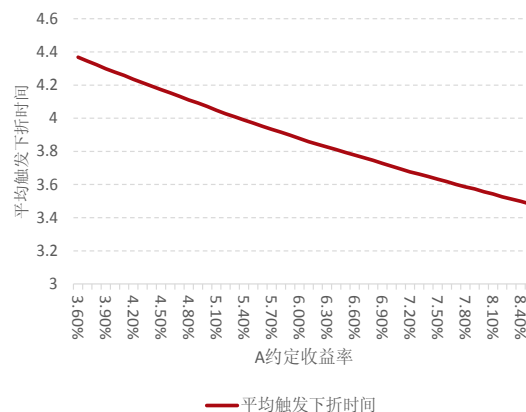
高约定收益率不会显著提高触发下折的概率，约定收益为 5.5%和 7.5%的产品平均触发下折时间仅差 0.3 年，平均触发时间缩短仅 8%。所以从这触发概率上看，约定收益率高低影响有限。

图 5：中航军 A 下折累计概率



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图 6：约定收益率对平均触发下折时间影响



数据来源：Wind, 方正证券研究所

2、提高约定收益率对期权价值影响很大

$$\text{期权价值} = A \text{ 折价率} * (1 - \text{下折}) * e^{-E(T)}$$

尽管提高约定收益率对平均触发下折时间影响不大，因此对贴现因子 $e^{-E(T)}$ 影响较小，但高约定收益率会导致 A 溢价率上升，这项对期权价值贡献大。目前中航军 A 的期权价值为 -0.06 元。

3、考虑下折期权价值，中航军 A 略微高估

如果不考虑期权价值，中航军 A 的隐含收益率显著高于同类产品。如果考虑期权价值，中航军 A 的纯债收益率 6.57%，市场平均的纯债收益率 6.7% 左右。但是考虑到目前 A 类产品的期权价值都未合理定价，该产品 A 的价格下跌空间也有限。

● “接盘侠”的逻辑

有趣的是前海开源中航军工的基金经理始终没有建仓，这意味着理论上本周 AB 涨跌幅基本不受指数涨跌影响，AB 涨跌幅几乎全部来自 AB 的定价博弈，以及套利和投资者之间的博弈。

接盘 A 的主要逻辑

接盘 A 的主要逻辑有两个：对于配置型资金而言，主要觉得票息高，下折是个小概率事件目前不必过于担忧。对于交易型资金而言的主要逻辑认为，B 的卖出需求会很大，届时 B 类投资者会被迫买入 A 合并赎回。以上两个逻辑我们认为交易型客户有一定的合理性，配置型客户还是需要考虑下折的损失，毕竟在牛市高波动市场下，下折概率其实是大幅高于以往的。

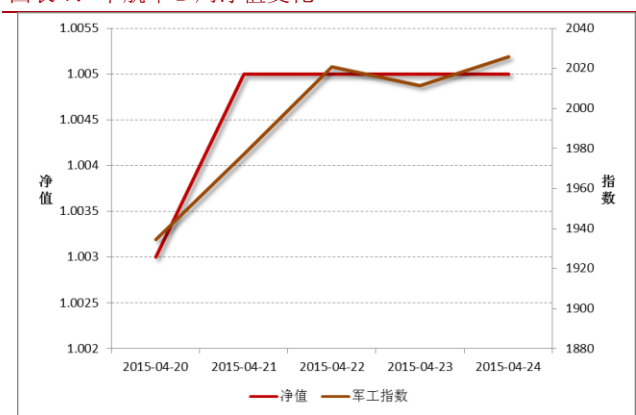
接盘 B 的主要逻辑

接盘 B 的逻辑就比较复杂，部分投资者认为买入的 B 的人太傻，

虽然 B 的价格杠杆高于同类军工产品，但是在目前基金接近零仓位的情况下，再高的杠杆也是白搭，短期军工指数大涨 B 类投资者并不能享受上涨收益。我们认为没有明白中航军工空仓位的投资肯定是有，从周五中航军工 B 的日内走势和军工走势高度的相关性达到 77% 可见一斑。

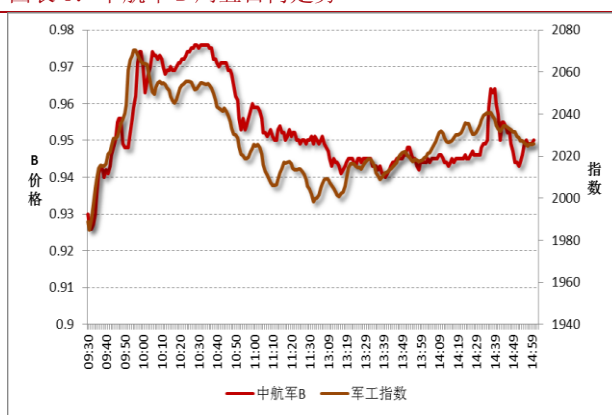
但是 30 亿资金都在博傻，我们认为有点言过其实。该产品的设计明显有利于 B 端投资者，所以该款 B 的产品长期维持高估值是有一定合理性。虽然目前接近空仓位，还是有部分投资者觉得 B 端估值过低而买入，博取的是 B 估值修复的收益。虽然这类投资者想法跟我们的对于 A、B 产品的理论测算也比较一致，但是短期 B 段估值能否上升还是充满很大变数的。

图表 7：中航军 B 周净值变化



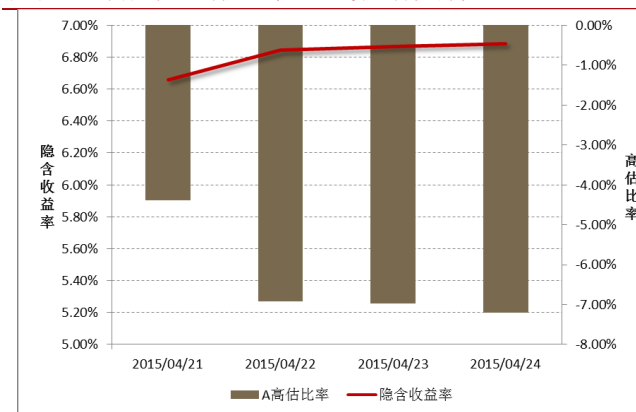
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 8：中航军 B 周五日内走势



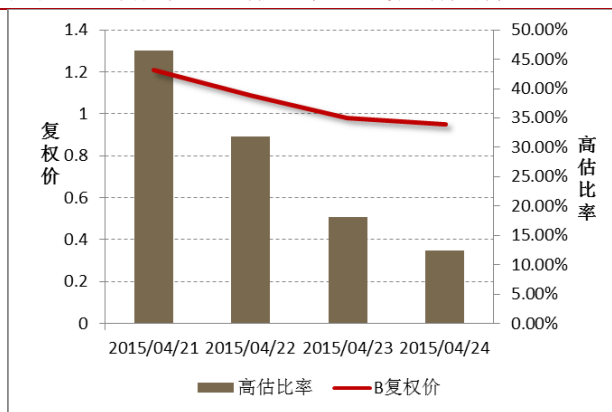
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 9：中航军 A 高估比率（不考虑期权价值）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

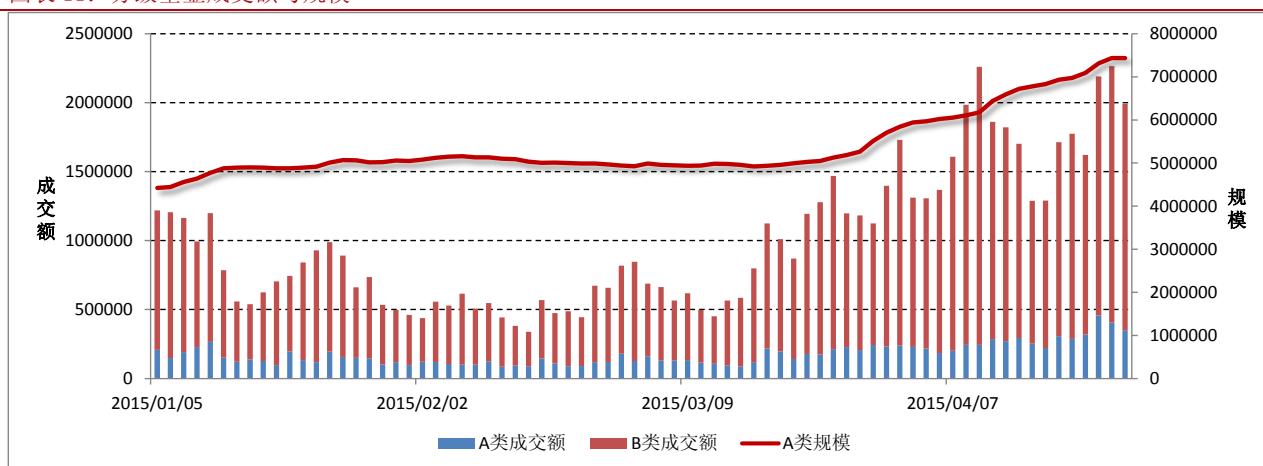
图表 10：中航军工 B 高估比率（不考虑期权价值）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

本周永续分级 A 平均上涨 0.32%，分级 B 平均上涨 4.73%。分级基金市场成交量维持较高水平，受前海开源中航军工分级影响，市场份额进一步扩大。

图表 11：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 3 支，一支电子一支银行一支白酒分级。

图表 12：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
163116.OF	申万菱信电子行业	150231.SZ	150232.SZ	2015/4/21	2015/5/8	申万菱信基金管理有限公司
161029.OF	富国中证银行	150241.SZ	150242.SZ	2015/4/16	2015/4/30	富国基金管理有限公司
160632.OF	鹏华中证酒	150229.SZ	150230.SZ	2015/4/20	2015/4/30	鹏华基金管理有限公司

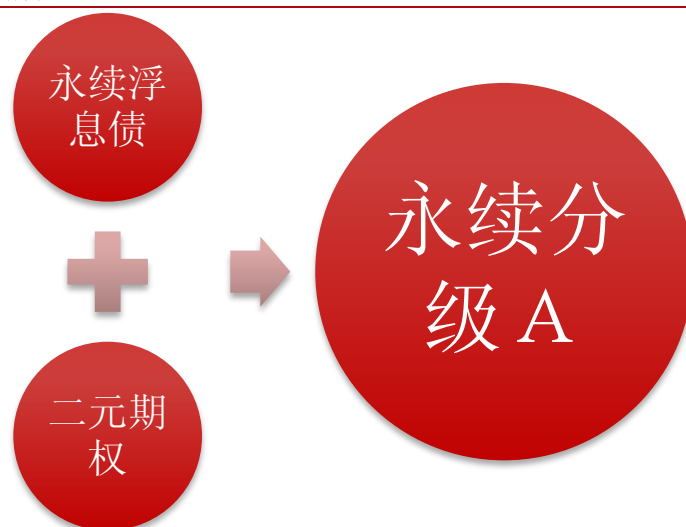
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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，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 13：分级基金 A 产品结构



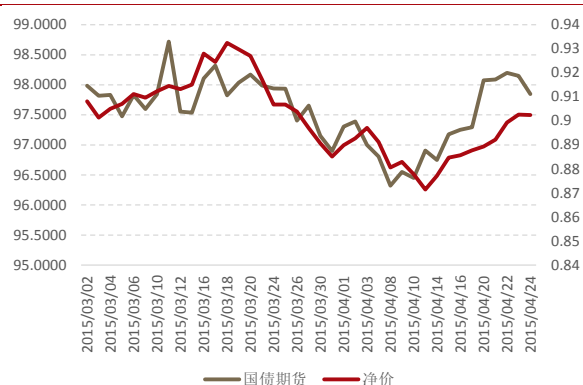
数据来源：方正证券研究所

2.1 债市上涨，分级 A 隐含收益率下降

降准公布后，上周一国债期货高开高走，周五有所下跌，整周价格上涨 0.57%。随着打新暂告段落，资金面再度宽松。分级 A 价格小幅上扬 0.32%，隐含收益率为 6.40%。

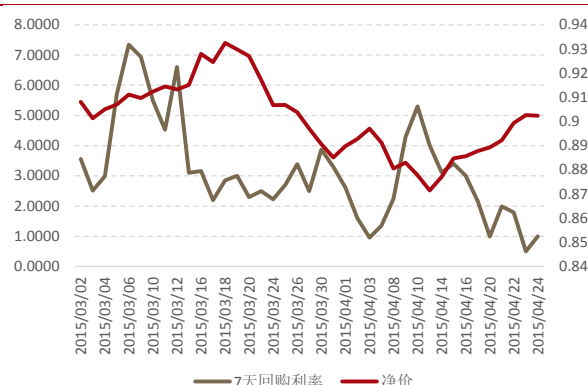
国防 A 临近上折，目前价格被高估。周四、五国防 A 价格分别下跌 2.42%，2.27%，目前仍有所高估，上折后价格可能受到冲击，我们提示风险。

图表 14：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 15：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

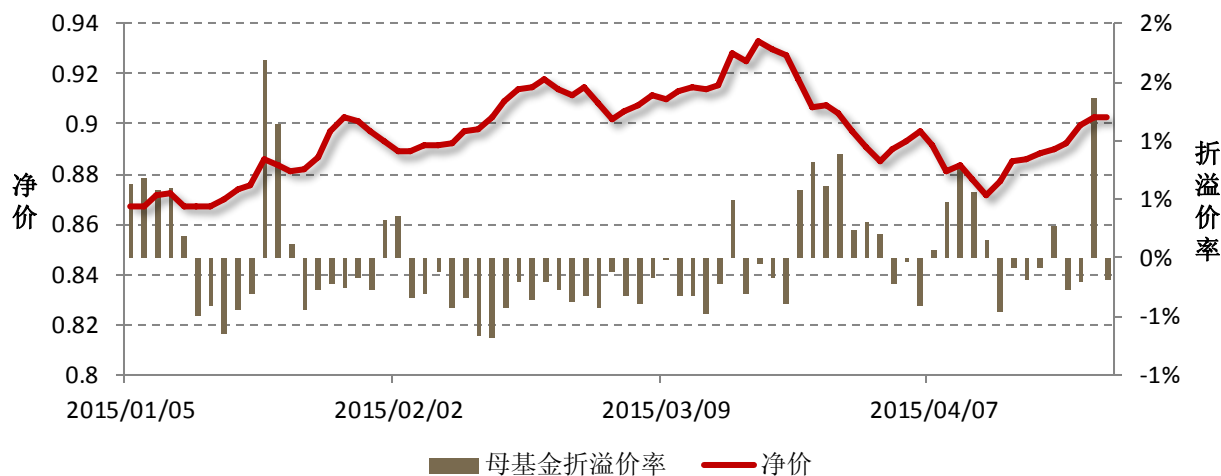
2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著

分级 A 的价格容易受到套利资金的影响，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。

上周母基整体机会不大，套利资金主要瞄准了刚上市的前海开源中航军工，有足足 60 亿左右的套利资金做了前海开源中航军工

的溢价套利。

图表 16：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 17：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						
161028	新能源车	5.93%	46345	17368	7.36	26.62%
160221	国泰有色	3.31%	192187	73733	17.54	421.84%
161022	富国创业	1.66%	17478	27235	8.84	-6.59%
161026	富国企改	1.27%	34950	58618	27.82	4.46%
164402	中航军工	1.00%	344115	74149	31.51	#
161027	证券分级	0.84%	45151	25469	10.69	1.72%
160620	中证资源	0.80%	9346	29656	6.88	-7.61%
161025	富国互联	0.70%	12910	20891	10.04	1.86%
160219	国泰医药	0.70%	178900	67180	49.27	38.03%
165520	信诚有色	0.70%	5129	25394	5.55	-7.19%
母基金溢价率后十名						
165312	建信50	-1.00%	1634	3880	2.17	7.01%
160222	国泰食品	-1.00%	21445	19318	8.03	15.12%
163115	申万军工	-1.20%	16919	17416	5.15	-1.77%
165522	信诚TMT	-1.20%	11470	9087	5.51	-8.52%
161223	国投创业	-1.26%	6595	4055	2.89	0.93%
160626	鹏华信息	-1.29%	3510	5009	2.04	-9.03%
163114	申万环保	-1.38%	35464	27357	16.86	-10.83%
164304	新华环保	-1.46%	23426	13742	14.67	8.07%
161826	银华转债	-1.54%	60031	18748	19.61	-9.82%
160224	国泰TMT	-1.56%	7917	4478	2.01	-12.00%

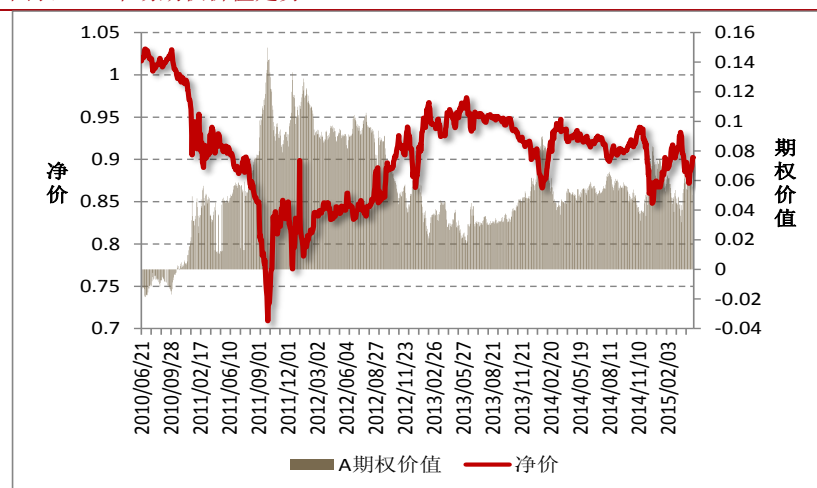
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。

本周分级 A 价格上涨，平均分级 A 期权价值下降，新增的中航军 A 期权价值为负，使得平均期权价值下降至 0.054 附近。

图表 18：市场期权价值走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 19：股票型永续分级 A 关键指标（份额大于 1 亿）

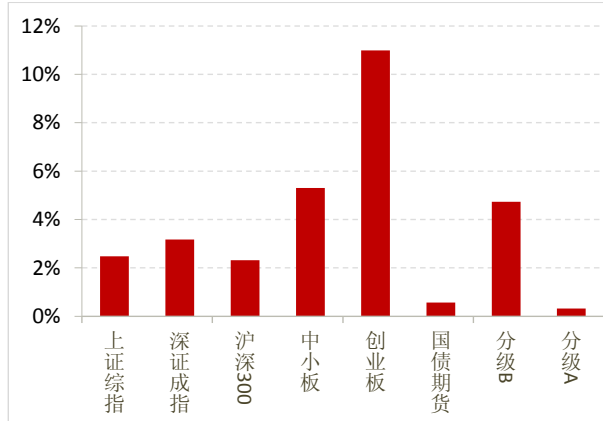
A代码	A简称	周涨跌幅	母基金折溢价率	日均成交金额（万）	周规模变化	规模（亿）	隐含收益率	期权价值	纯债收益率	高估比率	A溢价率
150221	中航军A	#REF!	1.00%	86029	#REF!	31.51	6.89%	-0.052	6.57%	-7.20%	8.86%
150196	有色A	-0.70%	3.31%	38437	421.84%	17.54	6.62%	0.011	6.70%	-3.51%	-1.84%
150123	建信50A	-0.37%	-1.00%	327	7.01%	2.17	6.58%	-0.032	6.39%	-2.86%	6.22%
150211	新能车A	0.11%	5.93%	9269	26.62%	7.36	6.58%	0.051	6.97%	-2.87%	-8.76%
150198	食品A	0.40%	-1.00%	4289	15.12%	8.03	6.53%	0.003	6.55%	-2.15%	-0.49%
150169	恒生A	-0.12%	-0.43%	14151	12.78%	23.49	6.52%	0.088	7.28%	-1.91%	-15.34%
150130	医药A	0.40%	0.70%	35780	38.03%	49.27	6.51%	0.001	6.52%	-1.86%	-0.16%
150213	国投创A	0.76%	-1.26%	1319	0.93%	2.89	6.49%	0.041	6.79%	-1.49%	-7.46%
150190	NCF环保A	0.70%	-1.46%	4685	8.07%	14.67	6.48%	-0.002	6.47%	-1.40%	0.30%
150171	证券A	0.12%	-0.69%	40836	-1.19%	187.79	6.47%	0.084	7.18%	-1.17%	-14.84%
150167	银华300A	0.64%	-0.22%	451	0.76%	1.37	6.45%	0.039	6.73%	-0.95%	-6.88%
150223	证券A级	0.11%	0.84%	9030	1.72%	10.69	6.44%	0.040	6.73%	-0.85%	-6.87%
150217	新能源A	0.00%	0.11%	4841	0.39%	10.84	6.44%	0.084	7.14%	-0.79%	-14.54%
150117	房地产A	-0.59%	0.00%	2888	2.22%	10.16	6.43%	-0.006	6.39%	-0.62%	1.10%
150150	有色800A	-2.26%	0.70%	1026	-7.19%	5.55	6.43%	0.065	6.93%	-0.56%	-11.07%
150148	医药800A	0.00%	-0.64%	2317	4.31%	3.59	6.42%	0.066	6.93%	-0.46%	-11.19%
150157	金融A	1.34%	-0.48%	17722	0.03%	61.44	6.41%	0.062	6.89%	-0.34%	-10.87%
150051	沪深300A	-0.46%	0.28%	2977	36.49%	4.48	6.40%	0.083	7.08%	-0.21%	-14.09%
150209	国企改革A	-0.34%	1.27%	6990	4.46%	27.82	6.40%	0.080	7.06%	-0.20%	-13.82%
150215	TMTA	1.29%	-1.56%	1583	-12.00%	2.01	6.38%	0.079	7.02%	0.21%	-13.68%
150100	资源A	-2.43%	0.80%	1869	-7.61%	6.88	6.37%	0.000	6.37%	0.36%	-13.36%
150194	互联网A	-0.69%	0.70%	2582	1.86%	10.04	6.37%	0.077	6.99%	0.37%	-13.53%
150192	地产A	0.69%	-0.11%	4093	-6.80%	7.94	6.35%	0.076	6.96%	0.60%	-13.32%
150177	证保A	1.63%	-0.61%	13719	-6.18%	47.92	6.33%	0.075	6.93%	0.95%	-13.03%
150203	传媒A	1.98%	-0.02%	4747	4.26%	8.02	6.32%	0.075	6.91%	1.06%	-12.94%
150152	创业板A	-2.65%	1.66%	3496	-6.59%	8.84	6.31%	0.028	6.50%	1.26%	-4.88%
150186	SW军工A	1.10%	-1.20%	3384	-1.77%	5.15	6.27%	0.067	6.79%	1.79%	-11.77%
150184	环保A	1.08%	-1.38%	7093	-10.83%	16.86	6.25%	0.065	6.75%	2.09%	-11.39%
150181	军工A	-0.11%	-0.45%	11438	0.92%	27.62	6.25%	0.069	6.78%	2.18%	-11.76%
150173	TMT中证A	1.72%	-1.20%	2294	-8.52%	5.51	6.24%	0.068	6.75%	2.45%	-11.74%
150200	券商A	1.45%	-0.82%	12807	-4.09%	47.38	6.24%	0.065	6.74%	2.39%	-11.49%
150205	国防A	-4.83%	-0.44%	621	2.85%	2.36	6.23%	0.066	6.73%	2.51%	-11.44%
150164	可转债A	2.36%	-0.67%	1981	-10.73%	3.74	6.17%	0.040	6.45%	3.55%	-10.61%
150143	转债A级	1.22%	-1.54%	12006	-9.82%	19.61	6.15%	0.039	6.43%	3.90%	-10.33%
150179	信息A	-0.55%	-1.29%	702	-9.03%	2.04	6.10%	0.056	6.51%	4.62%	-9.80%
150030	中证90A	-7.98%	-0.68%	1218	16.79%	2.87	5.89%	0.000	5.89%	8.34%	1.86%
150018	银华稳进	0.20%	-0.77%	8738	-10.81%	31.47	5.72%	0.020	5.85%	11.41%	-3.83%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

3. 分级 B 投资策略

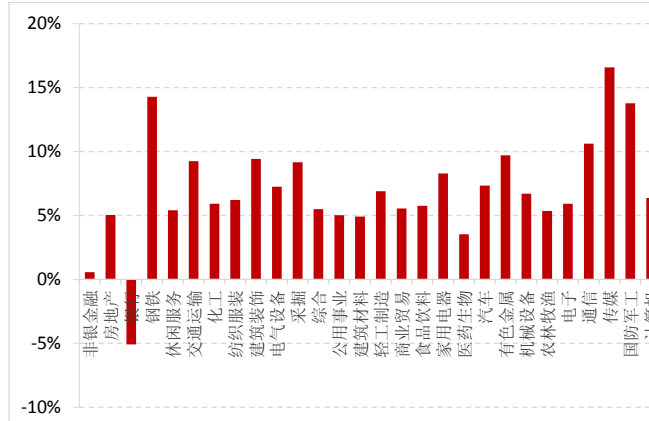
上周创业板继续高歌猛进，蓝筹高位震荡。行业板块方面，传媒、钢铁、军工都有不错表现，金融表现乏力，银行为唯一下行板块，市场对股市出现短期调整的忧虑加强。

图表 20：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 21：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

下周二，姗姗来迟的银行 B 终于要上市交易了。银行板块同质性高，同涨同跌现象明显，如果强烈看好银行板块的投资者配置些银行 B 可能比买龙头获益更多。市场目前没有专门的银行分级，预计银行 B 会受到市场的热捧。新分级基金上市投资者往往会反应过度，抢筹码会推高交易价格引起母基整体溢价，建议套利者密切关注。下周可能触发上折的食品 B 和国防 B，目前低估空间都较小，但是投资者还是可以博取上折后杠杆恢复后高估带来的超额收益。

图表 22：银行 AB 价格测算

鹏华中证银行B			
核心条款			
AB比	5:5	约定利率	5.50%
上折	1.50	份额(亿)	9.35
下折	0.25	托管费+管理费	1.22%
关键假设			
隐含收益率	6.20%	6.40%	6.60%
母基金折价率	0.00%	0.00%	0.00%
测算结果对比			
A折价率	11.29%	14.06%	16.67%
A价格	0.89	0.86	0.83
B价格	1.11	1.14	1.17
价格杠杆	1.80	1.75	1.71

数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 23：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 价差	B 溢价率	规模 (亿)	融资成本	高估比率	跟踪指数
150144	转债B级	8.26%	3.08	12.50%	55.11%	-1.54%	22.89%	19.61	7.71%	-11.00%	中证转债
150165	可转债B	6.97%	2.41	22.97%	27.23%	-0.67%	17.60%	3.74	8.06%	-6.01%	中证转债
150222	中航军B	#REF!	2.13	37.99%	48.24%	1.00%	-6.75%	31.51	9.25%	12.44%	军工指数
150118	房地产B	-65.62%	2.03	37.18%	101.02%	0.00%	-1.11%	10.16	8.83%	0.65%	国证地产
150191	NCF环保B	2.80%	2.01	39.30%	45.33%	-1.46%	-3.13%	14.67	8.70%	-1.52%	中证环保
150131	医药B	-0.60%	1.98	37.05%	50.90%	0.70%	1.57%	49.27	9.05%	3.39%	国证医药
150214	国投创B	3.08%	1.84	40.09%	90.80%	-1.26%	4.45%	2.89	8.94%	-1.08%	创业成长
150149	医药800B	3.49%	1.82	37.44%	50.02%	-0.64%	9.94%	3.59	9.03%	-0.78%	中证800医药
150197	有色B	-7.73%	1.78	40.19%	43.03%	3.31%	8.05%	17.54	9.88%	9.79%	国证有色
150216	TMTB	11.38%	1.73	41.20%	40.64%	-1.56%	9.23%	2.01	8.95%	-2.76%	TMT50
150052	沪深300B	0.26%	1.72	38.74%	46.90%	0.28%	14.10%	4.48	9.36%	0.64%	沪深300
150224	证券B级	2.07%	1.72	42.94%	36.52%	0.84%	7.33%	10.69	9.47%	2.11%	证券公司
150174	TMT中证B	12.10%	1.70	43.22%	35.72%	-1.20%	7.59%	5.51	8.97%	-3.54%	中证TMT
150204	传媒B	17.65%	1.67	42.31%	37.90%	-0.02%	11.07%	8.02	9.31%	-0.74%	中证传媒
150019	银华锐进	8.10%	1.67	48.89%	61.35%	-0.77%	1.36%	31.47	8.55%	-7.45%	深证100
150178	证保B	-0.67%	1.66	43.69%	34.62%	-0.61%	9.60%	47.92	9.26%	-1.60%	中证800证保
150218	新能源B	6.57%	1.64	42.63%	37.26%	0.11%	12.55%	10.84	9.54%	0.69%	国证新能
150170	恒生B	-3.47%	1.63	43.93%	32.76%	-0.43%	11.77%	23.49	10.08%	0.52%	恒生指数
150153	创业板B	31.58%	1.61	48.05%	24.17%	1.66%	6.31%	8.84	9.77%	1.91%	创业板指
150212	新能车B	18.38%	1.61	40.08%	43.34%	5.93%	19.48%	7.36	10.22%	13.15%	新能源车
150168	银华300B	2.34%	1.61	49.81%	18.74%	-0.22%	4.28%	1.37	9.53%	0.23%	沪深300
150187	SW军工B	7.52%	1.60	49.02%	18.09%	-1.20%	6.19%	5.15	9.03%	-2.85%	中证军工
150185	环保B	6.39%	1.59	50.21%	14.54%	-1.38%	5.37%	16.86	8.96%	-3.24%	中证环保
150124	建信50B	-0.87%	1.58	58.37%	30.87%	-1.00%	-4.63%	2.17	9.61%	0.07%	央视50
150195	互联网B	10.70%	1.57	46.43%	28.07%	0.70%	11.40%	10.04	9.80%	0.90%	中证移动互联
150158	金融B	-4.76%	1.57	50.02%	17.97%	-0.48%	6.50%	61.44	9.55%	-0.55%	中证800金融
150199	食品B	2.73%	1.56	56.57%	2.59%	-1.00%	-1.28%	8.03	9.64%	-0.37%	国证食品
150201	券商B	2.01%	1.56	51.01%	15.10%	-0.82%	6.11%	47.38	9.33%	-2.48%	中证全指证券公司
150193	地产B	6.02%	1.55	48.94%	21.97%	-0.11%	9.03%	7.94	9.72%	-0.50%	中证800地产
150172	证券B	2.71%	1.55	49.07%	21.61%	-0.69%	9.06%	187.79	9.74%	-0.43%	中证全指证券公司
150180	信息B	9.01%	1.54	53.35%	11.08%	-1.29%	3.80%	2.04	9.30%	-4.10%	中证信息
150206	国防B	11.19%	1.47	55.90%	3.92%	-0.44%	5.59%	2.36	9.82%	-1.74%	中证国防
150182	军工B	8.74%	1.44	57.73%	-0.15%	-0.45%	5.37%	27.62	10.03%	-1.54%	中证军工
150210	国企改B	12.56%	1.42	55.17%	5.90%	1.27%	9.77%	27.82	10.62%	1.94%	国企改革
150151	有色800B	17.89%	1.42	57.76%	-0.30%	0.70%	6.74%	5.55	10.56%	1.24%	中证800有色
150031	中证90B	1.36%	1.40	66.09%	6.88%	-0.68%	-1.64%	2.87	9.93%	-3.79%	等权90
150101	资源B	14.17%	1.34	62.10%	19.57%	0.80%	6.99%	6.88	11.20%	0.96%	A股资源

数据来源：Wind, 方正证券研究所

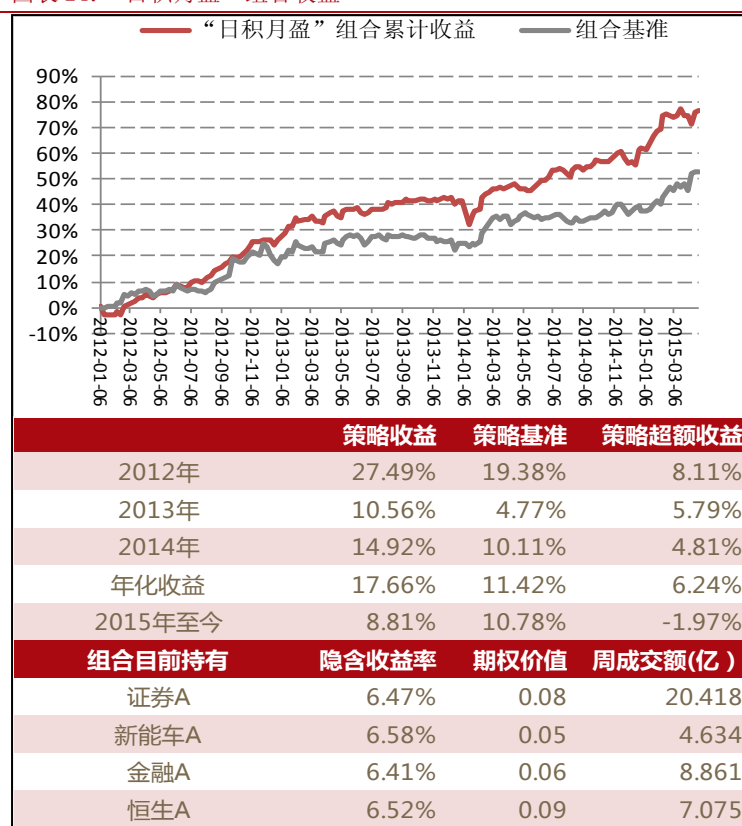
4. “日积月盈”分级 A 组合策略

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。

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。本策略上周组合收益率为 0.36%，组合目前持有证券 A，新能车 A，金融 A，恒生 A。

图表 24：“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