

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. 07. 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

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

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》

报告摘要

➤ 本周思考：分级 B 的融资成本

市场普遍使用单位净值成本和单位价格成本两种指标来度量 B 的融资成本。在单位价格成本的基础上除以价格杠杆，我们引入单位融资成本，度量每借一份资金需要承担的成本。

煤炭 B 基属于“+5”型分级，价格杠杆较高，仅使用价格杠杆会大大高估其融资成本。相反的，消费 B 杠杆低，分摊费用的份额小，故使用价格杠杆会低估融资成本。相比较，单位融资成本更为合理。

从融资成本也可以解释上折前 B 被低估的现象：随着母基净值的增加，分级 B 的融资成本升高，对投资者的吸引力也随之减弱。

➤ 分级 A 投资策略：

上期周报我们提示了 A 端风险，上周分级 A 如期下跌 3.30%，目前 A 类隐含收益率回升至 6.20%。从长期隐含收益率来看，目前隐含收益率仍处于低位。随着份额缩减速度放缓，B 类投资者重拾信心，整体溢价率上升，A 类价格或仍有一定的下行空间。

➤ 分级 B 投资策略：

上周股票市场总体上涨，标的指数上涨+折溢价率上升造成分级 B 大涨 24.17%，远远跑赢标的指数。我们建议规避离下折较近且整体溢价率较高的 B，如一带 B（150266），同时随着大盘向好，可适当关注离上折较近且被低估的 B。

➤ “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-4.78%，组合目前持有证券 A（150171）、一带 A（150265）、证保 A（150177）、国企改 A（150209）。

“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

目 录

1. 本周思考：真实融资成本是多少.....	4
1.1 融资成本计算	4
1.2 融资成本敏感性分析	5
1.3 和两融相比相对价值	10
2. 分级 A 投资策略	13
2.1 分级 A 下跌	13
2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著	15
2.3 期权价值影响重现	16
3. 分级 B 投资策略	19
4. “日积月盈”分级 A 组合策略.....	21

图表目录

图表 1: 单位价格成本&单位融资成本	5
图表 2: A 占比与融资成本.....	6
图表 3: A 约定收益率与融资成本.....	6
图表 4: 母基净值与融资成本	7
图表 5: 中证 90B 母基净值与融资成本.....	7
图表 6: A 平均隐含收益率与融资成本.....	8
图表 7: A 平均隐含收益率与融资成本.....	8
图表 8: 母基溢价率与融资成本	9
图表 9: 母基溢价率与融资成本	9
图表 10: A 高估率与融资成本.....	10
图表 11: A 净值与融资成本.....	10
图表 12: 两融与分级 B 融资成本	11
图表 13: 分级基金成交额与规模	12
图表 14: 近期新发行分级基金	12
图表 15: 分级基金 A 产品结构.....	13
图表 16: 分级 A 净价与国债期货	14
图表 17: 分级 A 净价与资金面	14
图表 35: 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 19: 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 22: 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 25: 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：真实融资成本是多少

1.1 融资成本计算

融资成本可以理解为 B 类投资者为获得杠杆而向 A 支付的利息，此外基金管理费也由 B 完全承担。市场上普遍使用单位净值成本和单位价格成本两种指标来度量 B 的融资成本。

$$\text{单位净值成本} = \frac{\alpha * A \text{ 约定收益率} + \text{管理费} + \text{托管费}}{B \text{ 净值} * (1 - \alpha)}$$

$$\text{单位价格成本} = \frac{\alpha * A \text{ 约定收益率} + \text{管理费} + \text{托管费}}{B \text{ 价格} * (1 - \alpha)}$$

和价格杠杆一样，因为折溢价的关系，单位价格成本更具有参考性。价格成本表示每购买一单位价格的分级 B，实际需要承担的费用。价格成本越高，获得杠杆而付出的成本越高，反之则对 B 更有利。

按照上述计算公式，各产品的价格成本差距较大，相互之间不具有可比性，这是因为这里的成本没有考虑到价格杠杆的因素。假设约定收益率、B 价格、管理费和托管费相同的条件下，两者价格成本相同为 6%。假设产品 α 的价格杠杆为 2，产品 β 的价格杠杆为 3，α 用 1 块钱获得了 2 份母基金的收益，为获得额外 1 份母基金收益而付出的成本为 0.06；β 用 1 块钱获得了 3 份母基金的收益，为获得额外 2 份母基金收益而付出的成本为 0.06，显然 β 的单位融资成本更低，而价格成本并没有反映出来。

仅根据价格成本，容易高估 A:B 较高的分级基金，如可转债 B、转债 B 级。为此，我们引入单位融资成本度量每借一份资金而需要承担的成本。单位融资成本的计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{单位融资成本} &= \frac{\alpha * A \text{ 约定收益率} + \text{管理费} + \text{托管费}}{B \text{ 价格} * (1 - \alpha)} \\ &\quad * \frac{1}{\text{价格杠杆} - 1} \end{aligned}$$

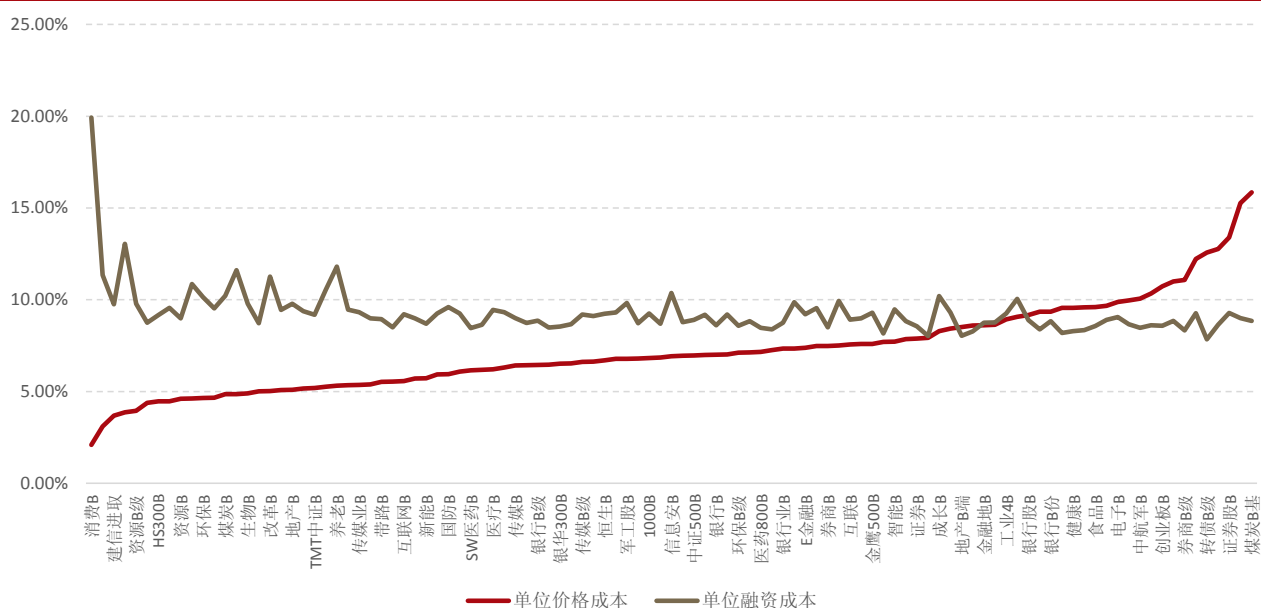
根据 AB 定价理论（参见系列报告《AB 定价权解析》），假设 A 合理定价（隐含收益率达到市场平均水平），那么分级 B 的融资成本为：

单位融资成本

$$= \frac{\alpha * D_A + (\text{管理费} + \text{托管费}) * N_{母}}{-N_{母} * \text{母基溢价率} + \alpha * \left(\frac{D_A}{y} + (N_A - 1) + \text{opt} \right) * (A \text{ 高估率} + 1)}$$

根据 7/24 日收盘数据，我们计算了单位价格成本和单位融资成本。煤炭 B 基属于“+5”型分级，价格杠杆较高，仅使用价格杠杆会大大高估其融资成本。相反的，消费 B 杠杆低，分摊费用的份额小，故使用价格杠杆会低估融资成本。相比较，单位融资成本更为稳定、合理。

图 1：单位价格成本&单位融资成本



数据来源：Wind, 方正证券研究所

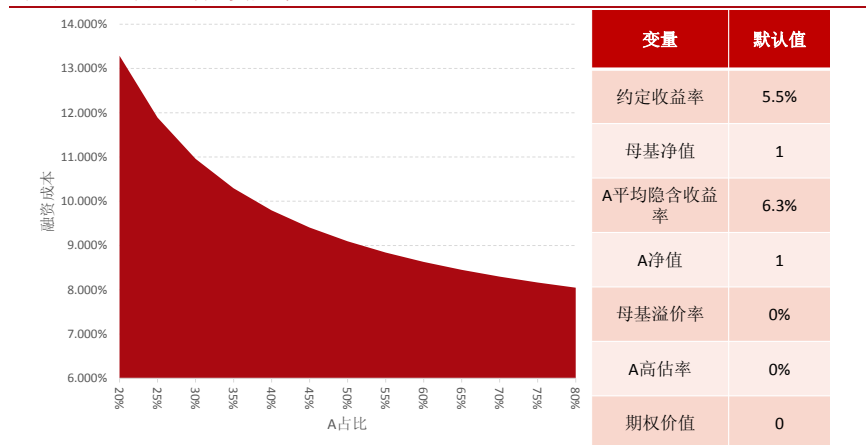
1.2 融资成本敏感性分析

影响融资成本的变量有很多，我们采取控制变量法研究每个变量对于融资成本的影响。假设管理费+托管费为 1.22% 不变，进一步研究其他变量对于融资成本的影响。

1.2.1 A 占比

A 占比有两方面的影响。一方面，A 占比高则承担 A 约定收益的 B 份数减少。另一方面，A 占比越高，则价格杠杆高，付出相同的费用，B 能融到更多的份数，因此单位融资成本会下降。综合来看，第二项因素影响更大，A 占比和融资成本负相关。

图表 2: A 占比与融资成本

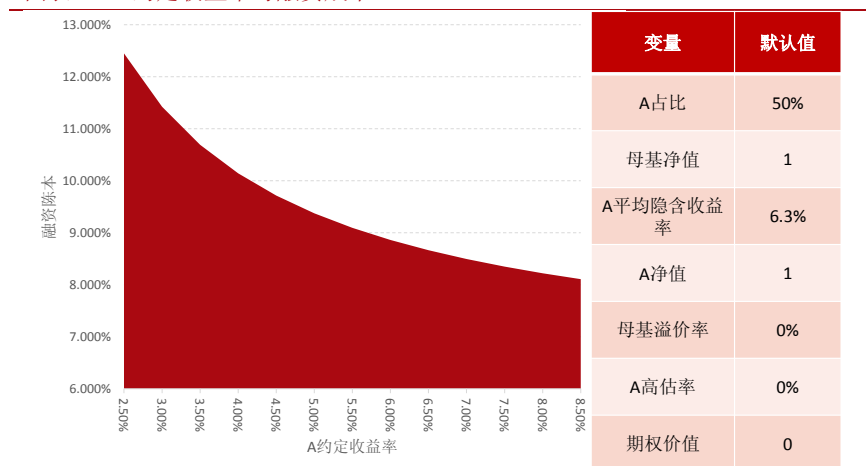


数据来源：方正证券研究所

1.2.2 A 约定收益率

A 约定收益也有两方面的影响，一方面，A 约定收益高，B 每年需要向 A 付出更多的“利息”。另一方面，高约定收益会导致 B 的价格杠杆更高，则承担相同费用的份数增加。综合来看，后者占主导，高约定收益率会导致融资成本下降。

图表 3: A 约定收益率与融资成本



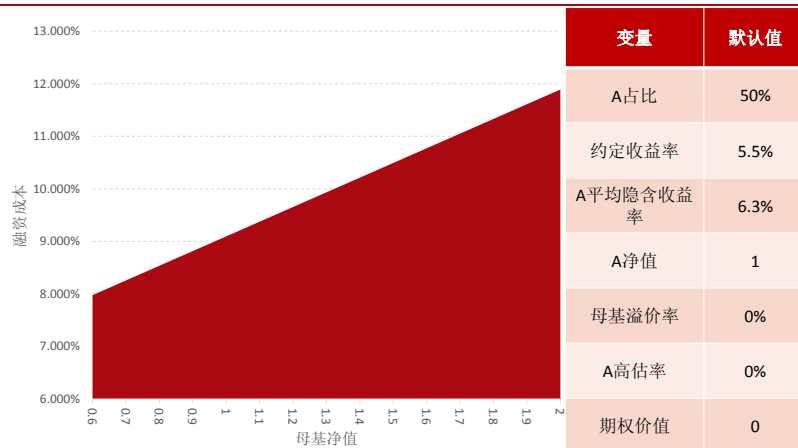
数据来源：方正证券研究所

1.2.3 母基净值

母基金净值的影响在于净值越大，管理费+托管费越高，B 的融资成本也越高。另一方面，母基金净值和折溢价会影响 B 的价格，进而影响 B 杠杆。总的来看，母基金净值越大，B 价格杠杆越高。

这点部分解释了为什么 B 临近上折往往倾向于被低估，随着母基金净值的增长，融资成本也随之上升，市场要求对这点作出补偿。

图表 4：母基净值与融资成本



数据来源：方正证券研究所

从杠杆的角度来看，接近上折由于杠杆下降，分级B吸引力会降低，高估率下降，分级B往往被低估（详情参见系列报告《分级基金上折全解析》）；从融资成本也可以解释上折前B被低估的现象，随着母基净值的增加，分级B的融资成本升高，对投资者的吸引力也随之减弱。

以中证90B为例，接近下折融资成本降低，下折归一后融资成本上升；接近上折融资成本升高，上折后融资成本降低。

图表 5：中证90B母基净值与融资成本

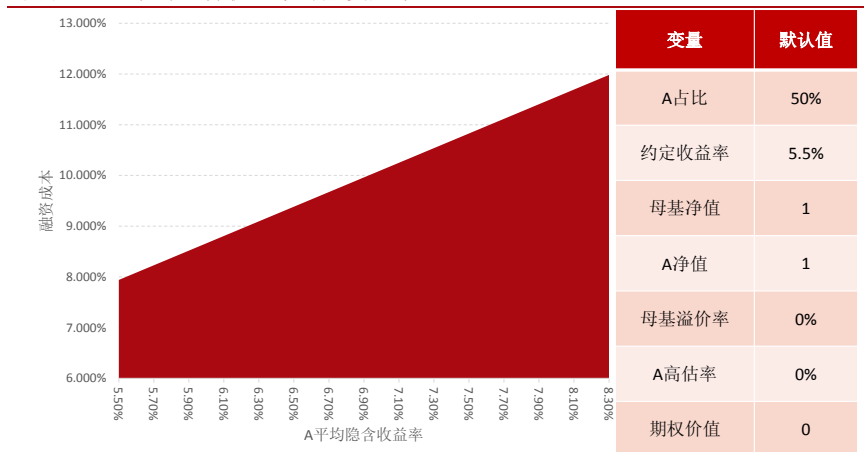


数据来源：方正证券研究所

1.2.4 A 平均隐含收益率

A 平均隐含收益率越高，A 价格相对偏低，B 价格相对偏高，B 价格杠杆相对偏低，则单位融资成本价格上升。所以，融资成本会随着隐含收益率的提高而提高。

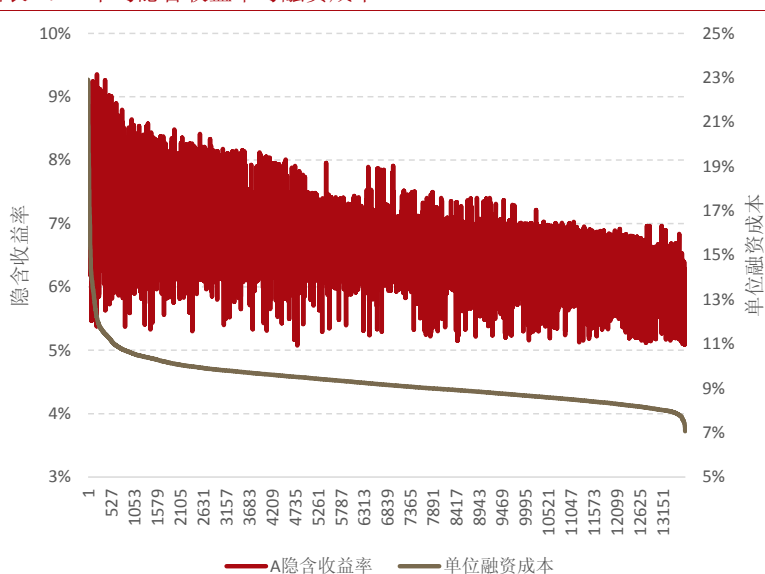
图表 6: A 平均隐含收益率与融资成本



数据来源：方正证券研究所

对比历史上所有流动性较好的 A 平均隐含收益率与融资成本，两者确实呈现出一定的正相关性。A 平均隐含收益率越低，则 B 融资成本越低。

图表 7: A 平均隐含收益率与融资成本

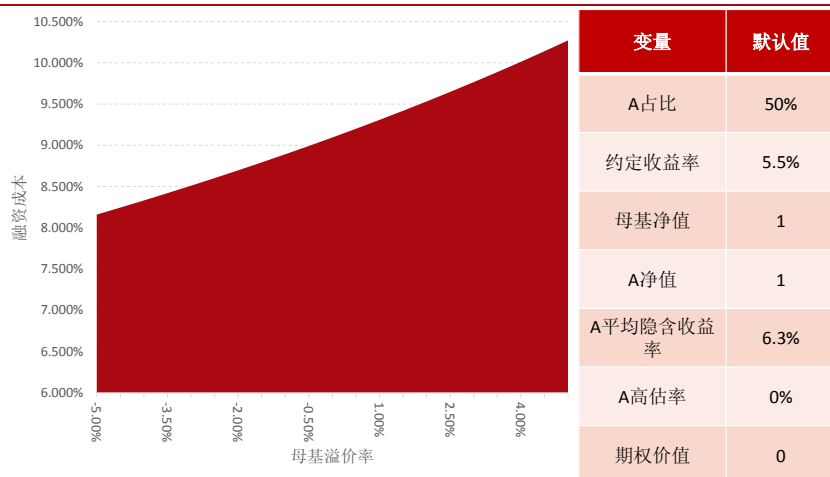


数据来源：方正证券研究所

1.2.5 母基溢价率

母基金溢价率越高，B 的价格高，则价格杠杆低，因为分摊费用用的份额减小，因而融资成本提升。因此，随着母基溢价率提高，融资成本会有所提升。

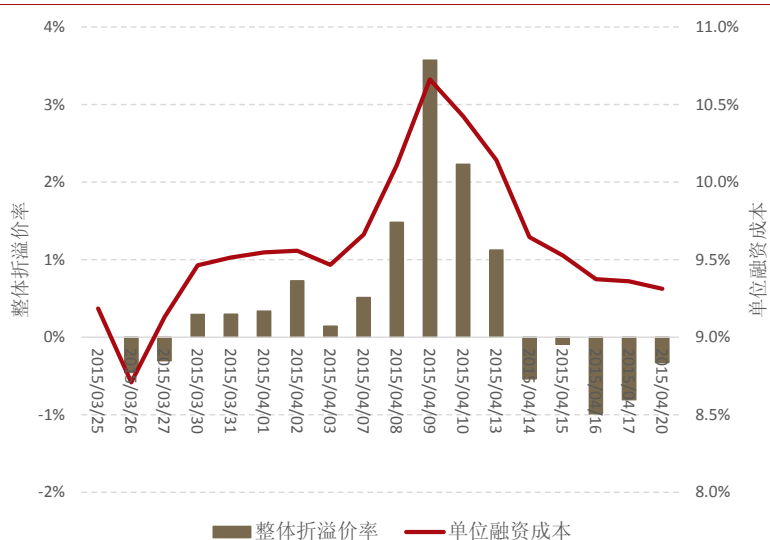
图表 8：母基溢价率与融资成本



数据来源：方正证券研究所

以证保 B 为例，4 月初证保 B 母基持续溢价，4/10 收盘母基溢价率达到了 3.5%。与此同时，单位融资成本持续上升，与平时相比上升了约 2%。

图表 9：证保 B 母基溢价率与融资成本

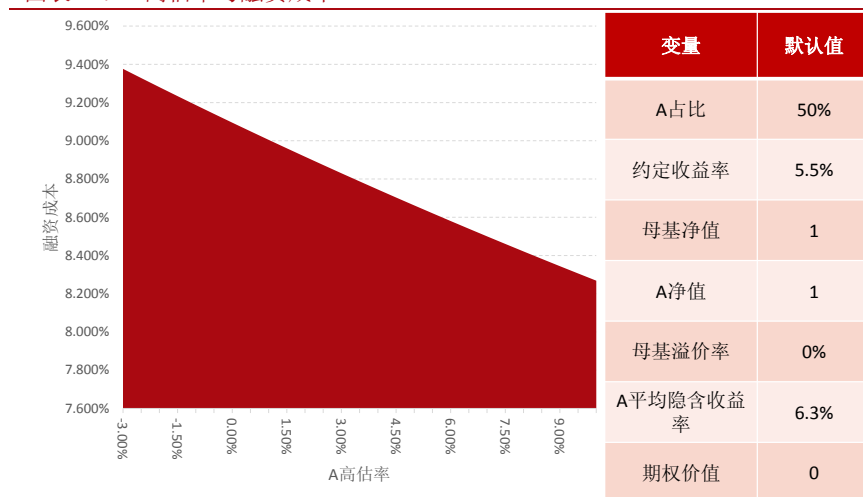


数据来源：方正证券研究所

1.2.6 A 高估率

A 被高估，则 B 被低估，B 价格杠杆高，因而分摊费用的份额增多，这会降低融资成本。综上，A 高估率越高，B 的融资成本越低。

图表 10: A 高估率与融资成本

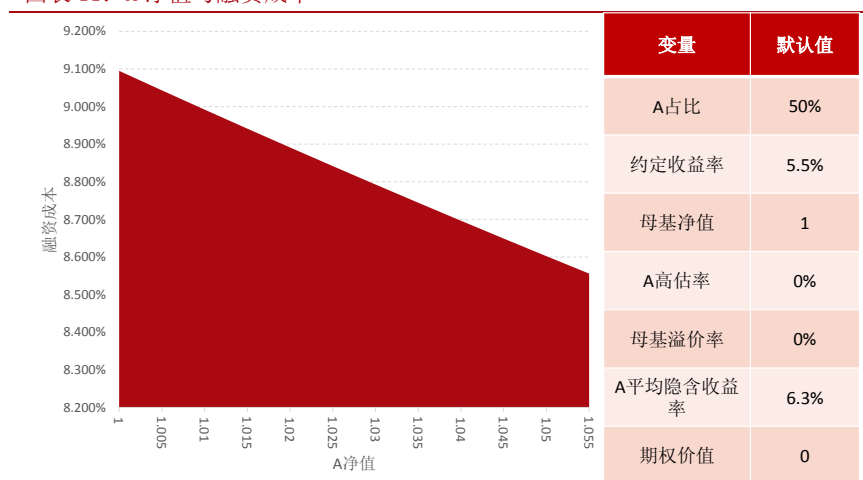


数据来源：方正证券研究所

1.2.7 A 净值

A 净值属于累计利息，A 净值高，A 价格高，B 价格相对较低，B 的价格杠杆较高，导致融资成本相对低。所以，随着 A 净值增长，融资成本相应的下降。

图表 11: A 净值与融资成本



数据来源：方正证券研究所

1.3 和两融相比相对价值

从历史数据来看，分级 B 的融资成本约在 9% 左右。与之对应的，两融账户融资利率一般在 8.3%，两者基本相近，分级 B 的融资成本略高一些。根据统计，80% 情况下，分级 B 融资成本高于两融。从产品设计上，提高约定收益率或有助于降低 B 的融资成本。

不过两融账户门槛需要 50 万，而分级基金门槛低。在融资成本相差不多的情况下，散户更倾向于选择分级 B。

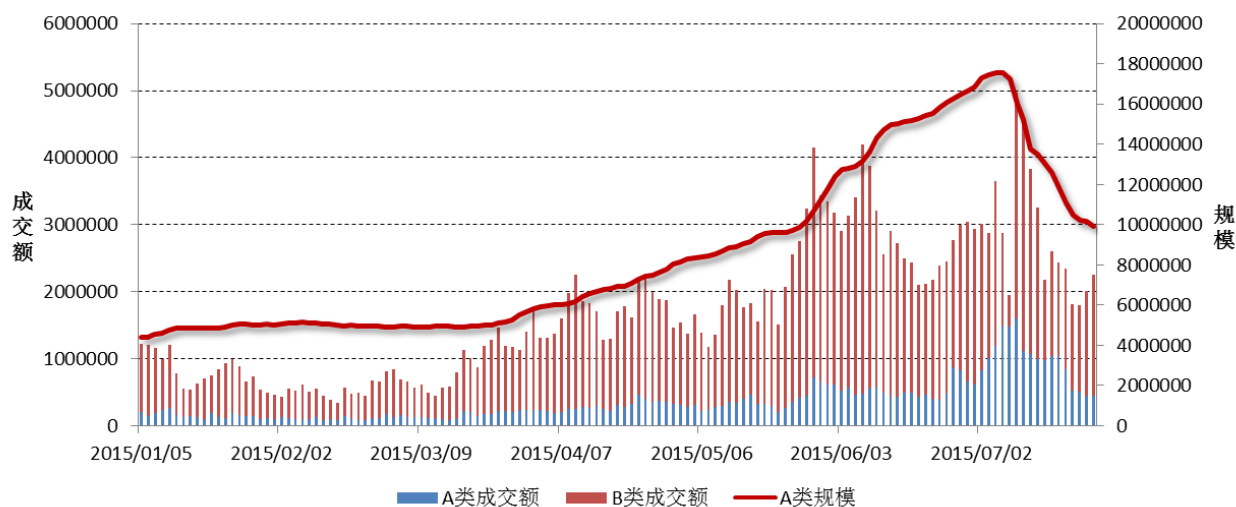
图表 12：两融与分级 B 融资成本



数据来源：方正证券研究所

上周永续分级下跌 3.30%，分级 B 平均上涨 24.17%。分级份额缩减速度放缓，成交有所萎缩。

图表 13：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 9 支，上交所分级比例有所增加。鹏华国证钢铁行业(502023)、鹏华新丝路(502026)、长盛上证 50(502040)、鹏华中证医药卫生(160635)、信诚中证基建工程(165525)、长信一带一路(502016)、交银环境治理(164908)、建信中证申万有色金属(165316)、长盛中证全指证券(502053)。

图表 14：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
502040.OF	长盛上证50	502041.SH	502042.SH	2015/6/29	2015/8/7	长盛基金管理有限公司
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
165525.OF	信诚中证基建工程	150313.SZ	150314.SZ	2015/7/6	2015/7/31	信诚基金管理有限公司
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
164908.OF	交银环境治理	150319.SZ	150320.SZ	2015/7/7	2015/8/7	交银施罗德基金管理有限公司
165316.OF	建信中证申万有色金属	150333.SZ	150334.SZ	2015/7/13	2015/7/31	建信基金管理有限责任公司
502053.OF	长盛中证全指证券	502054.SH	502055.SH	2015/7/13	2015/8/7	长盛基金管理有限公司

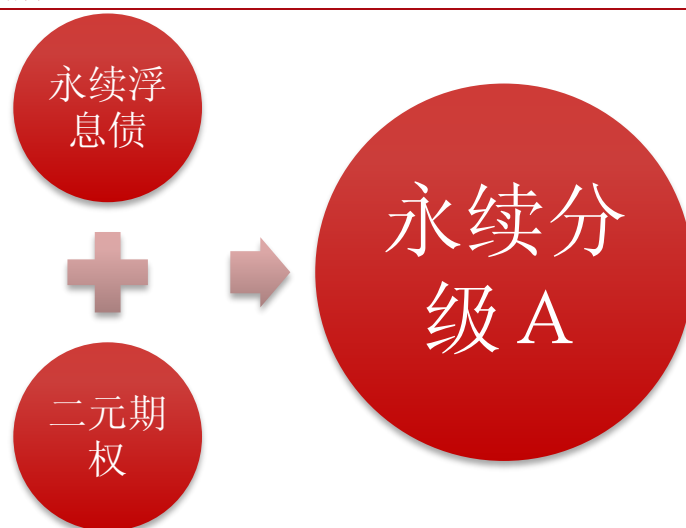
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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 15: 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 下跌

上周国债期货小幅上涨 0.12%, 市场利率下行, 但分级 A 价格下跌 3.30%, 隐含收益率达到 6.20%。

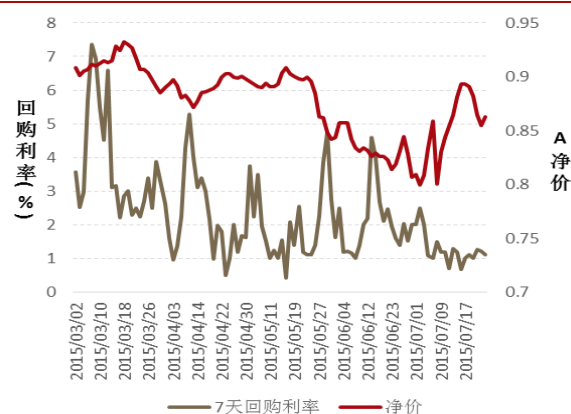
上期周报我们提示了 A 端风险, 前期受份额缩减、折价套利影响, A 类隐含收益率一度降至 6% 以下, 分级 A 整体价格整体偏高。正如我们所预料, 上周分级 A 下跌 3.30%, 目前 A 类隐含收益率回升至 6.20%。从长期隐含收益率来看, 目前隐含收益率仍处于低位。随着份额缩减速度放缓, B 类投资者重拾信心, 整体溢价率上升, A 类价格或仍有一定的下行空间。

图表 16: 分级 A 净价与国债期货



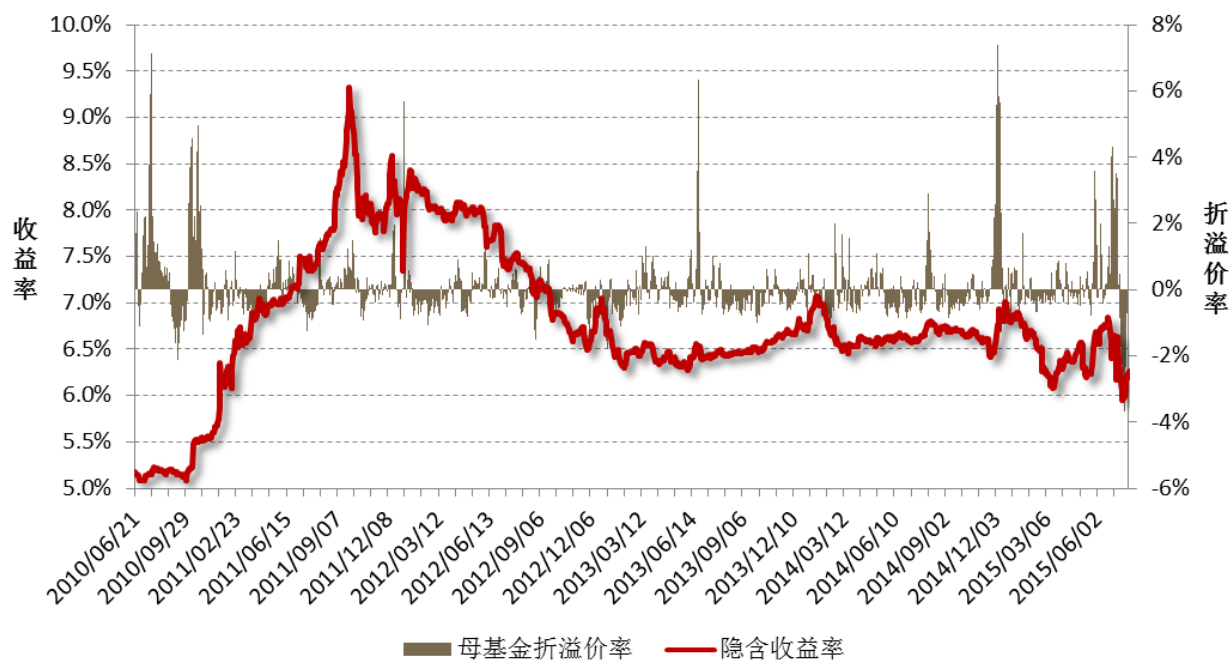
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 17: 分级 A 净价与资金面



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 18: 分级母基金溢价率 vs. 隐含收益率



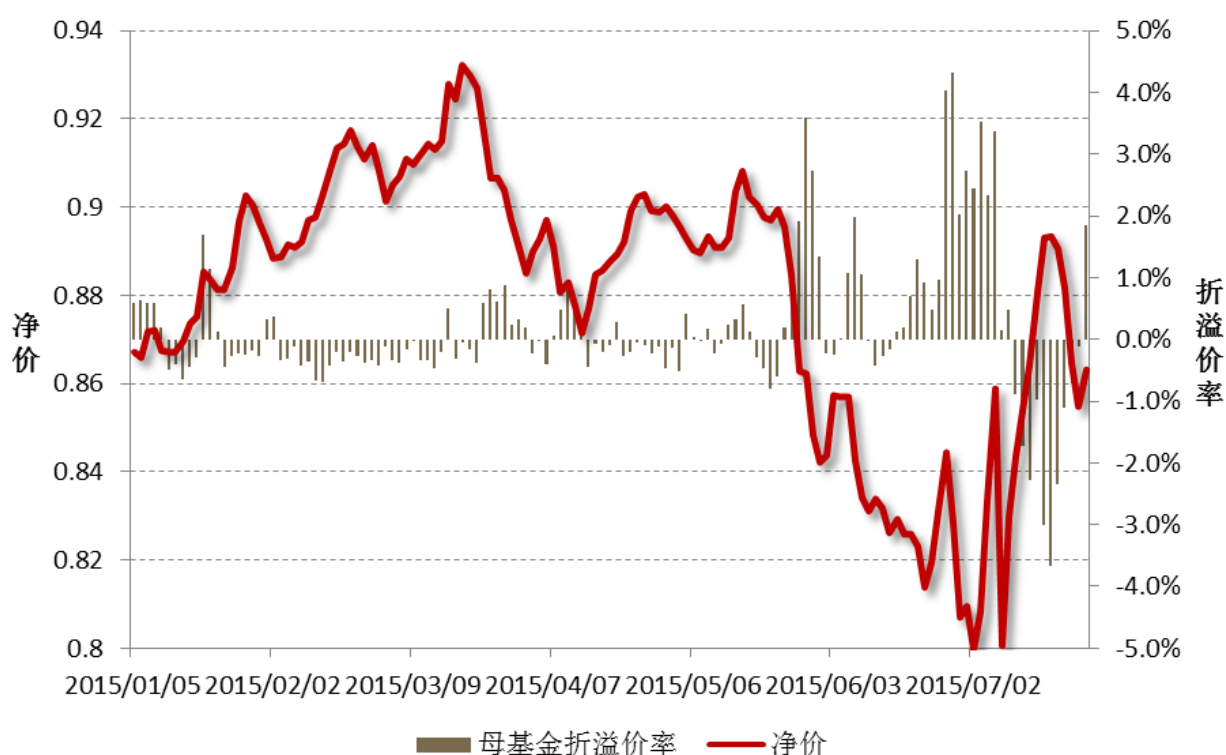
数据来源: 方正证券研究所

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。

上周母基金由折价转为溢价，目前母基金溢价 1.84%，存在套利机会，分级 A 投资者需警惕套利资金对 A 价格的打压。

图表 19：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 20：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						
161026	富国企改	7.52%	446793	183783	132.13	-17.28%
161031	工业4	6.91%	16002	4956	2.85	-5.70%
160419	证券股基	6.86%	5579	3467	2.60	1.54%
163115	申万军工	5.99%	28231	28165	6.17	-2.94%
168201	一带一路	5.93%	67184	29661	31.53	-5.52%
160626	鹏华信息	5.65%	24452	10363	5.94	-28.26%
161024	富国军工	4.62%	382056	242894	91.43	-15.90%
160136	改革基金	4.53%	10157	12893	3.24	13.17%
160633	券商指基	3.75%	39493	4361	4.76	-18.73%
161032	煤炭基金	3.19%	12116	6731	4.02	0.77%
母基金溢价率后十名						
160224	国泰TMT	-0.74%	4996	5107	2.19	-20.31%
165521	信诚金融	-0.82%	29159	27691	28.74	-9.63%
164705	添富恒生	-0.88%	31995	4510	10.79	-19.46%
165515	信诚300	-0.89%	19690	8708	7.64	-25.88%
164402	中航军工	-0.92%	80357	59171	57.11	-3.25%
165522	信诚TMT	-1.13%	22220	10936	3.88	122.94%
167503	一带分级	-1.17%	32293	21337	7.50	-19.52%
160218	国泰地产	-1.22%	29913	15338	12.91	-18.50%
160620	中证资源	-1.32%	5666	6594	2.88	-14.75%
163118	医药生物	-1.63%	14688	5936	3.47	-18.57%

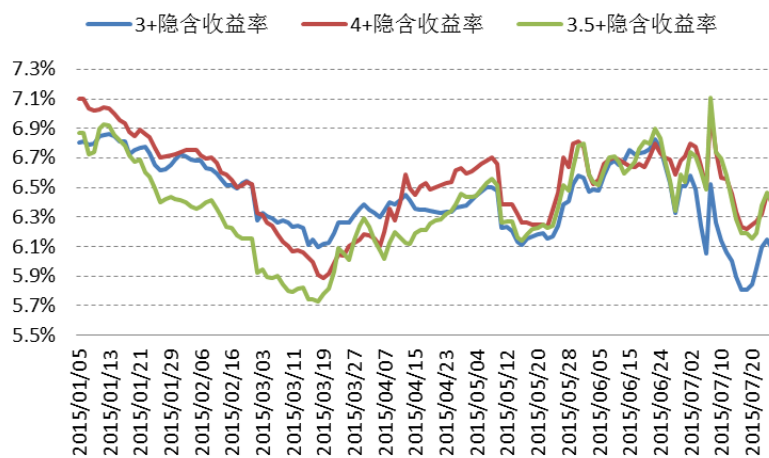
数据来源：Wind, 方正证券研究所

2.3 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。

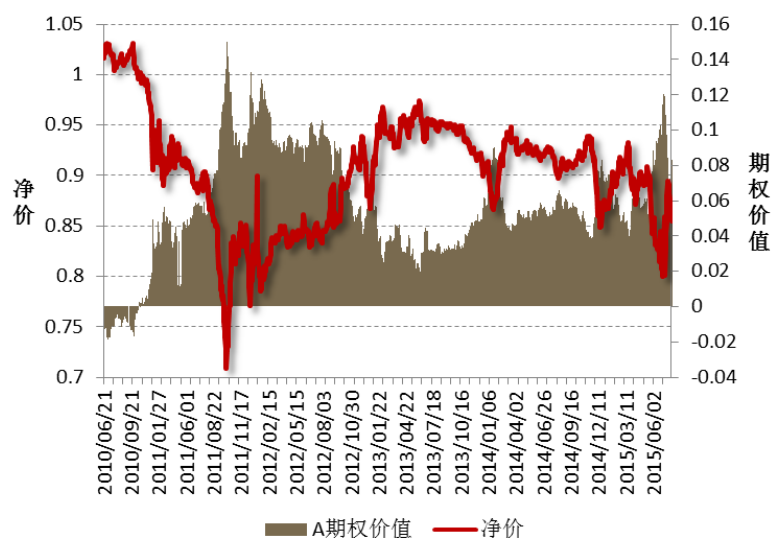
不同期权价值的产品的隐含收益率差距继续保持，期权价值对于分级A 定价的影响仍然存在。

图表 21: 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 22: 市场期权价值走势



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 23：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	-1.33%	3.19%	2423	0.77%	4.02	6.81%	-0.02	6.69%	-8.94%	2.78%
150291	银行A份	-2.63%	-0.28%	776	-0.08%	2.32	6.56%	0.05	6.95%	-5.45%	-8.42%
150299	银行股A	-2.43%	-0.07%	383	0.06%	2.06	6.56%	0.05	6.95%	-5.45%	-8.42%
150265	一带A	-2.21%	5.93%	13437	-5.52%	31.53	6.54%	0.06	6.99%	-5.23%	-8.20%
150301	证券股A	-1.49%	6.86%	1116	1.54%	2.60	6.52%	0.06	6.94%	-4.93%	-7.93%
150221	中航军A	0.27%	-0.92%	16071	-3.25%	57.11	6.52%	-0.04	6.27%	-4.82%	7.23%
150223	证券A级	-2.78%	2.16%	7208	-4.99%	39.35	6.49%	0.05	6.87%	-4.48%	-7.46%
150293	高铁A级	-2.20%	-0.13%	313	-10.56%	1.01	6.49%	0.05	6.84%	-4.50%	-7.51%
150190	NCF环保A	-2.17%	-0.26%	3580	-14.99%	5.90	6.48%	0.04	6.80%	-4.28%	-7.25%
150225	证保A级	-5.17%	2.33%	1957	-13.01%	4.13	6.46%	0.10	7.31%	-4.03%	-14.70%
150123	建信50A	-0.57%	6.02%	135	0.07%	1.62	6.46%	0.00	6.44%	-3.91%	0.61%
150295	改革A	-6.96%	4.53%	2031	13.17%	3.24	6.44%	0.08	7.14%	-3.82%	-14.60%
150152	创业板A	-3.01%	0.52%	72206	-36.23%	60.86	6.41%	0.09	7.19%	-3.29%	-14.05%
150030	中证90A	-4.51%	0.44%	810	-12.56%	3.23	6.40%	0.09	7.15%	-3.18%	-13.96%
150261	医疗A	-4.95%	-0.07%	1923	-16.57%	3.77	6.40%	0.04	6.66%	-3.18%	-6.24%
150130	医药A	-2.84%	-0.19%	7738	-6.51%	37.92	6.39%	0.04	6.64%	-2.97%	-5.99%
150247	传媒A级	-4.82%	-0.04%	550	-14.55%	1.65	6.35%	0.03	6.58%	-2.47%	-5.56%
150198	食品A	-3.04%	-0.04%	2933	-4.93%	12.88	6.34%	0.03	6.57%	-2.25%	-5.32%
150211	新能源车A	-1.55%	1.04%	2988	-9.63%	11.00	6.33%	0.08	6.94%	-2.05%	-12.86%
150196	有色A	-2.93%	-0.70%	6858	-34.29%	6.49	6.26%	0.02	6.42%	-1.01%	-4.14%
150219	健康A	-0.28%	-0.45%	4872	-11.24%	9.76	6.21%	-0.03	6.06%	-0.28%	4.51%
150028	中证500A	-3.08%	0.05%	5399	-21.70%	6.68	6.18%	0.09	6.95%	0.34%	-15.67%
150117	房地产A	-2.66%	-1.22%	5983	-18.50%	12.91	6.17%	0.02	6.27%	0.44%	-2.70%
150181	军工A	-3.73%	4.62%	76411	-15.90%	91.43	6.15%	0.11	7.08%	0.75%	-18.44%
150241	银行A级	-4.07%	-0.65%	1586	-7.82%	2.44	6.15%	0.11	7.11%	0.75%	-18.46%
150171	证券A	-5.55%	0.09%	48731	-10.14%	131.50	6.14%	0.11	7.15%	0.86%	-18.24%
150169	恒生A	-3.20%	-0.88%	6399	-19.46%	10.79	6.13%	0.11	7.05%	0.97%	-17.94%
150203	传媒A	-3.70%	0.56%	3048	0.83%	5.99	6.13%	0.11	7.08%	0.98%	-18.16%
150255	银行业A	-4.08%	-0.03%	458	-8.10%	1.03	6.13%	0.11	7.11%	1.08%	-18.30%
150249	银行A端	-3.73%	-0.63%	595	-8.58%	1.33	6.13%	0.11	7.09%	1.12%	-18.24%
150186	SW军工A	-4.69%	5.99%	5646	-2.94%	6.17	6.11%	0.11	7.03%	1.34%	-18.23%
150229	酒A	-4.04%	1.36%	2282	-13.37%	2.36	6.11%	0.11	7.05%	1.36%	-17.97%
150205	国防A	-4.37%	2.50%	11387	-21.22%	15.21	6.11%	0.11	7.03%	1.36%	-17.97%
150200	券商A	-4.66%	0.66%	7898	-12.47%	32.52	6.11%	0.11	7.05%	1.31%	-17.47%
150209	国企改革A	-5.05%	7.52%	89359	-17.28%	132.13	6.11%	0.12	7.13%	1.36%	-18.04%
150217	新能源A	-8.72%	2.24%	1372	-19.02%	3.36	6.11%	0.11	7.02%	1.47%	-17.78%
150177	证保A	-6.35%	-0.54%	4964	-13.06%	31.64	6.08%	0.11	7.04%	1.83%	-17.47%
150179	信息A	-4.14%	5.65%	4890	-28.26%	5.94	6.08%	0.11	7.02%	1.97%	-17.51%
150157	金融A	-3.36%	-0.82%	5832	-9.63%	28.74	6.07%	0.08	6.70%	2.04%	-13.80%
150194	互联网A	-3.84%	-0.41%	6603	-5.29%	11.24	6.06%	0.10	6.91%	2.24%	-17.47%
150184	环保A	-4.28%	1.19%	2629	-4.28%	6.57	6.05%	0.10	6.88%	2.35%	-17.37%
150148	医药800A	-2.78%	-1.07%	439	-9.47%	1.72	6.05%	0.08	6.70%	2.32%	-13.88%
150227	银行A	-3.56%	-0.37%	16429	-10.56%	60.54	6.05%	0.10	6.92%	2.33%	-17.14%
150192	地产A	-4.83%	1.02%	676	-18.94%	1.15	6.05%	0.1	6.89%	2.36%	-17.37%
150251	煤炭A	-4.60%	2.11%	824	-37.13%	1.00	6.05%	0.10	6.87%	2.49%	-17.27%
150173	TMT中证A	-2.45%	-1.13%	4444	122.94%	3.88	6.01%	0.096	6.80%	3.10%	-16.75%
150277	高铁A	-3.13%	-0.21%	2886	-21.85%	2.48	6.00%	0.10	6.78%	3.23%	-16.65%
150273	带路A	-3.24%	-1.54%	1289	-14.78%	1.48	6.00%	0.00	6.00%	3.23%	-16.67%
150275	一带一A	-2.33%	-1.17%	6459	-19.52%	7.50	5.98%	0.09	6.74%	3.60%	-16.37%
150243	创业A	-2.88%	1.28%	3491	-30.93%	1.68	5.98%	0.11	6.86%	3.58%	-16.29%
150315	工业4A	-5.81%	6.91%	3200	-5.70%	2.85	5.97%	0.11	6.87%	3.71%	-16.20%
150150	有色800A	-4.26%	-0.61%	840	-20.30%	1.57	5.95%	0.00	5.95%	4.14%	-12.57%
150215	TMTA	-1.03%	-0.74%	999	-20.31%	2.19	5.93%	0.09	6.66%	4.35%	-15.44%
150259	重组A	-8.71%	0.43%	1175	-12.49%	3.48	5.91%	0.09	6.59%	4.91%	-15.30%
150235	券商A级	-3.37%	3.75%	7899	-18.73%	4.76	5.90%	0.11	6.73%	5.02%	-15.02%
150231	电子A	-3.24%	8.63%	1639	-17.35%	1.44	5.84%	0.10	6.59%	6.10%	-14.18%
150283	SW医药A	-4.00%	-1.63%	2938	-18.57%	3.47	5.82%	0.08	6.44%	6.41%	-14.04%
150100	资源A	-1.87%	-1.32%	1133	-14.75%	2.88	5.82%	0.07	6.35%	6.21%	-13.66%
150051	沪深300A	1.26%	-0.89%	3938	-25.88%	7.64	5.77%	0.08	6.37%	7.19%	-13.20%
150143	转债A级	-3.32%	1.41%	2464	-54.57%	1.29	5.75%	0.05	6.11%	7.66%	-13.05%
150018	银华稳进	2.25%	-0.68%	12370	-16.81%	22.32	5.70%	0.06	6.15%	8.36%	-11.92%
150269	白酒A	0.45%	0.22%	366	-14.90%	1.68	5.68%	0.07	6.20%	8.97%	-11.90%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

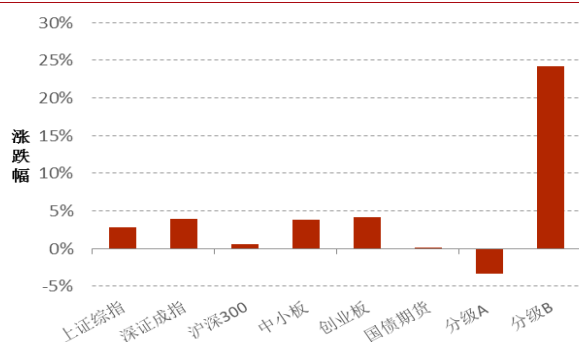
3. 分级 B 投资策略

上周股票市场总体上涨，一度出现六连阳，仅周五有所回调。行业板块方面，国防军工独占鳌头，银行券商权重类板块表现较差。

分级方面，市场情绪有所恢复，标的指数上涨+折溢价率上升造成分级 B 大涨 24.17%，远远跑赢标的指数。

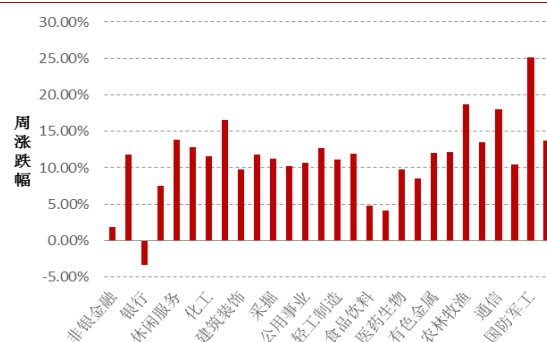
我们建议规避离下折较近且整体溢价率较高的 B，如一带 B（150266），同时可适当关注离上折较近且被低估的 B。

图表 24：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 25：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 26：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
150322	煤炭B基	34.15%	2.79	18.16%	95.31%	3.19%	3.97%	4.02	8.84%	37.72%	中证煤炭
150266	一带B	33.60%	2.69	6.52%	122.22%	5.93%	48.66%	31.53	9.01%	35.50%	一带一路
150144	转债B级	23.95%	2.60	13.63%	54.64%	1.41%	39.39%	1.29	7.84%	-7.40%	中证转债
150224	证券B级	9.41%	2.48	16.84%	96.59%	2.16%	21.50%	39.35	8.64%	14.34%	中证全指证券公司
150302	证券股B	18.52%	2.44	10.62%	113.16%	6.86%	44.18%	2.60	9.28%	33.57%	证券公司
150236	券商B级	18.55%	2.33	10.75%	112.16%	3.75%	51.00%	4.76	8.33%	2.00%	中证全指证券公司
150153	创业板B	33.27%	2.25	18.65%	93.55%	0.52%	27.83%	60.86	8.58%	5.77%	创业板指
150226	证保B级	15.22%	2.24	15.58%	100.91%	2.33%	38.00%	4.13	8.85%	11.93%	中证800证保
150031	中证90B	14.88%	2.20	20.25%	153.16%	0.44%	25.96%	3.23	8.62%	5.21%	等权90
150222	中航军B	-0.63%	2.19	38.10%	45.77%	-0.92%	-8.99%	57.11	8.48%	4.05%	军工指数
150118	房地产B	25.62%	2.17	32.64%	112.77%	-1.22%	0.51%	12.91	8.20%	-3.05%	国证地产
150220	健康B	-0.53%	2.15	36.74%	49.55%	-0.45%	-5.57%	9.76	8.29%	-0.65%	健康产业
150294	高铁B级	26.48%	2.15	27.98%	71.80%	-0.13%	9.95%	1.01	8.67%	5.42%	高铁产业
150199	食品B	11.91%	2.12	30.45%	65.49%	-0.04%	6.61%	12.88	8.57%	2.55%	国证食品
150244	创业板	9.16%	2.11	19.53%	92.06%	1.28%	33.15%	1.68	8.39%	-1.22%	创业板指
150232	电子B	45.42%	2.09	11.62%	110.38%	8.63%	64.06%	1.44	9.06%	12.02%	申万电子
150292	银行B份	-2.99%	2.06	30.29%	66.11%	-0.28%	10.04%	2.32	8.83%	5.82%	中证银行
150178	证保B	6.51%	2.04	23.92%	79.86%	-0.54%	26.04%	31.64	8.28%	-2.86%	中证800证保
150300	银行股B	-3.97%	2.03	30.89%	64.82%	-0.07%	10.30%	2.06	8.89%	6.16%	中证银行
150052	沪深300B	3.65%	1.99	29.96%	66.11%	-0.89%	14.92%	7.64	8.03%	-7.63%	沪深300
150191	NCF环保B	35.15%	1.99	33.72%	56.58%	-0.26%	7.70%	5.90	8.77%	4.02%	中证环保
150316	工业4B	51.19%	1.97	16.49%	99.47%	6.91%	53.61%	2.85	9.25%	10.69%	工业4.0
150270	白酒B	6.23%	1.94	30.95%	64.65%	0.22%	15.23%	1.68	8.17%	-6.86%	中证白酒
150172	证券B	5.00%	1.92	26.82%	72.87%	0.09%	26.22%	131.50	8.55%	-0.61%	中证全指证券公司
150131	医药B	17.63%	1.89	37.90%	46.93%	-0.19%	5.59%	37.92	8.84%	2.41%	国证医药
150201	券商B	4.90%	1.88	28.70%	65.56%	0.66%	25.19%	32.52	8.50%	0.09%	中证全指证券公司
150149	医药800B	15.34%	1.85	35.28%	53.37%	-1.07%	12.77%	1.72	8.47%	-3.71%	中证800医药
150256	银行业B	-0.20%	1.84	30.33%	66.24%	-0.03%	23.04%	1.03	8.74%	-0.95%	中证银行
150228	银行B	-2.07%	1.81	33.07%	58.73%	-0.37%	19.09%	60.54	8.62%	-2.45%	中证银行
150250	银行B端	-2.30%	1.79	33.67%	58.06%	-0.63%	19.35%	1.33	8.69%	-1.95%	中证银行
150180	信息B	56.91%	1.78	25.03%	78.36%	5.65%	40.54%	5.94	9.54%	9.13%	中证信息
150029	中证500B	30.22%	1.78	28.53%	158.40%	0.05%	17.15%	6.68	8.91%	-0.17%	中证500
150216	TMTB	18.80%	1.76	37.40%	48.08%	-0.74%	14.11%	2.19	8.48%	-4.24%	TMT50
150210	国企改B	61.25%	1.76	23.04%	83.37%	7.52%	48.64%	132.13	9.94%	13.64%	国企改革
150212	新能源车B	22.32%	1.75	37.12%	48.66%	1.04%	15.22%	11.00	8.67%	3.56%	新能源车
150284	SW医药B	8.15%	1.73	41.15%	40.66%	-1.63%	9.43%	3.47	8.46%	-6.57%	医药生物
150242	银行B级	-2.37%	1.73	36.60%	50.60%	-0.65%	17.77%	2.44	8.86%	-1.63%	中证银行
150230	酒B	16.28%	1.73	33.94%	56.90%	1.36%	23.14%	2.36	9.11%	1.36%	中证酒
150170	恒生B	1.54%	1.73	37.63%	46.06%	-0.88%	16.32%	10.79	9.23%	-2.15%	恒生指数
150248	传媒B级	17.59%	1.72	44.69%	32.45%	-0.04%	4.33%	1.65	9.20%	1.77%	中证传媒
150158	金融B	-1.77%	1.72	41.12%	37.36%	-0.82%	10.89%	28.74	8.63%	-2.74%	中证800金融
150204	传媒B	22.87%	1.71	35.84%	51.67%	0.56%	20.44%	5.99	9.01%	0.25%	中证传媒
150218	新能源B	45.71%	1.68	35.50%	52.59%	2.24%	23.73%	3.36	9.33%	2.79%	国证新能
150262	医疗B	20.35%	1.66	47.21%	26.44%	-0.07%	4.45%	3.77	9.45%	2.09%	中证医疗
150019	银华锐进	4.57%	1.65	45.31%	70.65%	-0.68%	8.16%	22.32	8.50%	-5.72%	深证100
150197	有色B	30.79%	1.64	49.97%	19.84%	-0.70%	1.61%	6.49	9.25%	-0.50%	国证有色
150151	有色800B	16.93%	1.63	45.38%	30.89%	-0.61%	8.68%	1.57	8.98%	-3.37%	中证800有色
150206	国防B	61.13%	1.62	38.09%	47.06%	2.50%	22.69%	15.21	9.60%	3.27%	中证国防
150274	带路B	13.46%	1.62	45.04%	31.69%	-1.54%	10.34%	1.48	8.94%	-4.16%	一带一路
150195	互联网B	18.42%	1.60	43.55%	35.26%	-0.41%	13.65%	11.24	9.22%	-1.92%	中证移动互联
150276	一带一B	13.71%	1.60	45.75%	29.98%	-1.17%	10.57%	7.50	8.98%	-3.74%	一带一路
150174	TMT中证B	17.87%	1.57	47.49%	25.73%	-1.13%	10.20%	3.88	9.18%	-3.31%	中证TMT
150278	高铁B	15.31%	1.55	47.13%	26.58%	-0.21%	11.85%	2.48	9.38%	-1.99%	高铁产业
150260	重组B	30.08%	1.54	47.81%	25.02%	0.43%	11.72%	3.48	9.45%	-1.84%	CSWD并购
150193	地产B	21.77%	1.52	46.68%	27.77%	1.02%	14.71%	1.15	9.78%	0.32%	中证800地产
150101	资源B	13.85%	1.51	53.14%	46.20%	-1.32%	6.16%	2.88	8.99%	-4.64%	A股资源
150182	军工B	52.03%	1.50	42.12%	37.36%	4.62%	24.62%	91.43	10.56%	6.96%	中证军工
150252	煤炭B	27.81%	1.48	48.14%	24.28%	2.11%	15.86%	1.00	10.21%	1.92%	煤炭等权
150185	环保B	25.76%	1.46	50.72%	18.07%	1.19%	13.28%	6.57	10.15%	0.65%	中证环保
150296	改革B	32.25%	1.45	48.24%	24.00%	4.53%	18.07%	3.24	11.26%	9.39%	国企改革
150124	建信50B	9.42%	1.42	56.23%	35.66%	6.02%	8.97%	1.62	11.61%	11.84%	央视50
150187	SW军工B	42.90%	1.3	55.87%	5.89%	5.99%	19.21%	6.17	13.05%	7.85%	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。

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-4.78%，组合目前持有证券 A(150171)、一带 A(150265)、证保 A(150177)、国企改 A(150209)。

图表 27：“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	7.06%	3.18%	3.88%
组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券A	6.14%	0.114	24.365
一带A	6.54%	0.059	6.718
证保A	6.08%	0.112	2.482
国企改A	6.11%	0.116	44.679

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