

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
2015.06.27

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》

“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 A/B 的交易价值

分级 B 交易性价值的四个维度：

- 市场情绪：标的指数越受欢迎，买的人越多；
- 流动性：流动性越好，累计杠杆越稳定，买的人越多；
- 替代性需求：替代性需求越强，买的人越多；
- 杠杆：价格杠杆越高，买的人越多。

分级 A 投资的“腐食者”逻辑：交易价值强的分级 B 估值容易上升，与之对应的分级 A 估值容易下降。故分级 A 的投资逻辑与分级 B 相反，标的指数情绪悲观、低杠杆、弱替代性需求、低流动性的分级 A 往往估值容易上升。

➤ 分级 A 投资策略：

上周国债期货小幅下跌 0.31%，市场利率上行，但分级 A 价格逆市上升 2.69%，隐含收益率降至 6.57%。

周六晚间央行公布了降息和定向降准的消息。之前方正金工在专题报告中曾经指出，分级 A 与降息的关系需要辩证看待。如果分母端市场收益率与分子端约定收益率同步下降，则 A 受到的影响相对有限，甚至可能不降反升；反之，如果市场利率大幅上升，分级 A 将面临双重打击。最近三次降息之后，短期都曾出现过国债期货价格下降、长端利率上行的情况，对分级 A 产生不利影响。

➤ 分级 B 投资策略：

目前已无产品上折涨幅在 10% 以内，周五大量分级 B 因跌停限制被动高估，接下来或有补跌需求。

➤ “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 3.11%，组合目前持有证券 A(150171)、一带 A(150265)、证保 A(150177)、国企改革 A(150209)。

目 录

1. 本周思考：分级 A/B 的交易价值.....	4
1.1 市场交易情绪	4
1.2 杠杆	5
1.3 替代性需求	6
1.4 流动性	8
1.5 分级 A 投资的“腐食者”逻辑	8
1.5.1 交易情绪低 A 交易价值高.....	9
1.5.2 低杠杆分级 A 交易价值高.....	10
1.5.3 弱替代性需求分级 A 交易价值高.....	11
1.5.4 低流动性分级 A 交易价值高.....	12
1.5.5 下半年“腐食者”逻辑带来的机会将会增加.....	12
2. 分级 A 投资策略	14
2.1 分级 A 大幅上涨	15
2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著	16
2.3 分级 A 期权价值继续上升	17
3. 分级 B 投资策略	20
4. “日积月盈”分级 A 组合策略.....	21

图表目录

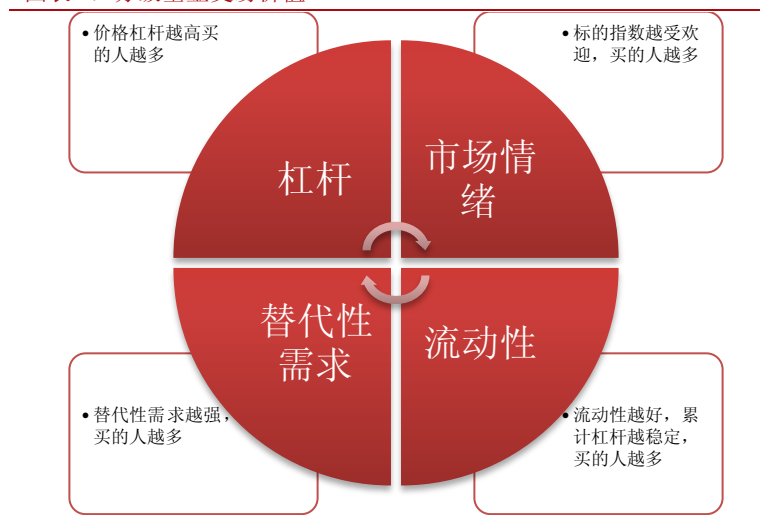
图表 1: 分级基金交易价值	4
图表 2: 证券 B 高估比率和成交金额关系	5
图表 3: 三个地产 B 杠杆和规模的关系	6
图表 4: 标的指数的趋同性和规模的关系	7
图表 5: 两融余额前 20 股票	7
图表 6: 证券 A 和券商 A 估值波动	8
图表 7: 证券 A 和券商 A 规模对比	8
图表 8: 分级 A 与分级 B 的投资逻辑	9
图表 9: 环保 A 交易情绪与高估率	10
图表 10: 地产 A 杠杆与高估率	11
图表 11: 创业板 B 规模与高估率	12
图表 12: 券商 A 与证券 A 高估率	12
图表 13: 分级基金成交额与规模	14
图表 14: 近期新发行分级基金	14
图表 15: 分级基金 A 产品结构	15
图表 16: 分级 A 净价与国债期货	16
图表 17: 分级 A 净价与资金面	16
图表 18: 分级 A 净价与母基折溢价率	17
图表 19: 母基金折价率 (A+B 份额大于 2 亿)	17
图表 20: 不同条款产品隐含收益率走势	18
图表 21: 市场期权价值走势	18
图表 22: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿)	19
图表 23: 市场主要指数和分级基金 AB 表现	20
图表 24: 上周行业表现	20
图表 25: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿)	21
图表 26: “日积月盈”组合收益	23

1. 本周思考：分级 A/B 的交易价值

分级 B 的投资者常关心的一个问题是：哪个分级 B 更具有投资价值？本专题从杠杆、市场情绪、替代性需求、流动性四个维度为投资者梳理了分级 B 产品的交易性价值。

在以上四个维度的基础上，方正金工进一步提出投资分级 A 的“腐食者”逻辑，从交易价值来看，A 强则 B 弱，A 弱则 B 强。

图表 1：分级基金交易价值



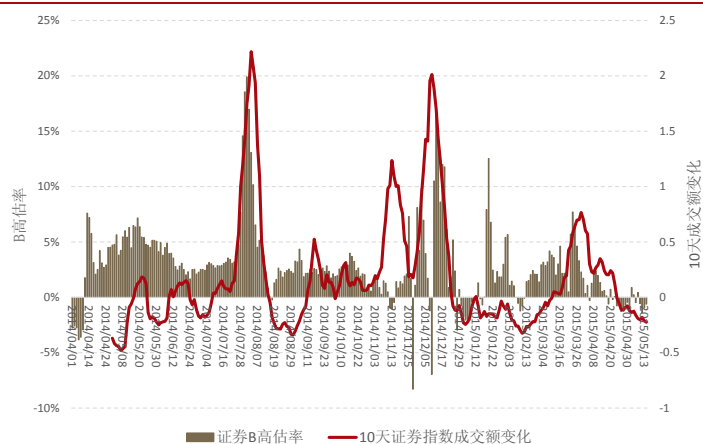
数据来源：方正证券研究所

1.1 市场交易情绪

市场情绪是驱动投资者买入分级 B 最重要的因素之一，当投资者看好某个行业的时候就会大幅买入该行业的 B。我们可以用标的指数的交易量的环比变化来反映市场的交易情绪，以 B 的估值来反映 B 的受欢迎程度。两者高度相关，当相应指数受欢迎的时候，买入 B 的人就多，B 的高估比率就上升，溢价套利导致规模大幅扩大。

以证券 B 为例，当证券指数交易额放量，市场交易情绪高涨，B 的估值会大幅上升，即使整体溢价，投资者也会大幅买入。反之，当市场交易情绪低迷，成交量萎缩时，B 的高估率会下降。

图表 2：证券 B 高估比率和成交金额关系



数据来源：方正证券研究所

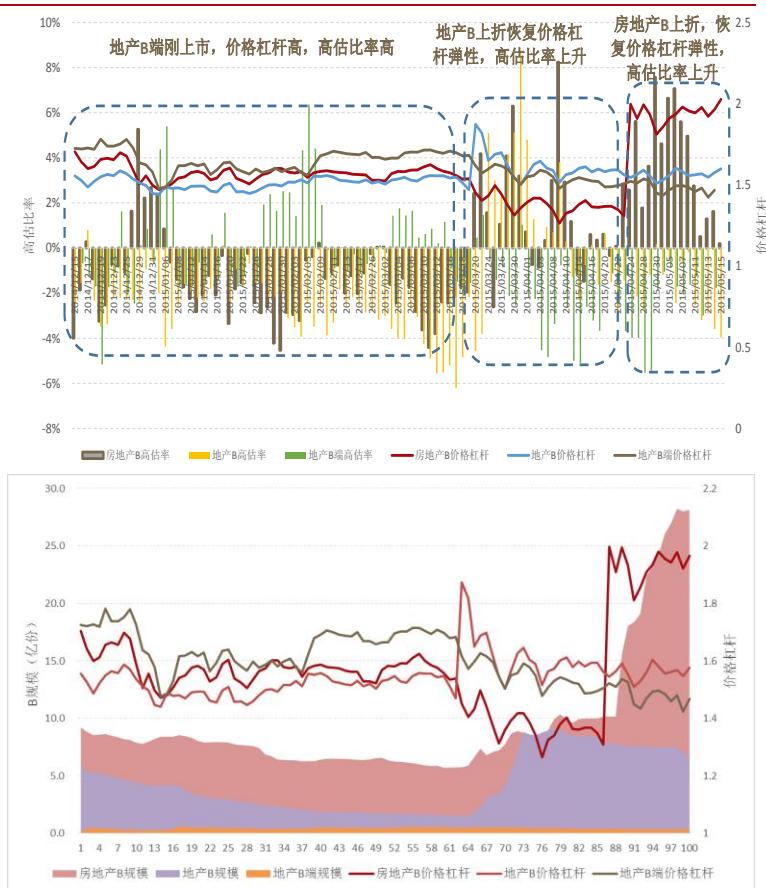
1.2 杠杆

投资者之所以愿意买入分级 B 而不是买普通的 ETF 产品就是看中了它的杠杆，所以杠杆越高买入的越多，估值上容易被高估，规模增加的也就越大。我们的研究发现这个规律在牛市里最明显，震荡市也适用，熊市里存在。

比较三支房地产分级房地产 B、地产 B 和地产 B 端的价格杠杆和高估率。地产 B 端刚上市时，价格杠杆高，所以高估率在多数情况下更高；3 月 20 号，地产 B 触发上折，价格杠杆恢复弹性，在很长一段时期内，B 高估比率领跑三支地产分级；4 月 24 号，房地产 B 触发上折恢复杠杆活力，投资者继而转向房地产 B，在另两只分级 B 高估率为负的情况下，房地产 B 高估率始终居高不下。

由此可见，高杠杆是分级 B 一项关键的交易性价值。当标的指数相同时，高杠杆的分级 B 更受投资者青睐。

图表 3：三个地产 B 杠杆和规模的关系



数据来源：方正证券研究所

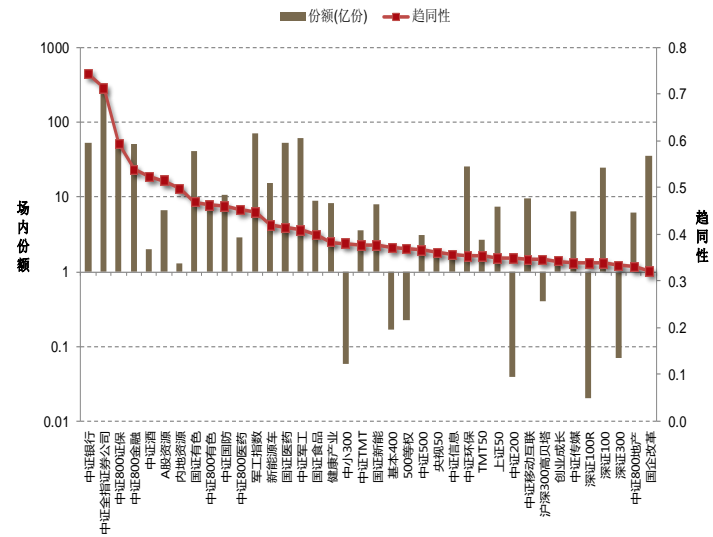
1.3 替代性需求

替代性需求是本轮分级规模增加最核心的因素，替代性需求是指原先投资者手上持有某类股票，当他发现对应的分级 B 可以替代手中股票的时候就会选择卖出手中股票买入分级 B。

持续买入会导致溢价，进而带来对应分级 B 规模的大幅上升。类似证券 B、银行 B 规模的大幅飙升，并不是因为增量资金买入带来的规模，而是存量客户将手中证券股、银行股换成对应证券 B 和银行 B 的过程。

从数学上我们可以简单的测算成分股表现一致性高的行业替代性需求强，规模也比较大；另一方面我们研究发现个人投资者持仓市值大的行业往往才有最强的替代性需求。通过两融余额前 20 名的标的表格我们发现，证券、银行等行业才是个人投资者愿意加杠杆买入的行业，那么相应的分级 B 规模容易做大。TMT 等行业虽然近期大幅上涨，但是主要由机构持有，并非个人投资者持有主要标的，相应分级 B 规模一直不是很大的原因也可以理解。

图表 4：标的指数的趋同性和规模的关系



数据来源：方正证券研究所

图表 5：两融余额前 20 股票

证券代码	证券简称	融资融券余额(万元)
601318.SH	中国平安	4,843,481
600030.SH	中信证券	4,097,796
600837.SH	海通证券	2,206,790
601989.SH	中国重工	1,809,007
600000.SH	浦发银行	1,783,147
601166.SH	兴业银行	1,681,161
601668.SH	中国建筑	1,474,620
601988.SH	中国银行	1,353,476
000725.SZ	京东方A	1,196,748
600036.SH	招商银行	1,114,056
601288.SH	农业银行	1,110,851
601299.SH	中国北车	1,077,498
601688.SH	华泰证券	1,062,802
600028.SH	中国石化	1,030,802
600016.SH	民生银行	938,172
000002.SZ	万科A	900,213
002024.SZ	苏宁云商	890,923
601390.SH	中国中铁	886,448
601398.SH	工商银行	840,233

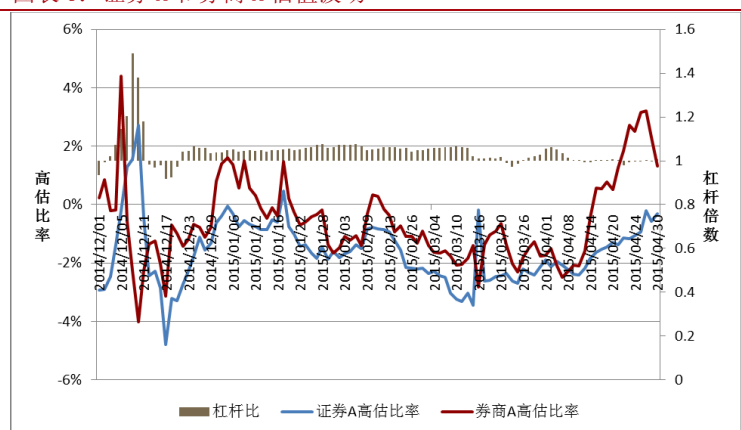
数据来源：方正证券研究所

1.4 流动性

当上述三个维度的价值完全一致的情况下，跟其他场内交易品种一样，投资者会选择买入流动性好的 B。个人投资者对于流动性的偏好主要不是因为冲击成本的考量，更重要的杠杆的稳定性。流动性好的产品对应 B 的累积杠杆较为稳定，而流动性差的 B 因为 A 的价格容易受波动，所以 B 的累积杠杆不稳定，容易出现跑输应有杠杆涨幅的情况。

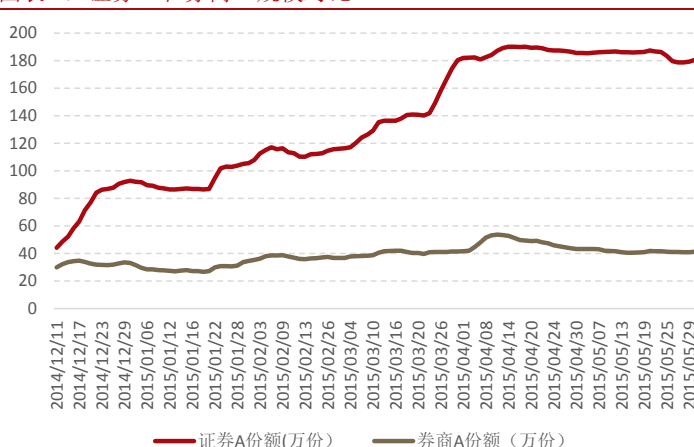
证券 B 和券商 B 的杠杆非常接近几乎没有差异，但是两者流动性有显著差距，券商 A 的估值波动明显大于证券 A，也就意味着券商 B 的杠杆稳定性不如证券 B。在分级基金进入存量竞争阶段之后，在同等条件之下，流动性较好的分级 B 规模将会强者恒强。

图表 6：证券 A 和券商 A 估值波动



数据来源：方正证券研究所

图表 7：证券 A 和券商 A 规模对比



数据来源：方正证券研究所

1.5 分级 A 投资的“腐食者”逻辑

前文四个章节阐述分级 B 的交易价值，标的指数交易情绪高涨、高杠杆、强替代性需求、高流动性的分级 B 交易价值高，是投资者

优先选择的 B 类产品。

交易价值强的分级 B 估值容易上升，与之对应的分级 A 估值容易下降。故分级 A 的投资逻辑与分级 B 相反，标的指数情绪悲观、低杠杆、弱替代性需求、低流动性的分级 A 往往估值容易上升，我们将这种现象称之为分级 A 的“腐食者”逻辑。

图表 8：分级 A 与分级 B 的投资逻辑

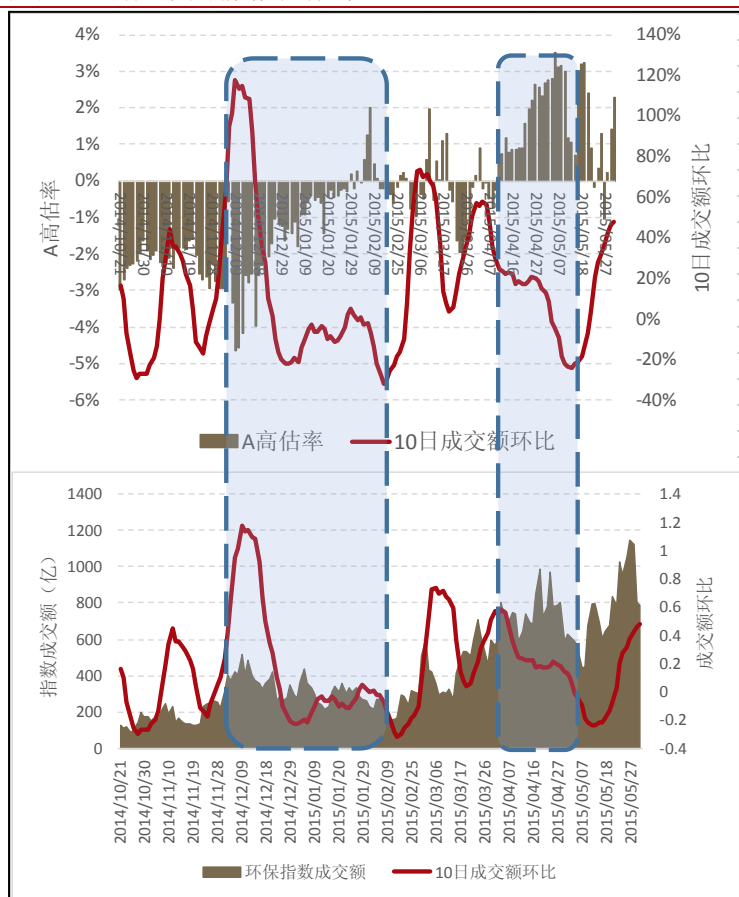


数据来源：方正证券研究所

1.5.1 交易情绪低 A 交易价值高

以环保 A 为例，环保行业呈现明显的周期性，当市场风格不在时，成交量下降，交易情绪低落。此时，B 估值容易下降，A 估值容易上升。14 年 1 月~2 月、4 月都出现了这样的情况，交易情绪低落推高 A 的估值。

图表 9：环保 A 交易情绪与高估率

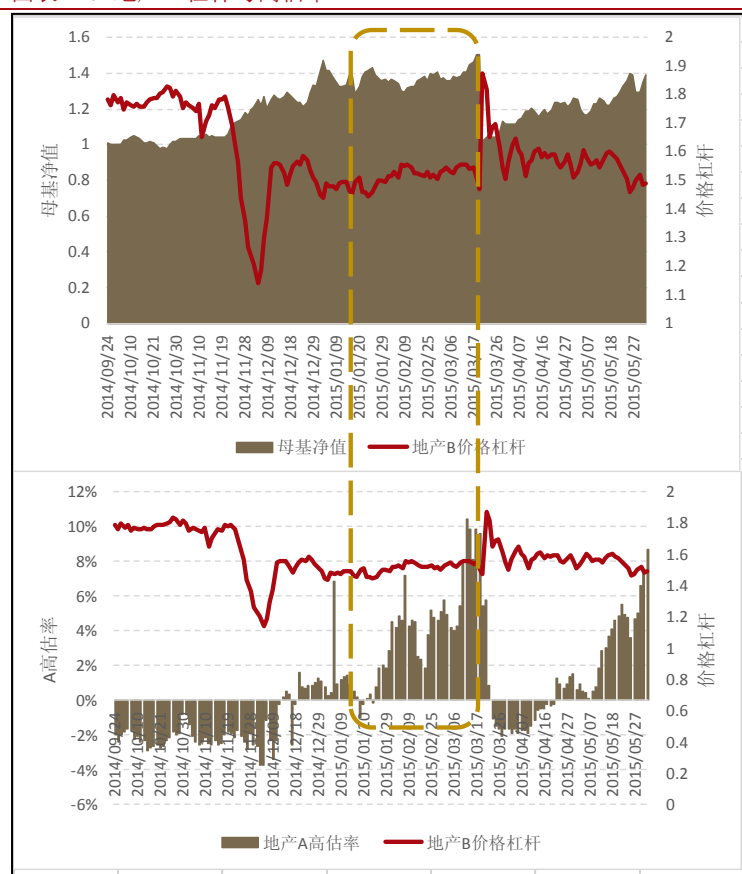


数据来源：方正证券研究所

1.5.2 低杠杆分级 A 交易价值高

以地产 A 为例，随着母基净值上涨，分级 B 杠杆下降。低杠杆的分级 B 吸引力不如同类产品，此时 B 端容易被低估，A 端容易被高估。直到真正临近上折，AB 估值才会出现回归，详情参见我们之前的专题《分级基金上折收益全解析》。

图表 10：地产 A 杠杆与高估率



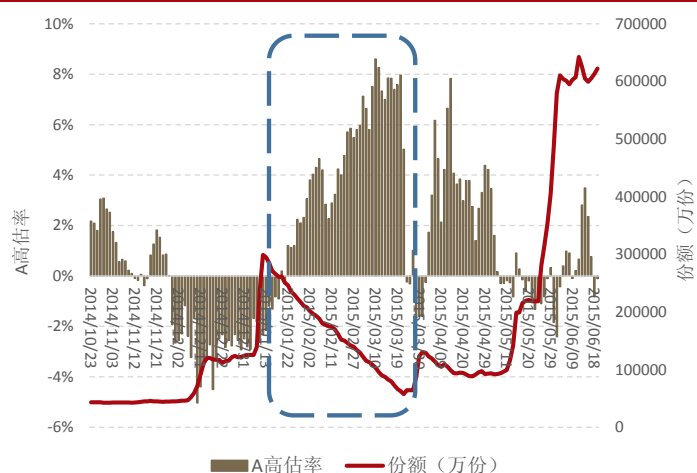
数据来源：方正证券研究所

1.5.3 弱替代性需求分级 A 交易价值高

前文提到替代性需求强的分级 B 交易价值强，证券、银行等行业才是个人投资者愿意加杠杆买入的行业，相应的分级 B 规模容易做大。TMT 等行业主要由机构持有，并非个人投资者持有主要标的，相应分级 B 规模不容易增加。

当溢价套利导致分级 B 规模暴增时，市场难以消化如此大规模的分级 B，创业板 B 规模不断缩水，配对转换卖出导致创业板 A 估值逐渐提升。

图表 11：创业板 B 规模与高估率

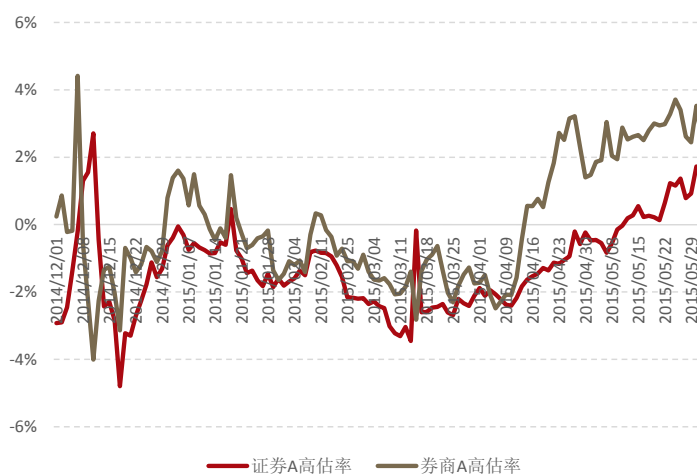


数据来源：方正证券研究所

1.5.4 低流动性分级 A 交易价值高

上文提及证券 B 和券商 B 的杠杆非常接近几乎没有差异，但是两者流动性有显著差距，券商 A 的估值波动明显大于证券 A，也就意味着券商 B 的杠杆稳定性不如证券 B。分级 A 的投资逻辑相反，券商 A 由于流动性差，A 长期相对于证券 A 被高估。

图表 12：券商 A 与证券 A 高估率



数据来源：方正证券研究所

1.5.5 下半年“腐食者”逻辑带来的机会将会增加

近期有大量分级扎堆上市，乍看各个产品都很类似，其实内涵玄机，不同行业不同趋同度、相同行业不同标的指数、相同标的不同约定收益率、相同约定收益率不同上折、相同上折不同流动性，相同流动性不同机构锁仓率等等，尽管分级 A 下半年受供给冲击导致整体配置型机会有限，但更多的产品带来了更多交易性机会，值

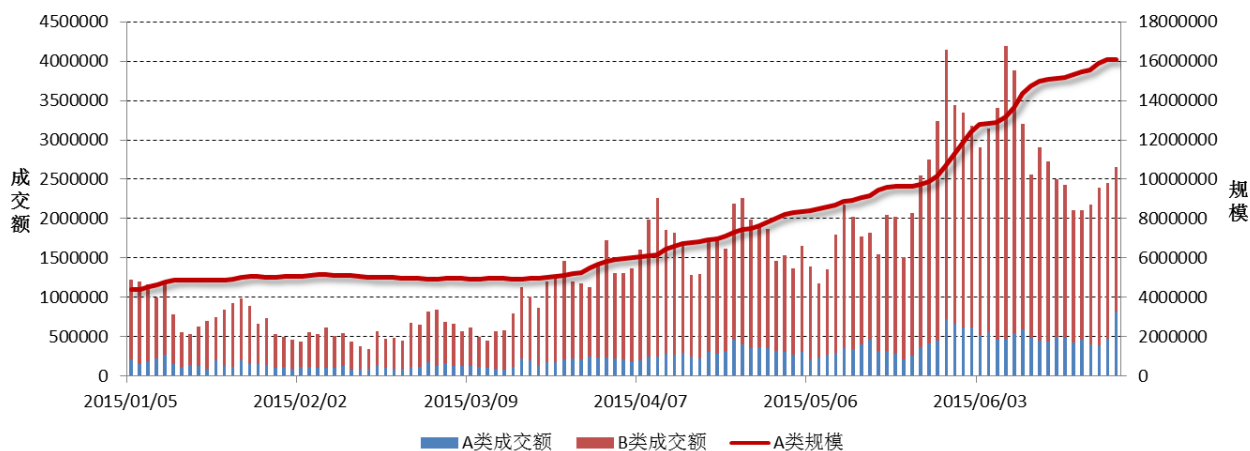
得关注。

方正金工认为，随着投资者的不断增加，简单的分级 A 隐含收益率轮动策略的超额收益恐怕将越来越少。未来分级 A 的投资策略需要更多的考虑市场交易性机会，捕捉短期 A 估值偏离、配对转换买入卖出效应、上下折降息升息事件驱动、套利资金打压黄金坑、下折价值体现等等因素。

躺着也赚钱的分级基金的时代可能已经逐渐远去，未来只有充分了解分级基金的投资者，方能玩转分级。方正金工即将推出年度重磅分级基金专题报告《不仅仅是杠杆-永续分级 B 专题研究》，帮助投资者使用更加先进的理念武装自己，助各位在日趋激烈的竞争中掌握主动并赢得先机。

上周永续分级 A 上涨 2.69%，分级 B 平均下跌 9.80%。分级份额小幅增加，B 端成交量有所减小，A 端成交量明显放大。

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 11 只，分别是中海中证高铁产业(502030)、工银瑞信环保产业(164819)、工银瑞信高铁产业(164820)、工银瑞信中证新能源(164821)、鹏华国证钢铁行业(502023)、鹏华新丝路(502026)、易方达证券公司(502010)、易方达军工(502003)、华安创业板 50(160420)、方正富邦中证保险(167301)、中融中证白酒(168202)。

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
502030.OF	中海中证高铁产业	502031.SH	502032.SH	2015-6-15	2015-6-30	中海基金管理有限公司
164819.OF	工银瑞信环保产业	150323.SZ	150324.SZ	2015-6-15	2015-7-3	工银瑞信基金管理有限公司
164820.OF	工银瑞信高铁产业	150325.SZ	150326.SZ	2015-6-15	2015-7-3	工银瑞信基金管理有限公司
164821.OF	工银瑞信中证新能源	150327.SZ	150328.SZ	2015-6-15	2015-7-3	工银瑞信基金管理有限公司
502023.OF	鹏华国证钢铁行业	502024.SH	502025.SH	2015-6-23	2015-7-10	鹏华基金管理有限公司
502026.OF	鹏华新丝路	502027.SH	502028.SH	2015-6-23	2015-7-10	鹏华基金管理有限公司
502010.OF	易方达证券公司	502011.SH	502012.SH	2015-6-23	2015-7-17	易方达基金管理有限公司
502003.OF	易方达军工	502004.SH	502005.SH	2015-6-23	2015-7-17	易方达基金管理有限公司
160420.OF	华安创业板50	150303.SZ	150304.SZ	2015-6-24	2015-6-30	华安基金管理有限公司
167301.OF	方正富邦中证保险	150329.SZ	150330.SZ	2015-6-25	2015-7-10	方正富邦基金管理有限公司
168202.OF	中融中证白酒	150285.SZ	150286.SZ	2015-6-25	2015-7-8	中融基金管理有限公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

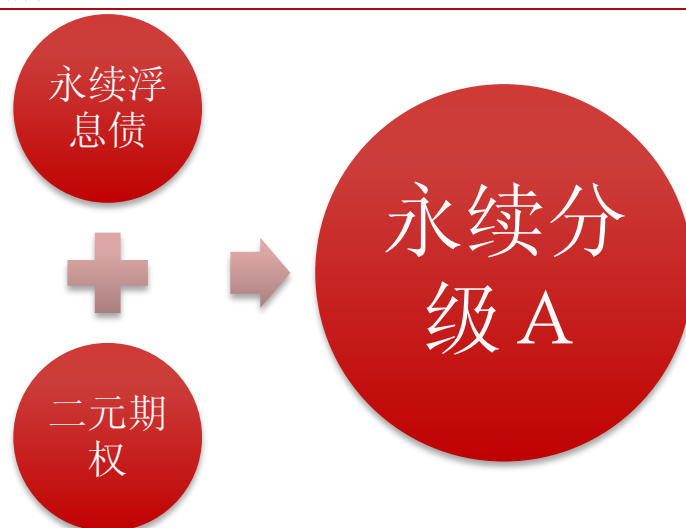
2. 分级 A 投资策略

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 大幅上涨

上周国债期货小幅下跌 0.31%，市场利率上行，但分级 A 价格逆市上升 2.69%，隐含收益率降至 6.57%。

伴随上周市场的下跌，目前转债 A 级 (150143) 已触发下折，可转债 A (150164) 距下折也仅有一步之遥。市场的大幅下跌使得分级 A 的期权价值得以体现，分级 A 的隐含收益率也随之上升。

周六晚间央行公布了降息和定向降准的消息。之前方正金工在专题报告中曾经指出，分级 A 与降息的关系需要辩证看待。降息事件的本身会降低分级 A 的约定收益，同时降息又会影响市场利率，进而影响分级 A 的价格。如果分母端市场收益率与分子端约定收益率同步下降，则 A 受到的影响相对有限，甚至可能不降反升；反之，如果市场利率大幅上升，分级 A 将面临双重打击。详见专题《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》。最近三次降息之后，短期都曾出现过国债期货价格下降、长端利率上行的情况，对分级 A 产生不利影响。

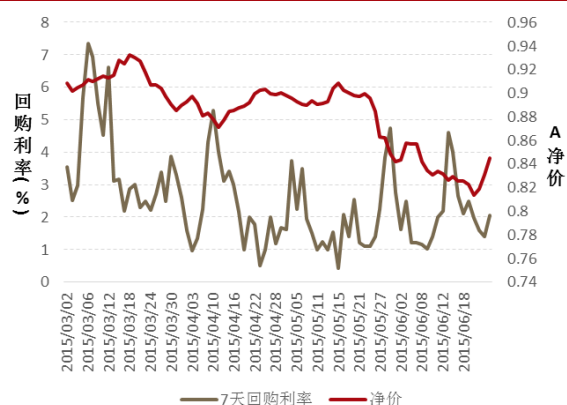
从分子的角度看，固息以及利差较高的品种受降息影响较小；从期权价值的角度看，如果降息带来了股票市场的上涨，则期权价值将会有所下降，低期权价值甚至负期权价值的品种受影响相对较小。因而高利差的产品将成为短期避风的港湾。

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



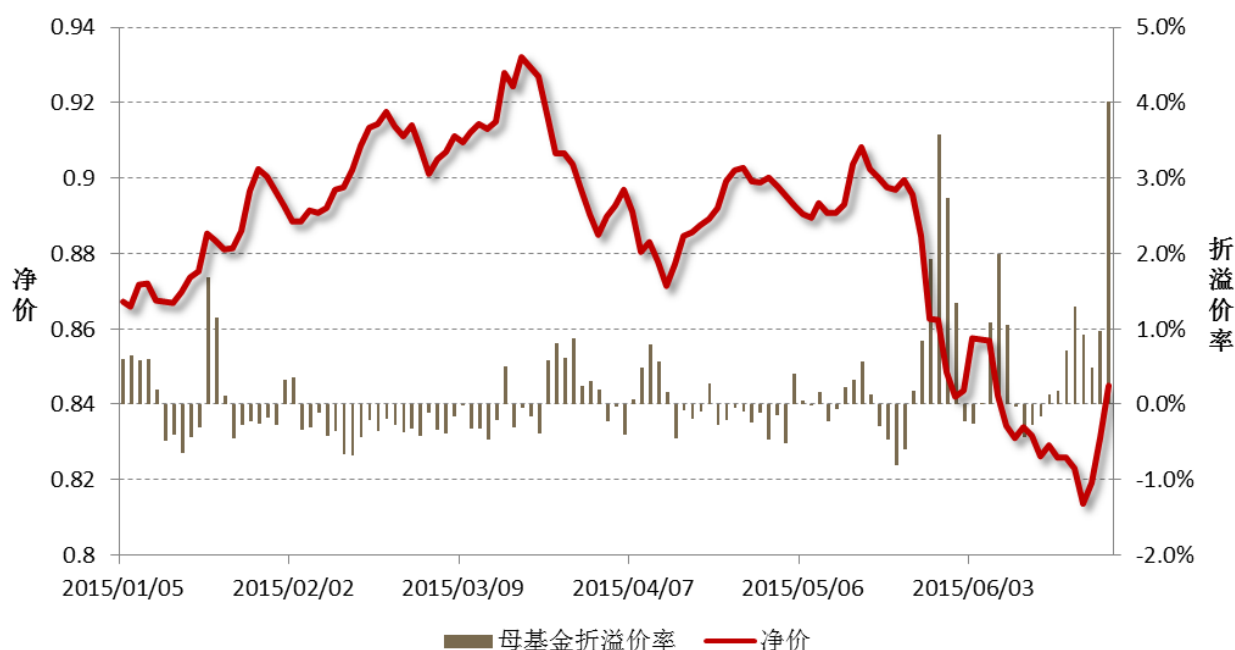
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。

上周总体溢价率扩大，这与市场大幅下跌有密切的关系。标的指数大跌时容易出现 B 类份额理论价格跌幅大于 10% 的情况，此时 B 跌停后无法继续下跌，导致母基金被动溢价，周五在指数近乎跌停的情况下，整体溢价率甚至达到了 4.01% 的年内最高水平。但我们需提醒投资者，这样的溢价只是当前交易制度下的特殊情况，并非套利可实现的溢价率。下一交易日开盘后 B 类份额达到合理跌幅之后，溢价率就将回到正常水平。

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						
165809	东吴转债	17.39%	5663	1805	2.47	9.50%
161826	银华转债	15.87%	117466	7640	16.01	78.40%
164818	传媒母基	10.68%	8210	3266	7.60	4.51%
161025	富国互联	10.52%	83806	39046	38.34	10.68%
160639	高铁分级	9.04%	140816	39928	28.42	74.77%
160419	证券股基	8.60%	8166	3196	2.59	155.50%
161027	证券分级	8.29%	62250	55339	46.62	13.96%
165522	信诚TMT	7.56%	20263	7006	10.14	8.13%
162412	医疗分级	7.04%	19681	11125	12.60	9.91%
160633	券商指基	6.98%	14547	9333	8.94	2.99%
母基金溢价率后十名						
160630	鹏华国防	1.08%	13882	24939	15.47	0.12%
165521	信诚金融	0.98%	21564	82919	52.11	0.63%
160632	酒分级	0.87%	5767	6376	2.94	1.21%
168205	银行母基	0.83%	15013	6049	3.29	28.20%
161029	银行分级	0.78%	9060	8992	5.79	-0.54%
164905	交银新能	0.27%	3754	4922	4.78	-7.89%
161723	银行基金	-0.27%	16173	7877	4.57	-11.66%
164401	健康分级	-0.85%	25729	16940	18.85	-4.91%
164402	中航军工	-1.33%	132888	83578	92.05	-1.30%
164705	添富恒生	-2.49%	26675	25799	29.89	-2.66%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

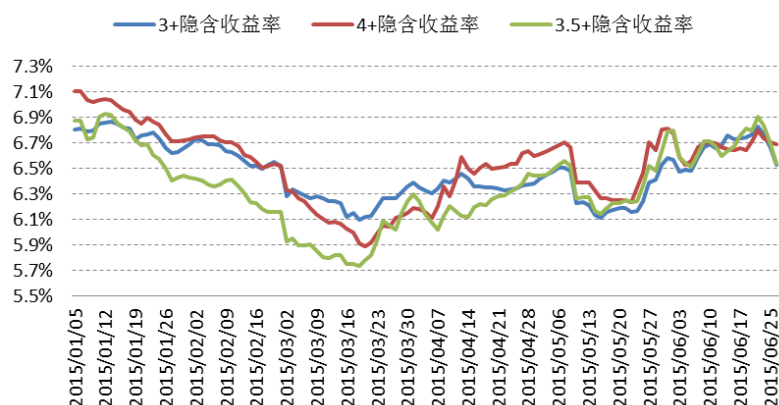
2.3 分级 A 期权价值继续上升

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。

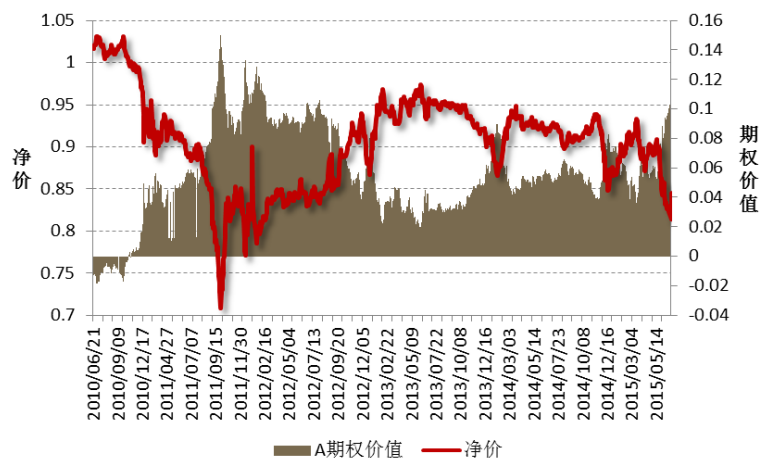
目前不同期权价值的产品的隐含收益率差距有所缩窄，+3 及 +3.5 产品收益率明显下降，同时受市场大幅下跌影响，期权价值继续上升。

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

图表 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
150221	中航军A	0.29%	-1.33%	33222.05	-1.30%	92.05	6.99%	-0.021	6.85%	-5.86%	3.63%
150301	证券股A	2.13%	8.60%	2041.39	155.50%	2.59	6.88%	0.057	7.34%	-4.37%	-9.08%
150291	银行A份	2.70%	0.83%	3753.15	28.20%	3.29	6.88%	0.055	7.32%	-4.36%	-9.06%
150299	银行股A	2.70%	3.02%	3518.84	138.98%	2.18	6.87%	0.055	7.31%	-4.27%	-8.98%
150293	高铁A级	n. a.	4.66%	2822.62	n. a.	1.32	6.83%	0.052	7.24%	-3.72%	-8.47%
150261	医疗A	2.21%	7.04%	4920.20	9.91%	12.60	6.80%	0.053	7.22%	-3.33%	-8.08%
150265	一带A	2.54%	3.26%	10972.44	3.54%	37.40	6.80%	0.050	7.20%	-3.29%	-8.04%
150295	改革A	2.90%	4.72%	4416.69	23.62%	7.86	6.77%	0.094	7.61%	-2.88%	-15.02%
150196	有色A	-0.63%	4.62%	2604.45	0.16%	30.28	6.77%	0.045	7.12%	-2.83%	-7.56%
150247	传媒A级	3.33%	10.68%	2052.44	4.51%	7.60	6.76%	0.050	7.14%	-2.70%	-7.48%
150225	证保A级	3.37%	4.93%	2669.18	5.14%	6.25	6.75%	0.094	7.58%	-2.57%	-14.72%
150030	中证90A	2.13%	5.72%	671.73	4.52%	3.66	6.69%	0.088	7.46%	-1.77%	-14.03%
150211	新能源车A	1.86%	2.51%	1953.65	-7.06%	12.78	6.69%	0.079	7.36%	-1.64%	-13.81%
150227	银行A	3.50%	1.91%	38576.60	3.84%	122.83	6.66%	0.127	7.94%	-1.30%	-20.97%
150157	金融A	-0.35%	0.98%	5391.07	0.63%	52.11	6.65%	0.100	7.58%	-1.15%	-17.56%
150219	健康A	2.18%	-0.85%	6432.37	-4.91%	18.85	6.65%	-0.009	6.59%	-1.12%	1.48%
150200	券商A	2.98%	5.24%	4309.51	0.81%	44.26	6.63%	0.117	7.78%	-0.78%	-20.06%
150177	银行业A	2.41%	4.06%	3354.53	1.33%	53.12	6.63%	0.125	7.87%	-0.80%	-20.49%
150171	证券A	3.72%	5.63%	20109.71	1.43%	184.86	6.63%	0.121	7.82%	-0.77%	-20.46%
150198	食品A	0.11%	1.64%	2588.49	-1.17%	15.66	6.62%	0.033	6.86%	-0.69%	-5.57%
150241	银行A级	3.89%	0.78%	2265.05	-0.54%	5.79	6.62%	0.122	7.82%	-0.68%	-20.52%
150249	银行A端	3.50%	-0.27%	4043.35	-11.66%	4.57	6.62%	0.124	7.85%	-0.68%	-20.60%
150213	国投创A	1.95%	3.92%	208.50	-5.12%	1.12	6.61%	0.070	7.19%	-0.51%	-12.78%
150028	中证500A	2.47%	2.40%	4251.62	5.21%	6.05	6.59%	0.097	7.46%	-0.23%	-17.23%
150255	一带一A	3.63%	1.43%	1443.95	-0.95%	1.53	6.59%	0.125	7.82%	-0.22%	-20.26%
150209	国企改A	3.75%	3.94%	78980.55	10.86%	204.98	6.59%	0.124	7.80%	-0.18%	-20.20%
150229	酒A	0.12%	0.87%	1441.77	1.21%	2.94	6.59%	0.115	7.70%	-0.18%	-20.12%
150018	银华稳进	-2.94%	1.35%	3691.79	4.22%	20.64	6.58%	0.103	7.56%	-0.06%	-19.67%
150186	SW军工A	2.89%	3.79%	7203.26	5.19%	25.13	6.58%	0.114	7.67%	-0.01%	-19.10%
150130	医药A	-1.33%	2.41%	3057.35	-1.14%	39.60	6.57%	0.028	6.77%	0.04%	-4.84%
150051	沪深300A	1.00%	2.77%	3456.46	0.78%	7.86	6.57%	0.119	7.72%	0.06%	-19.88%
150251	煤炭A	2.16%	3.49%	1674.34	4.47%	6.67	6.56%	0.118	7.70%	0.19%	-19.90%
150205	重组A	1.51%	1.08%	3470.44	0.12%	15.47	6.56%	0.113	7.64%	0.19%	-19.84%
150269	白酒A	4.01%	1.90%	2180.31	4.44%	2.96	6.55%	0.116	7.66%	0.31%	-19.82%
150169	恒生A	3.75%	-2.49%	6668.82	-2.66%	29.89	6.53%	0.110	7.56%	0.67%	-19.08%
150123	建信50A	-0.28%	3.78%	145.08	-0.69%	1.53	6.53%	-0.017	6.43%	0.68%	3.27%
150235	券商A级	5.04%	6.98%	3636.85	2.99%	8.94	6.52%	0.124	7.71%	0.81%	-19.35%
150181	军工A	2.52%	4.80%	23248.23	7.69%	99.48	6.52%	0.110	7.56%	0.81%	-19.33%
150150	有色800A	-2.08%	2.45%	836.89	-3.71%	8.89	6.52%	0.098	7.39%	0.85%	-16.24%
150184	环保A	3.85%	5.25%	6171.99	5.54%	27.68	6.51%	0.118	7.63%	0.94%	-19.32%
150117	房地产A	1.78%	2.81%	5063.26	-8.71%	18.98	6.49%	0.021	6.64%	1.25%	-3.70%
150273	带路A	3.82%	3.47%	3036.49	-2.08%	8.65	6.48%	0.122	7.63%	1.43%	-18.89%
150315	工业4A	n. a.	2.49%	1102.23	n. a.	3.60	6.48%	0.113	7.54%	1.44%	-18.96%
150190	NCF环保A	-0.61%	3.82%	1951.15	-8.71%	6.52	6.48%	0.020	6.61%	1.50%	-3.45%

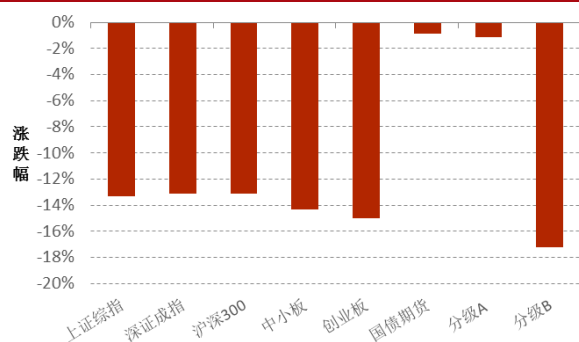
数据来源：Wind, 方正证券研究所

3. 分级 B 投资策略

上周股票市场继续暴跌，大部分板块跌幅超过 10%。行业板块方面，所有板块均下行。

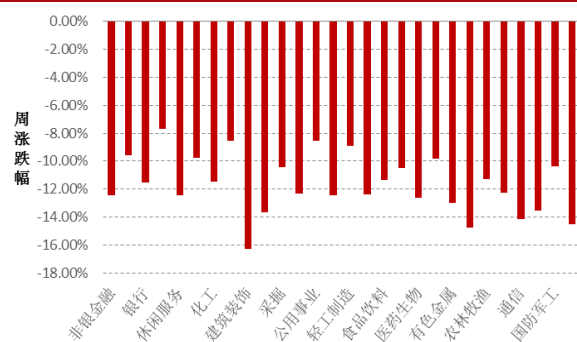
目前已无产品上折涨幅在 10%以内，周五大量分级 B 因跌停限制被动高估，接下来或有补跌需求。

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
150052	沪深300B	-6.83%	1.68	32.78%	59.91%	2.77%	29.25%	7.86	9.95%	4.83%	中小300
150101	资源B	-10.26%	1.35	58.72%	29.20%	1.32%	10.78%	5.66	11.21%	0.95%	沪深300
150124	建信50B	-2.25%	1.49	55.89%	37.28%	3.78%	4.07%	1.53	10.75%	5.56%	沪深300成长
150165	可转债B	-16.19%	2.34	2.00%	60.55%	17.39%	144.49%	2.47	9.49%	26.97%	中证800地产
150144	转债B级	-28.60%	3.06	-7.46%	88.92%	15.87%	241.50%	16.01	8.68%	19.52%	中证800等权
150278	高铁B	-20.03%	2.28	7.11%	122.22%	9.04%	70.81%	28.42	9.09%	7.94%	中证800金融
150131	医药B	-12.34%	1.81	38.20%	46.79%	2.41%	9.53%	39.60	9.56%	4.52%	沪深300高贝塔
150262	医疗B	-20.83%	2.12	18.55%	94.50%	7.04%	35.42%	12.60	9.96%	23.99%	中证全指证券公司
150220	健康B	-1.34%	2.09	36.93%	49.70%	-0.85%	-3.23%	18.85	8.75%	-0.56%	沪深300
150266	一带B	-16.05%	2.07	25.47%	77.73%	3.26%	19.82%	37.40	9.53%	11.87%	创业成长
150248	传媒B级	-17.81%	2.00	18.06%	95.67%	10.68%	45.38%	7.60	10.54%	32.91%	中证环保
150292	银行B份	-6.74%	2.00	30.26%	66.85%	0.83%	13.21%	3.29	9.40%	6.71%	深证100
150174	TMT中证B	-22.48%	1.99	15.38%	102.43%	7.56%	55.86%	10.14	9.58%	9.64%	证券公司
150153	创业板B	-19.55%	1.96	21.99%	86.34%	6.89%	36.26%	67.71	9.80%	12.82%	国证食品
150178	证保B	-8.64%	1.67	30.57%	64.65%	4.06%	34.94%	53.12	10.19%	7.98%	上证50
150276	一带一B	-15.70%	1.93	21.20%	88.21%	3.95%	40.41%	41.43	9.34%	4.75%	中证800证保
150234	传媒业B	-15.84%	1.92	18.04%	96.05%	7.11%	51.49%	1.46	9.71%	9.54%	新能源车
150260	重组B	-19.90%	1.92	21.45%	88.02%	3.79%	40.64%	31.86	9.44%	4.94%	中证全指证券公司
150199	食品B	-5.87%	1.91	34.90%	55.49%	1.64%	9.49%	15.66	9.37%	3.92%	一带一路
150226	证保B级	-9.20%	1.91	23.24%	83.33%	4.93%	36.28%	6.25	9.96%	13.66%	恒生指数
150031	中证90B	-5.00%	1.90	22.82%	146.00%	5.72%	37.68%	3.66	10.03%	14.54%	军工指数
150294	高铁B级	n. a.	1.89	29.27%	69.36%	4.66%	21.80%	1.32	10.03%	14.44%	
150274	带路B	-13.39%	1.89	22.18%	85.87%	3.47%	40.46%	8.65	9.50%	5.50%	国企改革
150193	地产B	-14.00%	1.88	22.52%	85.64%	4.46%	40.07%	6.33	9.55%	5.45%	中证移动互联
150118	房地产B	-11.75%	1.87	35.96%	103.09%	2.81%	9.68%	18.98	9.42%	4.31%	中证银行
150258	生物B	-13.13%	1.87	24.89%	79.79%	2.36%	34.23%	1.96	9.39%	3.02%	中证500
150210	国企改革B	-12.25%	1.70	29.42%	68.73%	3.94%	35.32%	204.98	10.14%	7.34%	地产等权
150272	生物药B	-10.58%	1.87	25.00%	79.43%	2.33%	34.13%	2.97	9.39%	3.05%	国证新能
150302	证券股B	-14.26%	1.86	24.73%	80.20%	8.60%	35.41%	2.59	10.77%	26.00%	A股资源
150224	证券B级	-9.53%	1.84	27.71%	71.43%	8.29%	29.12%	46.62	10.16%	15.39%	中证信息
150280	新能B	-17.00%	1.82	21.72%	87.27%	6.49%	46.99%	1.24	9.96%	9.94%	中证传媒
150197	有色B	-11.96%	1.80	33.76%	57.00%	4.62%	18.44%	30.28	10.09%	12.24%	新能源
150222	中航军B	-0.53%	2.14	37.48%	47.93%	-1.33%	-6.34%	92.05	8.95%	4.26%	沪深300
150180	信息B	-15.62%	1.78	29.78%	67.60%	3.30%	28.35%	9.20	9.47%	2.08%	创业板指
150151	有色800B	-11.54%	1.77	31.37%	63.40%	2.45%	25.30%	8.89	9.60%	3.80%	一带一路
150191	NCF环保B	-14.20%	1.77	38.82%	45.21%	3.82%	10.84%	6.52	9.75%	5.86%	申万电子
150250	银行B端	-5.53%	1.77	32.02%	62.51%	-0.27%	24.02%	4.57	9.30%	0.05%	中证酒
150195	互联网B	-12.25%	1.75	19.96%	91.33%	10.52%	58.97%	38.34	10.64%	17.07%	国证医药
150236	券商B级	-8.78%	1.75	23.01%	83.60%	6.98%	49.36%	8.94	10.36%	12.99%	中证军工
150149	医药800B	-12.66%	1.74	37.03%	49.70%	1.35%	16.13%	2.20	9.27%	-0.95%	中证医疗
150228	银行B	-3.95%	1.71	31.24%	63.58%	1.91%	30.01%	122.83	9.80%	4.44%	中证800医药
150232	电子B	-6.29%	1.70	28.06%	71.78%	6.39%	38.90%	1.34	10.27%	9.17%	TMT50
150242	银行B级	-5.24%	1.69	34.63%	55.76%	0.78%	24.21%	5.79	9.66%	1.83%	中证银行
150170	恒生B	-4.46%	1.69	41.15%	38.25%	-2.49%	12.42%	29.89	9.49%	-4.43%	国证地产

数据来源：Wind, 方正证券研究所

4. “日积月盈”分级 A 组合策略

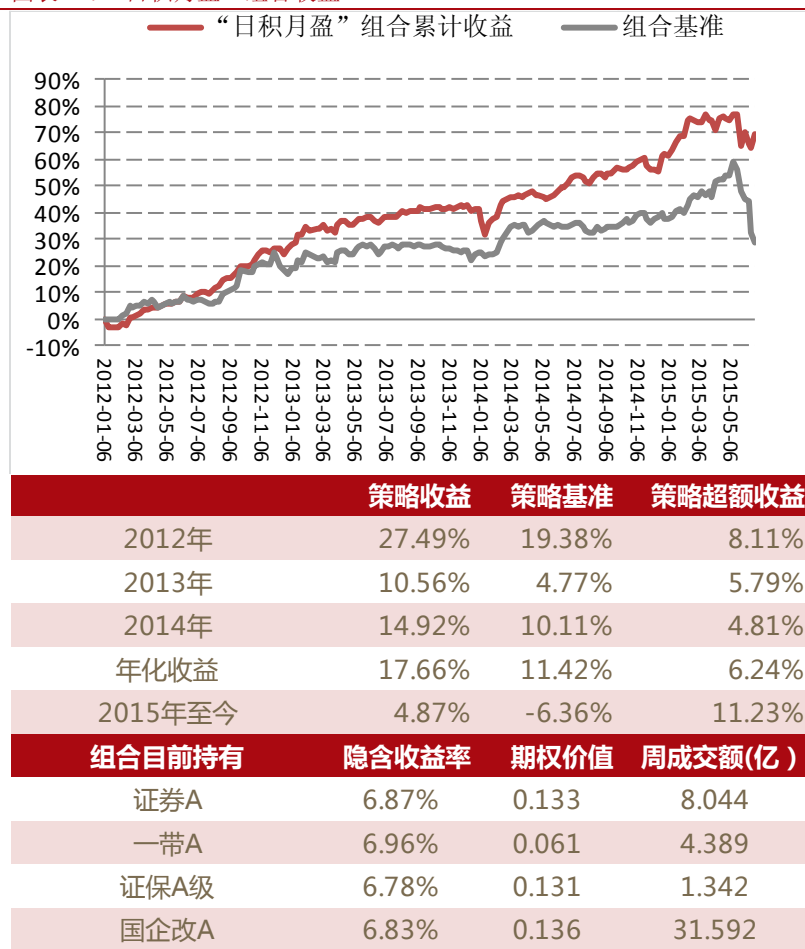
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率

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 3.11%，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 26: “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