

分级基金研究

## 基于价值的分级 A 轮动投资策略

### 摘要

本文将在对分级 A 价值分析的基础上，讨论收益最大化的轮动投资策略。

我们认为分级 A 主要有四类价值，分别为债性价值、期权价值、配对转换价值、做空工具价值。

不同种类的价值之间不一定具有可加性，甚至有的价值难以量化，如配对转换价值和做空价值。因此，我们只能退而求其次，有两种方法解决这一难题：第一，虽然总价值难以衡量，但我们只关注某一种价值，自始至终以这种价值进行轮动。事实上，市场上现存的轮动策略绝大多数都是如此。第二，分级 A 价格驱动因素显著地受到市场环境所影响，在不同的市场环境下主导分级 A 价格的价值不一样，因此只需要根据市场环境的变化以相应的价值进行轮动就能取得更高的收益，我们正是用的这种方法，称之为**基于价值的轮动策略**。

基于价值的分级 A 轮动投资策略：

1、首先排除含有特殊条款（如不含上下折等）且流动性较差（平均日成交额小于 200 万）的分级 A，将剩下的所有永续分级 A 纳入备选。

2、在市场平稳或低幅震荡时，选出每天隐含收益率排名前 10 的分级 A，再将在这些分级 A 按整体折价率从大到小排列，将排名前三且整体折价率在 1%以上的标的同比例地纳入投资组合。若整体折价率 1%以上的分级 A 不足三只，则在剩余的分级 A 中选出隐含收益率最靠前的作为补充。依照这个方法，每天轮换一次。

3、在市场处于下跌时期，以分级 A 折价率为标准，选出折价率最大的三只分级 A，将它们同比例纳入投资组合，每天轮换一次。

4、当市场处于上涨时期，则将整体折价最大且大于 1%的三只标的作为投资标的，不足三只按实际数量计，纳入投资组合。

### 策略结果

策略	1+2	1+3	1+4	1+2+3+4
年化收益率	31.12%	31.25%	37.36%	44.79%
最大回撤率	9.93%	6.96%	8.56%	8.56%

数据来源：西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：黄仕川  
执业证号：S1250512040001  
联系人：邓缨函  
电话：023-67507084  
邮箱：dyh@swsc.com.cn

### 前期研究

1. 分级 A 隐含收益率动态基准交易策略研究（2015-11-09）
2. 分级基金投资策略（1109）：慢牛或至，重点关注 B 类份额（2015-11-09）
3. 上证 50ETF 期权周报（1102-1106）：成交量大幅增加，市场看涨情绪浓厚（2015-11-08）
4. 分级基金投资策略（1102）：警惕后市风险，适度配置+4 分级 A（2015-11-02）
5. 上证 50ETF 期权周报（1026-1030）：波动率持续低位，市场面临方向选择（2015-11-01）
6. 分级基金投资策略（1026）：“双降”之后，或成 B 涨 A 跌格局（2015-10-26）

分级 A 作为分级基金的优先份额，因其具有较高的约定收益且在下跌市中表现非常突出，受到投资者的青睐。同时，市场上分级 A 的条款趋同，投资方式类似，价值相对明确，使投资者容易发现低估的分级 A，因而轮动投资方式较为盛行。然而，我们认为现存的轮动投资策略大多不是最优的。本文将在对分级 A 价值分析的基础上，讨论收益最大化的轮动投资策略。

## 一、分级 A 的价值简析

分级 A 价值就是通过各种途径获得收益的预期。一般情况下，分级 A 价值的提高将直接带来价格的上涨，例如在 6 月末急速下跌的市场环境下，分级 A 价值提升，价格表现强势。如果某只分级 A 价值与价格明显不匹配，那么投资者就会通过“用脚投票”使两者相吻合。我们认为分级 A 主要有四类价值，分别为债性价值、期权价值、配对转换价值、做空工具价值。

母基金每天从净值里面分出当天的约定收益给分级 A，累计到分级 A 的净值上，然后通过每年的定期折算将累计的净值转换成母基金折算给投资者。在分级 A 获得约定收益的过程中，违约的概率极低，分级基金历史上从未发生到期不能支付约定收益的事件，这一点类似高评级的债券，体现了分级 A 的债性价值。一般用隐含收益率来衡量债性价值，隐含收益率越高债性价值越大。

分级 A 期权价值主要是指下折期权价值。当发生下折时，分级 A 一大部分被转换成母基金，而分级 A 常常是折价交易，因此被折算成母基金的折价部分成为了分级 A 的下折收益，下折期权价值就是下折收益的预期值。期权价值的影响因素众多，其中下折距离和折价率对期权价值影响最大，下折距离与期权价值反相关，折价率与期权价值正相关。

分级基金一般存在着配对转换机制，即子基金和母基金按照一定的比例相互转化的机制，既包括母基金按照初始份额比例拆分成 A、B 份额，又包含分级 A、B 按照一定比例合并成母基金。配对转换价值就是分级 B 持有人在需要合并成母基金时，买入分级 A，从而使分级 A 价格得到推升的那部分价值。配对转换价值主要体现在跌停分级 B 的退出需求和折价套利的买入需求上。跌停分级 B 不常有，因而我们只考虑折价套利的买入需求，折价套利空间可以用整体折价率来表示，整体折价率越大，配对转换价值越大。

做空工具价值指的是在标的指数走弱的情况下，投资者对指数信心降低，分级 B 溢价下降，在配对转换机制的作用下，分级 A 折价也会下降，从而使分级 A 价格上升的这部分价值。假设所有的指数均有相等的概率走弱，那么做空工具价值的大小可以用折价率来衡量，折价率越大表示分级 B 溢价率也就越大，分级 B 溢价下降空间就相对较大。

## 二、分级 A 价格驱动因素

在进行分级 A 的轮动时，需要找到当前预期涨幅最大的分级 A，我们知道分级 A 价格是由价值所驱动的，也就说需要找到当前价值最大的分级 A。但分级 A 价值有四类，不同种类的价值之间不一定具有可加性，甚至有的价值难以量化，如配对转换价值和做空价值。因此，我们只能退而求其次，有两种方法解决这一难题：第一，虽然总价值难以衡量，但我们只关注某一种价值，自始至终以这种价值进行轮动。事实上，市场上现存的轮动策略绝大多数都是如此。第二，分级 A 价格驱动因素显著地受到市场环境所影响，在不同的市场环境下主导

分级 A 价格的价值不一样，因此只需要根据市场环境的变化以相应的价值进行轮动就能取得更高的收益，我们正是用的这种方法，称之为基于价值的轮动策略。

实施这种轮动策略需要分析分级 A 主导价值的变化。在市场走强时，分级 A 则走弱，配对转换价值偶尔带来一些投资机会，这个时候分级 A 机会较少；在市场平稳时期，债性价值主导着分级 A 价格的走势，配对转换价值对价格也有一定的影响，主要体现在折溢价套利上。此时，期权价值保持稳定，做空价值也较小，对分级 A 价格影响极其有限；在市场走弱时，做空价值和期权价值常决定着分级 A 价格的变化，配对转换价值和债性价值影响最小；在市场极度走弱，急速下跌时，在避险需求的推动下，债性价值也可能成为分级 A 价格的主导。

### 三、基于价值的轮动投资策略

基于对上文对分级 A 价值的解析，我们提出一种分级 A 的投资策略：

1、首先排除含有特殊条款（如不含上下折等）且流动性较差（平均日成交额小于 200 万）的分级 A，将剩下的所有永续分级 A 纳入备选。

2、在市场平稳或低幅震荡时，选出每天隐含收益率排名前 10 的分级 A，再将在这些分级 A 按整体折价率从大到小排列，将排名前三且整体折价率在 1% 以上的标的同比例地纳入投资组合。若整体折价率 1% 以上的分级 A 不足三只，则在剩余的分级 A 中选出隐含收益率最靠前的作为补充。依照这个方法，每天轮换一次。

3、在市场处于下跌时期，以分级 A 折价率为标准，选出折价率最大的三只分级 A，将它们同比例纳入投资组合，每天轮换一次。

4、当市场处于上涨时期，则将整体折价最大且大于 1% 的三只标的作为投资标的，不足三只按实际数量计，纳入投资组合。

由于分级 A 的主导价值在不同的市场环境中是不一样的，投资方式需要相应的变换，因而上述的轮动策略需要对所处的市场环境进行判断。众所周知，对于未来市场走势的推断是非常难的，幸运的是我们并不需要去推测未来，只需结合过去一段时间的市场表现，对现在的市场环境进行大概判断。

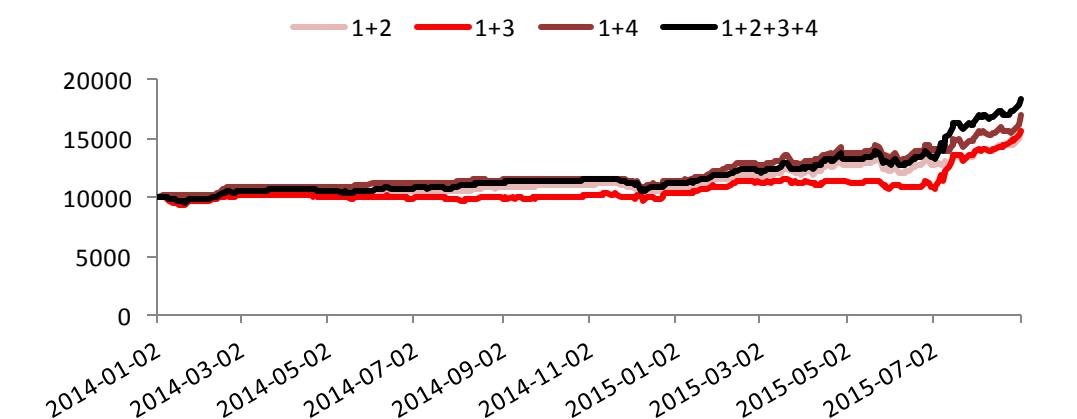
市场上一般的轮动策略并不区分市场环境，仅仅以隐含收益率或整体折价率或两者相结合进行轮动，这些策略劣于我们提出的基于分级 A 价值的轮动投资策略。为了验证轮动投资策略的实际效果，我们运用历史数据进行回测。以忽略市场环境的步骤 1、2（以下称 1+2）、步骤 1、3（以下称 1+3）和步骤 1、4（以下称 1+4）代表市场上主流的轮动方式，而步骤 1、2、3、4（以下称 1+2+3+4）代表我们的轮动方式，对 1+2、1+3、1+4 在 2014 年 1 月 1 日到 2015 年 9 月 1 日期间进行轮动，在对市场环境进行判断了之后，运用 1+2+3+4 策略在同样的时间区间内进行轮动。回测结果如下：

表 1：策略结果

策略	1+2	1+3	1+4	1+2+3+4
年化收益率	31.12%	31.25%	37.36%	44.79%
最大回撤率	9.93%	6.96%	8.56%	8.56%

数据来源：西南证券

图 1: 四种轮动策略净值表现



数据来源: 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn