

## 分级 A 隐含收益率动态基准策略研究

### 摘要

隐含收益率是衡量分级 A 债性价值的一个指标，同时，隐含收益率有均值回复的特性，也就是说隐含收益率变化会围绕着一个中枢。因此，我们考虑分级 A 隐含收益率的长短期均值加权建立了动态基准，当隐含收益率大于基准时，执行买入策略，当隐含收益率小于基准时，执行卖出的策略。

动态基准的优势在于：既考虑了隐含收益率的长期水平，又没有忽视短期市场环境的变化对近期隐含收益率水平造成的影响；隐含收益率受到的影响因素众多，利率仅是其中之一，以隐含收益率自身的时间序列性质作为基准，可以使基准包含更多的信息。

计算出来的动态基准与平均隐含收益率拟合状态良好，克服了企业债收益率作为基准时不收敛的不足，且在动态基准上，分级 A 市场平均隐含收益率体现出了良好的均值回复性。由于动态基准具有这些良好性态，可以作为市场平均隐含收益率的比较基准。

策略的收益率结果表明，动态基准是非常有效的，可以作为投资分级 A 的指导。+4 分级 A 和固定约定收益分级 A 的胜率较稳定，均在 90% 以上。

### 西南证券研究发展中心

分析师：黄仕川  
执业证号：S1250512040001  
电话：023-63725713  
邮箱：hsc@swsc.com.cn

联系人：邓璎函  
电话：023-67507084  
邮箱：dyh@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 分级基金投资策略(1109): 慢牛或至，重点关注 B 类份额 (2015-11-09)
2. 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)
3. 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)
4. 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)
5. 分级基金投资策略 (1026): “双降”之后，或成 B 涨 A 跌格局 (2015-10-26)
6. 上证 50ETF 期权周报 (1019-1023): 波动率低位徘徊，市场情绪稳中偏谨 (2015-10-26)

分级 A 作为分级基金的优先份额,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。分级 A 债性价值通常用隐含收益率来衡量,类似于债券的到期收益率,使分级 A 预期现金流贴现值等于现价的收益率称为隐含收益率,隐含收益率计算公式为:

$$P = \frac{R_0 r + R_1}{r(1+r)^t}$$

其中,  $P$  为基金的交易价格,  $R_0$  为最近定折的约定收益,  $R_1$  为后续定折的约定收益,  $t$  为剩余折算时间,  $r$  为该基金的隐含收益率。这个公式有一个重要的假设是: 后续定折约定收益不变。 $r$  的具体数值可以采用牛顿迭代法求出。为了简化计算, 实践中, 常用简化公式:

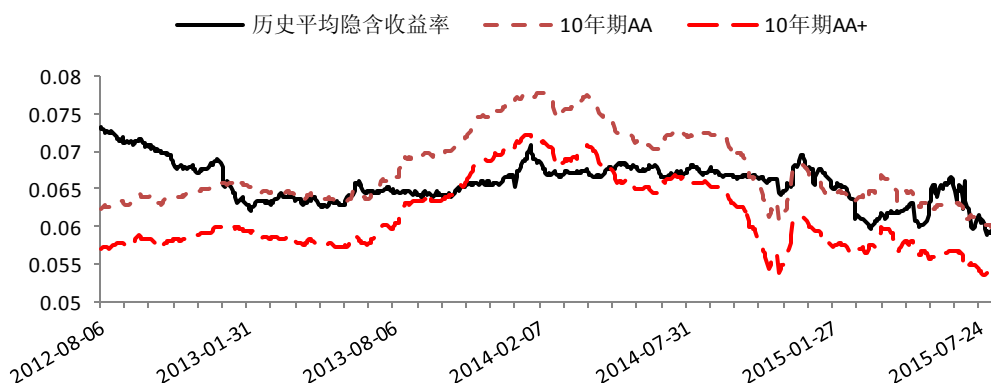
$$r = \frac{R_1}{P - (NAV_A - 1) + t(R_1 - R_0)}$$

从分级 A 的定期折算和不定期折算机制来看, 债性价值和下折期权价值是分级 A 的两个长期价值, 自始至终影响着分级 A 价格的变化。不定期折算机制是不常发生的, 平均来说, 往往 5 到 7 年才发生一次, 因此, 唯有债性价值才对分级 A 价格起着最基础的作用。基于此, 我们在投资分级 A 时, 必须重视债性价值的作用。然而利用债性价值对分级 A 进行投资时, 必须预测未来利率市场的变化, 在预期市场利率下行时, 买进分级 A, 预期市场利率上升时, 卖出分级 A, 获取分级 A 债性价值提升的收益。但是预测未来通常是比较困难的, 当我们不擅长预测市场利率时, 应该如何运用分级 A 的债性价值进行投资呢?

既然隐含收益率是衡量分级 A 债性价值的一个指标, 同时, 隐含收益率有一个重要的特性——均值回复性, 也就是说隐含收益率变化会围绕着一个中枢。那么我们可以通过寻找分级 A 隐含收益率比较基准 (中枢) 来指导投资, 当隐含收益率大于基准时, 执行买入策略, 当隐含收益率小于基准时, 执行卖出的策略。

市场上一般用 10 年期 AA 级企业债作为隐含收益率基准, 但会出现一个缺陷: 隐含收益率和企业债收益率会出现阶段性偏离, 在相当长的一段时间内, 无法提供任何有效的信息, 意味着用它作为投资的指标效果并不好。

图 1: 分级 A 市场平均隐含收益率历史变化

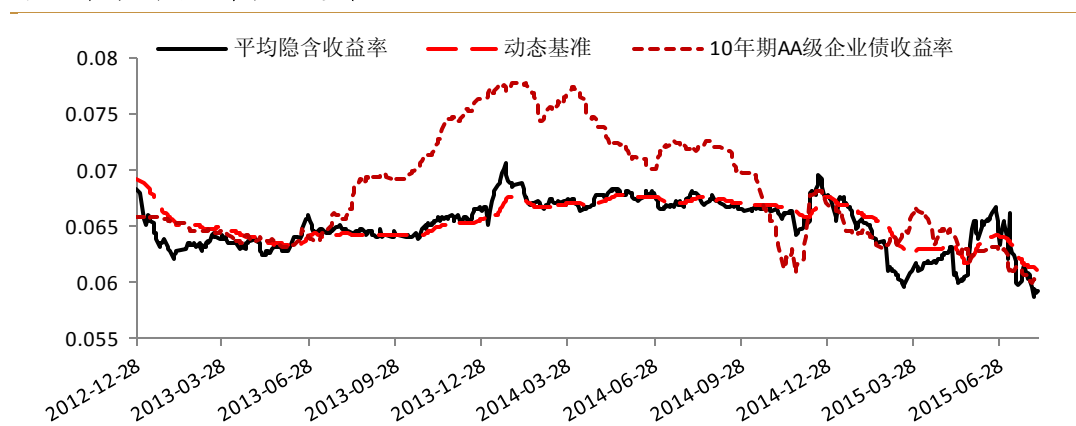


数据来源: 西南证券

为了隐含收益率比较基准不产生长期偏离，我们设定了一个动态基准。动态基准实际上是利用长短期均值加权来估计未来均值，并以未来均值作为基准。这样做的优势在于：既考虑了隐含收益率的长期水平，又没有忽视短期市场环境的变化对近期隐含收益率水平造成的影响；隐含收益率受到的影响因素众多，利率仅是其中之一，以隐含收益率自身的时间序列性质作为基准，可以使基准包含更多的信息。

计算出来的动态基准与平均隐含收益率拟合状态良好，克服了企业债收益率作为基准时不收敛的不足，且在动态基准上，分级 A 市场平均隐含收益率体现出了良好的均值回复性。由于动态基准具有这些良好性态，可以作为市场平均隐含收益率的比较基准。值得注意的是，我们在设定动态基准时，采用的是长短期均值等权重，等权重效果较好。

图 2：平均隐含收益率和动态基准



数据来源：西南证券

为了检验动态基准的有效性，我们设定投资策略：当分级 A 平均隐含收益率减去动态基准的差大于 1 倍差值的标准差时，表示分级 A 市场价格处于低位，在第二个交易日开盘买进市场所有分级 A；当分级 A 平均隐含收益率与动态基准差值小于负的 0.5 倍标准差时，表示分级 A 整体处于高估，在第二个交易日进行平仓；除此之外均持有分级 A，获取利息收入或保持空仓。下表给出了 2013 年 1 月 1 日到 2015 年 10 月 1 日（对于单只分级 A 回测时，若在 2013 年 1 月 1 日之后成立，则以成立日期开始测算。因为计算基准需要滞后 100 个交易日，因此实际回测区间要减少 5 个月左右）的回测结果，对于所有分级 A，我们以西证分级 A 综合指数（净价指数，排除了分级 A 因为净值的增长出现价格升高的情况）替代市场所有分级 A 的价格。对于单只分级 A，单独测算基准，仍用分级 A 净价计算买进和卖出价格。

表 1：策略结果

	约定收益率	胜率	交易机会次数	平均次收益率	次均持有时间	全价收益率	加权持有时间	年化收益率
所有分级 A		65.45%	55					
150018	+3	92.16%	51	2.88%	27	7.62%	171.40	16.93%
150022	+3	81.75%	126	0.65%	59	2.65%	309.00	3.14%
150152	+3.5	92.00%	50	3.15%	15	21.61%	79.20	146.39%
150117	+4	98.48%	66	3.70%	29	30.43%	213.80	57.39%
150130	+4	96.77%	31	3.37%	14	14.55%	55.20	145.46%
150198	+4	90.00%	10	2.40%	22	3.91%	30.60	58.00%
150057	5.80	92.02%	163	4.99%	37	43.52%	249.40	69.69%

数据来源：西南证券

胜率是通过净价来计算出来的；交易机会出现次数指的是在回测时间区间内出现了多少次可以卖出的买点；平均次收益率是指以全价（后复权价）计算的每次交易机会的平均收益率；全价收益率是通过设定如下投资策略得到的：当出现一个买点时，以 20% 的仓位进行买入操作，若下一次交易机会为买点，则继续加仓初始头寸的 20%，直到满仓或者出现卖点，若为卖点，则清仓等待下一次买点；加权持有时间是指在该策略下以每笔投资的头寸额（20%）为权重计算的分级 A 总持有时间；年化收益率则是通过全价收益率和加权持有时间换算得来的。

从策略的收益率来看，+4 分级 A 和固定约定收益分级 A 的胜率较稳定，均在 90% 以上。影响该策略表现最重要的因素是分级 A 隐含收益率的均值回复性，回复性越好的分级 A 效果越好。+4 分级由于约定收益率的固定部分比较大，隐含收益率的市场表现更具稳定性，体现出了更好的均值回复性，因而效果较好。基于此，在使用该策略时，我们推荐首先 +4 分级 A 和固定约定收益分级 A。

因此，从总的来说，动态基准是非常有效的，可以作为投资分级 A 的指导。但也存在一个缺陷：在降息之后，分级 A 隐含收益率迅速降低，在短时间内难以发现买点或者做出错误的卖出策略，但这个现象的影响时间非常短（从权重的分配就可以看出）。而实际上，降息一般是利空分级 A，没有发现买点或者做出错误的卖出策略未尝不是一个正确的投资决策。

## 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