

第十四章债券投资组合管理第九节、债券组合管理的理论基础与策略 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/40/2021_2022__E7_AC_AC_E5_8D_81_E5_9B_9B_E7_c33_40250.htm (一) 积极债券组合管理

1. 水平分析(horizonanalysis)。水平分析是一种基于对未来利率预期的债券组合管理策略，主要的一种形式被称为利率预期策略(Interest~RateExpectationsStrategies)。在这种策略下，债券投资者基于其对未来利率水平的预期来调整债券资产组合，以使其保持对利率变动的敏感性。由于久期是衡量利率变动敏感性的重要指标，这意味着如果预期利率上升，就应当缩短债券组合的久期；如果预期利率下降，则应当增加债券组合的久期。对于以债券指数作为评价基准的资产管理人来说，预期利率下降时，将增加投资组合的持续期与基准指数之间的相关程度；反之，当预期利率上升时，将缩短投资组合的持续期。如果投资人对投资组合的持续期与基准指数的持续期之间的差距不作出任何规定的话，资产管理人就产生了对利率变动进行赌博的内在动力。按照对利率的预期调整债券投资组合持续期，将有可能给资产管理人带来出色的表现，也有可能造成更大的损失。为了可能获得的超额收益，资产管理人有动力对债券利率进行自身的预期，即使这种预期在某些时候是错误的。在利率预期策略下，关键点在于能否准确地预测未来利率水平。部分学术文级献指出利率难以被准确预期，并进一步推断出，在利率预期策略下，经风险调整后的超额收益是难以持续的。

2. 债券互换(BondSwaps)。债券互换就是同时买人和卖出具有相近特性的两个以上债券品种，从而获取收益级差(yielddifferential)的

行为。不同债券品种在利息、违约风险、期限(久期)、流动性、税收特性、可回购条款等方面的差别，决定了债券互换的可行性和潜在获利可能。例如，当债券投资者在观察AAA级和A级的债券收益时，如果发现二者的利差从大约75个基点的历史平均值扩大到100个基点，而投资者判断这种对平均值的偏离是暂时的，那么投资者就应买入A级债券并卖出AAA债券，直到两种债券的利差返回到75个基点的历史平均值为止。在进行积极债券组合管理时使用债券互换有多种目的，但其主要目的是通过债券互换提高组合的收益率。一般而言，只有在存在较高的收益级差和较短的过渡期时，债券投资者才会进行互换操作。过渡期是指债券价格从偏离值返回历史平均值的时间。收益级差越大，过渡期越短，投资者从债券互换中获得的收益率就越高。 3. 应急免

疫(contingentimmunization)。应急免疫是利伯维茨和温伯格于1982年提出的一种债券组合投资策略。下面举例加以说明。假定当前利率为10%，投资者的债券组合当前价值为100万元。投资者可以通过常规的利率免疫方法锁定收益率，以在两年后使债券组合升值为121万元。但是投资者想在承担有限风险的前提下采用更积极的投资策略，希望能够获得超过121万元的收益，但同时要保证债券组合两年后的价值不低于110万元。由于在当前利率下只需要有90.9万元就可以在两年后增值到110万元，因此投资者开始时可以承受一定的风险损失，而不必立即采用利率免疫策略。关键点是计算在当前利率水平下在特定期限需要锁定多少投资进行利率免疫，才能够保证两年后最低组合价值为110万元。用T代表剩余时间， r 代表任一特定时间的市场利率，那么必须保证在特定时间时

投资者持有 $110 / (1 + r)^T$ 万元的组合资产规模，这个值就是紧急免疫的触发点。如果组合资产规模始终在 $110 / (1 + r)^T$ 万元之上，那么就会采取积极的投资策略而不会采用利率免疫，到期时的资产组合价值一定会多于110万元。一旦组合资产规模降到触发点，积极的管理就会停止，组合价值将平滑地升到110万元的最终值。

4. 骑乘收益率曲线(riding the yield curve)

骑乘收益率曲线策略，又称收益率曲线追踪策略，可以被视作水平分析的一种特殊形式。债券的收益率曲线随时间变化而变化，因此债券投资者就能够以债券收益率曲线形状变动的预期为依据来建立和调整组合头寸。经验显示，收益率曲线的变化方式有平行移动和非平行移动两种。非平行移动又分为两种情况：收益率曲线的斜度变化和收益率曲线的谷峰变动。一般认为，较平缓的收益率曲线说明长期债券与短期债券之间的收益差额趋于递减；而较陡峭的收益率曲线预示长短期债券之间的收益差额是递增的。常用的收益率曲线策略包括子弹式策略、两极策略和梯式策略三种。但是，这种投资策略也会导致风险的提高。投资者必须权衡更高的预期收益与更高的价格波动风险，以调整其债券投资组合。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com