

资产配置金字塔的稳固底部

——大类资产配置系列报告二：债市篇

投资要点：

➤ 初步概览：资产特性

债券是大类资产配置中最常见的资产之一，其特点是收益不高但稳定，风险也相对较低，一般承担着资产配置金字塔中稳固底部的作用。

➤ 分项解析：收益来源

债券投资的收益=净价变化（资本利得）+利息收益+再投资收益。净价变化是交易市场上买卖债券的净价（除去当期利息）差额，固定的利息收益则是投资债券的收益多数时候为正、损失风险不大的原因所在。

另外，债券低收益低风险的特性，使得在操作中能够借助杠杆的力量来放大收益。债券市场加杠杆的方式主要有场内回购交易和场外产品设计。

➤ 投资逻辑：影响因素

定性而言，通胀走低和/或经济下行是收益率下行、债市走牛的基础。一般而言，经济复苏阶段，债券有一些投资机会；过热阶段，债券收益不佳；滞胀阶段，债券投资机会开始出现；衰退阶段，债券投资收益增加。

定量来看，我们选取了一系列宏观经济指标对债券指数年度涨跌幅进行逐步回归，结果显示，代表国内政策面的财政支出对债券行情有正面影响，代表全球经济情况美元指数和CRB现货指数则分别有正面和负面影响。

➤ 进阶了解：品种细分

根据发行人的不同，债券可以分为利率债和信用债。从历史数据来看，多数时候利率债和信用债涨跌大方向一致，但二者的表现会有所差异，一般信用债的行情紧跟在利率债行情之后。在某种程度上，我们可以把信用债行情当作利率债行情向股票行情的过渡。

不同期限的债券表现也会有所差别。我们可以把长久期债券类比作高弹性股票，是市场向好时的进攻品种，短久期债券比作低弹性股票，是市场不好时的防御品种。

➤ 投资策略：趋势展望

短期从定量角度，利率债或迎来新一轮机会，久期需要控制。

长期从基本面定性来看，现在处于债券配置比例增加的时期，随着经济下行趋势的明显，久期可拉长，再往后期信用债机会有望到来。

➤ 风险提示

经济增速超预期风险、国内政策超预期风险、国外经济形势变动风险等。

相对市场表现



李朗 分析师

执业证书编号：S0590518070001

电话：0510-85609581

邮箱：lilang@glsc.com.cn

相关报告

1、《社融回暖，结构仍待改善》

2019.07.16

2、《环比负增长，转折点渐近》

2019.07.16

3、《外贸弱势反映全球经济不确定性》

2019.07.16

正文目录

1	初步概览：资产特性.....	3
2	分项解析：收益来源.....	4
2.1	投资收益由三个部分组成.....	4
2.2	运用杠杆来放大收益.....	5
3	投资逻辑：影响因素.....	7
3.1	定性：经济和通胀是分析基础.....	7
3.2	定量：内部政策和全球经济是关键影响.....	9
4	进阶了解：品种细分.....	13
4.1	利率债和信用债.....	13
4.2	长久期和短久期.....	15
5	投资策略：趋势展望.....	16

图表目录

图表 1：到期收益率的构成.....	3
图表 2：各国 10 年期国债到期收益率 (%).....	4
图表 3：各类资产的年收益标准差/均值.....	4
图表 4：到期收益率下行，收益为正.....	5
图表 5：债券指数表现稳定.....	5
图表 6：随杠杆增加，收益/损失扩大.....	5
图表 7：随资金成本增加，杠杆收益受限 (%).....	5
图表 8：杠杆相关规定.....	6
图表 9：债基与债券表现对比 (%).....	7
图表 10：中国国债收益率和 GDP、CPI (%).....	8
图表 11：美国国债收益率 (%).....	8
图表 12：日本国债收益率 (%).....	8
图表 13：国债收益率和 CPI、GDP 的相关性系数.....	8
图表 14：经济周期和债券投资.....	9
图表 15：债券指数逐步向前回归结果.....	10
图表 16：回归预测和真实值对比.....	11
图表 17：主要发债国家的 10 年期国债到期收益率普遍有正相关性.....	12
图表 18：各国 10 年期国债到期收益率的聚类分析.....	12
图表 19：利率债和信用债表现有所不同 (%).....	13
图表 20：国债指数逐步向前回归结果.....	14
图表 21：信用债指数逐步向前回归结果.....	14
图表 22：经济周期和行业表现.....	15
图表 23：不同期限债券表现有所不同 (%).....	15
图表 24：短债指数逐步向前回归结果.....	16
图表 25：长债指数逐步向前回归结果.....	16
图表 26：逐步回归系数结果汇总.....	16
图表 27：结合债券细分品种和商业周期的投资逻辑.....	17

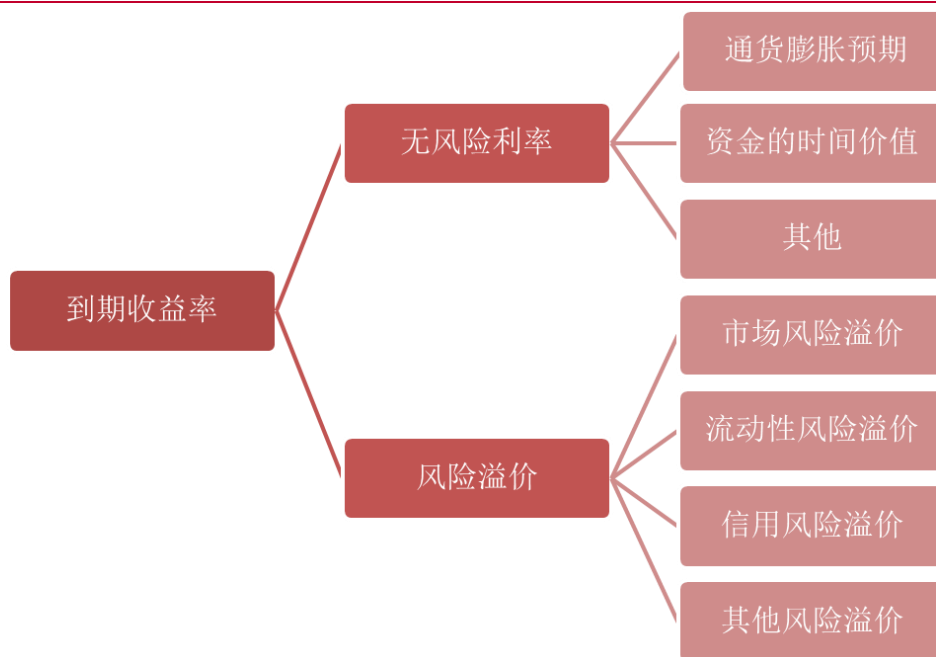
1 初步概览：资产特性

债券是大类资产配置中最常见的资产之一，其特点是收益不高但稳定，风险也相对较低¹，一般承担着资产配置金字塔中稳固底部的作用，以我国公募基金产品为例，债券配置占比约一半，是比例最大的构成。

➤ 债券到期收益率的构成

假设将债券持有至到期（且每期利息能按该收益率再投资），则投资者的回报可以用到期收益率来衡量。**到期收益率一般包含了无风险利率和各类风险溢价**，无风险收益率即投资者将资金借给一个完全无风险的对象，所能获得的收益率，一般包括了通货膨胀率和资金的时间价值；风险溢价即投资人承担风险所需的回报，具体来说，包括宏观背景带来的市场风险溢价，债券无法在短时间内以合理价格变现带来的流动

图表 1：到期收益率的构成



来源：国联证券研究所

性风险溢价，发行人不按约履行还本付息义务带来的信用风险溢价，等等。

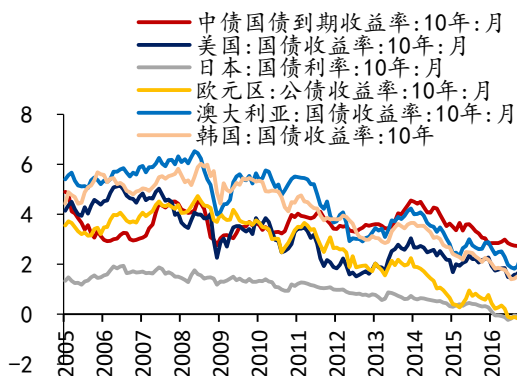
➤ 收益率不高，但风险较低

观察主要国家 10 年期国债的到期收益率，可以发现这些收益率在 8% 以下，但一般会高于该国的活期存款利率、通货膨胀率等（欧元区和日本不时会落入负收益率区间，但并不代表投资这些国家债券必然是负收益，这将在下一部分阐述），**整体来看收益率不高，但若遇到其他资产大幅波动的年份，如金融经济危机时期，债券是资**

¹但就一些主权信用评级较低国家的国债、或信用评级较低发行人的信用债而言，若单个配置集中度较高，一旦面临违约风险，其波动率不亚于权益资产，因此我们在资产配置讨论中，将假设一类资产内部会进行合理的风险分散配置。

产避险的港湾之一。标准差/均值来衡量债券到期收益率的波动率，也可以发现债券资产获取单位收益所需承担的风险相对较低。

图表2：各国10年期国债到期收益率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表3：各类资产的年收益标准差/均值

指标	标准差/均值 (2002-2018)
上证综指	4.05
中债全价指数	3.41
美元指数	-10.20
COMEX 黄金	1.41
WTI 原油	3.12
房屋平均售价	0.69

来源：Wind，国联证券研究所

2 分项解析：收益来源

2.1 投资收益由三个部分组成

前面使用的到期收益率数据，其实只是债券投资收益其中的一个组成部分，仅仅是为了能够简单直接了解债券收益水平，但真正的债券投资过程中，我们还会有一个重要收益（有时是损失）来源，那就是净价变化。一般而言：

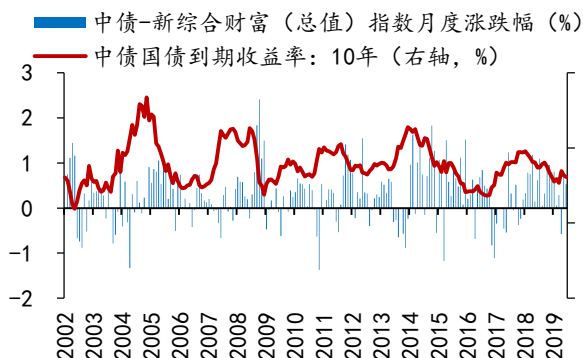
债券投资的收益=净价变化（资本利得）+利息收益+再投资收益。

净价变化（也称资本利得）就是交易市场上买卖债券的净价（除去当期利息）差额。举例来说，一个投资者预期某支债券未来收益率将下行，认为当前价格水平低估，于是买入债券，之后市场按其预期发展，收益率下行、价格抬升，投资者卖出债券，除了持有期间的利息，其余部分收益就是他获得的资本利得。

从中债财富指数（考虑了债券利息收益、净价变动、再投资收益的债券综合指数）的月度涨跌幅来看，可以发现**投资债券的收益多数时候为正，损失风险不大，原因在于，债券每年有固定的利息收益**，若到期收益率下行，债券价格走高，那么资本利得增加，则投资总收益增加；若到期收益率上行，债券价格下跌，产生的损失大部分时候会被利息收益所对冲，当损失超过当期利息时，才显示出投资损失。

对比债券指数和股票指数的累计涨跌情况，可以发现股票虽然有短期较高收益，但波动性也大，若择时不恰当，有产生较大损失的可能，债券虽然收益不高但走势稳定，按月累计的涨跌幅未产生亏损，回撤幅度也不大。若从2002年初开始投资两个指数，股票指数至今上涨191%，年均复合增长率为6.29%，债券指数至今上涨91%，年均复合增长率为3.77%。债券作为配置金字塔中稳固底部的意义在此显而易见。

图表4：到期收益率下行，收益为正



来源：Wind，国联证券研究所

图表5：债券指数表现稳定



来源：Wind，国联证券研究所

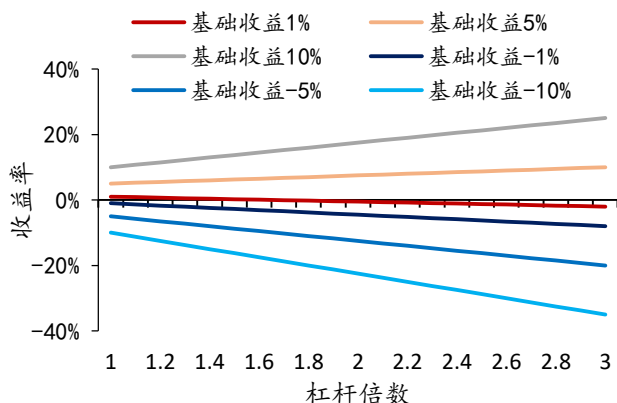
2.2 运用杠杆来放大收益

债券低收益低风险的特性，使得在操作中能够借助杠杆的力量来放大收益。

假设资金成本为 2.5%，如下图，随着杠杆倍数的提升，不同的基础收益/损失均被放大。当基础收益率为 5%，且杠杆倍数为 3 时，收益率可达到 10%。可见当市场单边行情较明显时，加杠杆对投资者还是具有吸引力的。

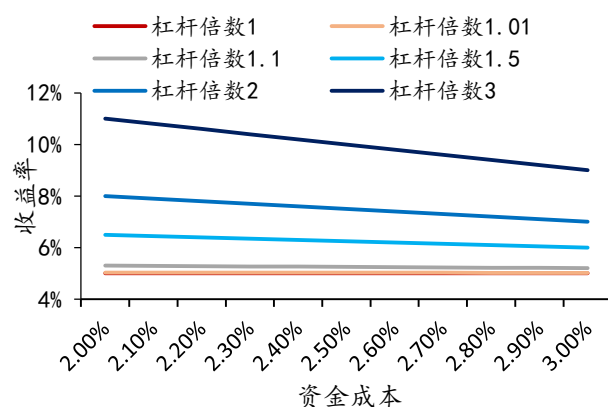
假设基础资产收益为 5%，如下图，随着资金成本率的上升，杠杆倍数越高者，降低幅度越大，即杠杆越高，对资金成本的敏感度越大。

图表6：随杠杆增加，收益/损失扩大



来源：Wind，国联证券研究所

图表7：随资金成本增加，杠杆收益受限 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

债券市场加杠杆的方式主要有两种：场内回购交易和场外产品设计。

场内回购交易，即金融机构在银行间与交易所市场通过债券回购交易，以现券为质押物进行质押式回购融资，再买入债券。

场外产品设计，即金融机构利用分级的结构化债券产品，通常引入银行理财资金

作为优先级，自有资金或其他风险偏好较高的资金作为劣后级，设计优先/劣后的结构化产品，达到加杠杆的目的。

两种方法并用可以扩大杠杆倍数。其中，回购交易易于统计观察，质押回购市场又以银行间市场为主，受到央行和银监会的双重监管，可通过回购余额等监测杠杆规模，透明度相对较高。

回购交易的杠杆倍数一般在 2 倍以内。根据《中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国保监会关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（银发〔2017〕302 号），参与者应按照审慎展业原则，严格遵守中国人民银行和各金融监管部门制定的流动性，杠杆率等风险监管指标要求，并合理控制债券交易杠杆比率。当出现以下情况的，须向相关金融监管部门报告：

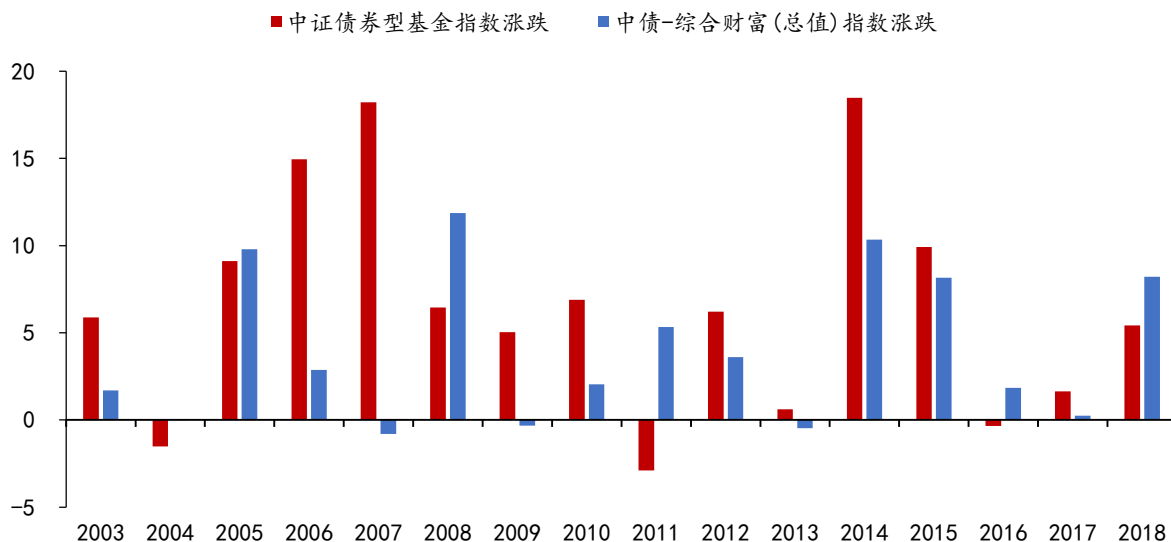
图表 8：杠杆相关规定

参与者类型	须报告的情况
存款类金融机构(不含开发性银行与政策性银行)	杠杆倍数超过 1.8
其他金融机构，包括但不限于信托公司、金融资产管理公司、证券公司、基金公司、期货公司等	杠杆倍数超过 2.2
保险公司	杠杆倍数超过 1.2
公募性质的非法人产品，包括但不限于以公开方式向不特定社会公众发行的银行理财产品、公募证券投资基金等	债券杠杆倍数超过 1.4，封闭运作基金和避险策略基金债券杠杆倍数超过 2
私募性质的非法人产品，包括但不限于银行向私人银行客户、高资产净值客户和合格机构客户非公开发行的理财产品，资金信托计划，证券、基金、期货公司及其子公司发行的客户资产管理计划，保险资产管理产品等	债券杠杆倍数超过 2

来源：银监会，国联证券研究所

统计 2003 年至 2018 年债券基金与债券的收益率，在 16 年中，基金有 10 年收益率高于债券市场收益，债券的收益率基本在 10% 以内，但债券型基金最高收益能达到 20%，运用杠杆是原因之一。

图表 9：债基与债券表现对比 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

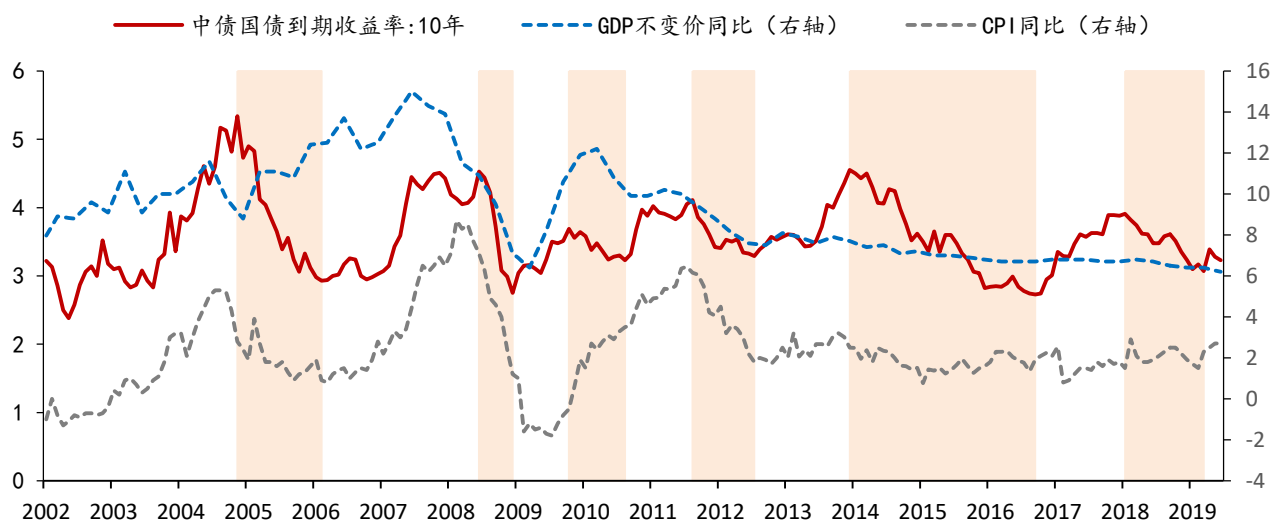
3 投资逻辑：影响因素

3.1 定性：经济和通胀是分析基础

宏观经济通过影响市场预期、政策取向等，进而影响了债券市场表现（或投资策略）。我们主要选取了 GDP 和 CPI 这两个宏观经济指标，它们变动不仅对于债券这类资产有影响，对于其他大类资产亦如是。因为经济活动是商品市场和货币市场互相作用下的结果，GDP 是量的描述，CPI 是价的体现（仅作为价格指标代表进行分析，事实上我国债券和 PPI 关联性更强），参考这两个指标，能认知经济所处状态，预期政策会采取的行动，进而预期市场变化。综合而言，**通胀走低和/或经济下行是收益率下行、债市走牛的基础。**

从数据来看，我国历史上国债收益下行时间段为例，主要是由通胀驱动的是 2004 年底-2005 年底；经济下行带来的有 2010 年前后；经济和通胀共同下行导致的包括 2008 年底、2012 年前后、2014-2016 年底、2018 年。

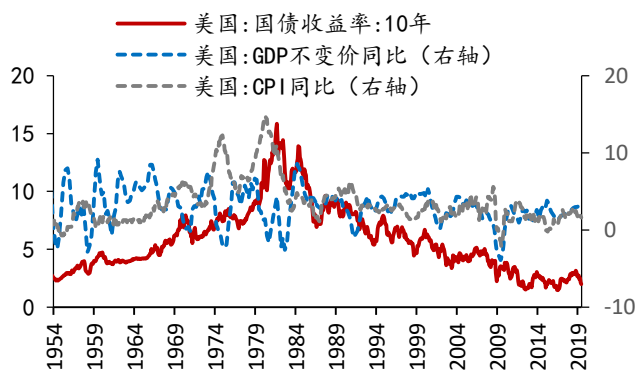
图表 10：中国国债收益率和 GDP、CPI (%)



来源：Wind，国联证券研究所

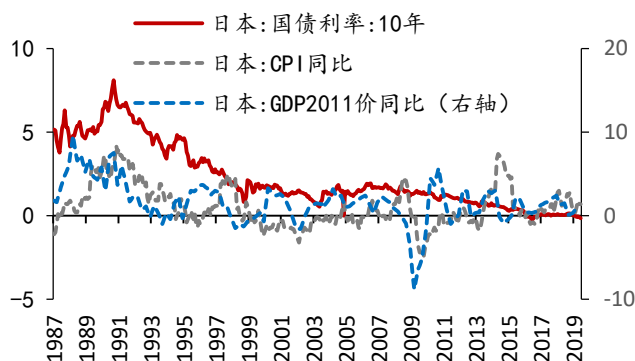
国外情况亦类似，债券到期收益率的方向和 GDP、CPI 变动多数时候一致。

图表 11：美国国债收益率 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：日本国债收益率 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

我们用相关系数这一统计指标分别看经济和通胀的影响。国债到期收益率与二者相关性均为正，且与 CPI 的相关性高于 GDP。

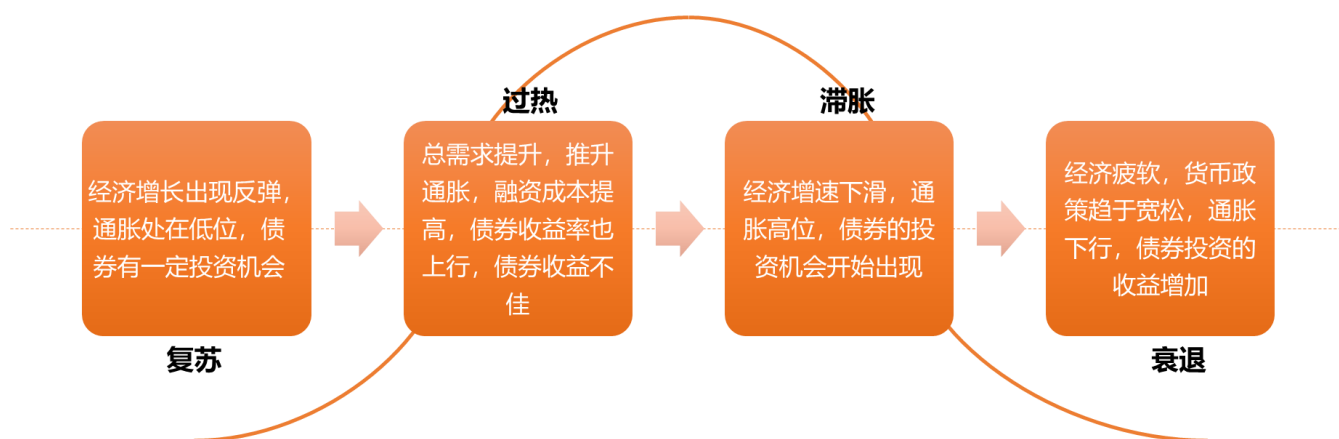
图表 13：国债收益率和 CPI、GDP 的相关性系数

国家	统计区间	国债到期收益率与 CPI 相关性	国债到期收益率与 GDP 相关性
中国	2002/1-2019/6	0.5986	0.2075
美国	1953/4-2019/6	0.6920	0.0595
日本	1986/7-2019/6	0.4817	0.4814

来源：Wind，国联证券研究所

一般而言，一个经济周期会经历复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段。在经济复苏阶段，消费和投资等逐渐回升，企业盈利开始转好，经济增长出现反弹，但供求较平衡，通胀维持低位，债券有一些投资机会；在过热阶段，消费投资的不断上升提升了总需求，推升了通胀，融资成本提高，货币政策倾向于收紧来抑制过热，债券收益率上行，此时债券收益不佳；在滞胀阶段，经济增速下滑，通胀高位，债券的投资机会开始出现；在衰退阶段，消费和投资疲软，货币政策趋于宽松来刺激经济，此时通胀下行，债券收益率下行，债券投资的收益增加。这个分析逻辑，其实与美林“投资时钟”理论是相一致的。

图表 14：经济周期和债券投资



来源：国联证券研究所

上文中提到，经济周期的复苏、滞胀和衰退阶段可关注债市，分别对应的是历史回顾中通胀驱动、经济驱动和经济通胀共同驱动。当然投资判断不会如同模型那么理想，一方面经济的前行会有大小周期叠加的反复，另一方面，每个时期的主导因素并不尽相同。

3.2 定量：内部政策和全球经济是关键影响

我们选取了一系列宏观经济指标对债券指数年度涨跌幅进行逐步回归。这些指标包括 GDP 同比、工业增加值同比、CPI、PPI、进出口金额同比、固定资产投资同比、消费零售总额同比、M2 同比、社会融资规模同比、全国公共财政支出同比、赤字率、存款准备金率、美元指数、CRB 现货指数。

图表 15：债券指数逐步向前回归结果

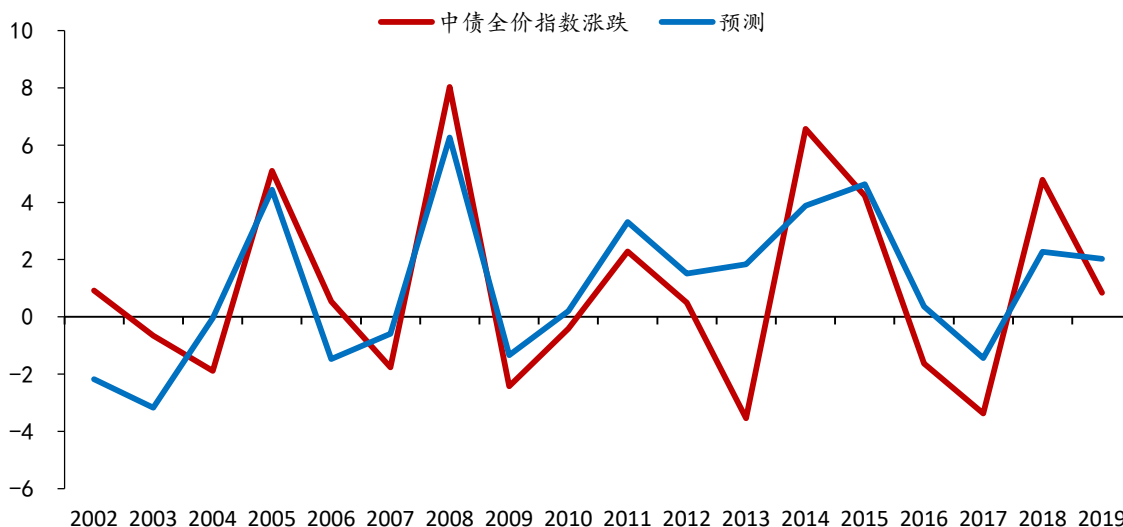
Dependent Variable: BOND				
Method: Stepwise Regression				
Date: 09/26/19 Time: 11:03				
Sample (adjusted): 2002 2018				
Included observations: 17 after adjustments				
No always included regressors				
Number of search regressors: 14				
Selection method: Stepwise forwards				
Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.1/0.101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
USD	0.209848	0.084958	2.470033	0.0270
FE	0.108809	0.037836	2.875785	0.0122
CRB	-0.085659	0.047303	-1.810846	0.0917
R-squared	0.595322	Mean dependent var		1.014706
Adjusted R-squared	0.537511	S.D. dependent var		3.565838
S.E. of regression	2.425002	Akaike info criterion		4.768327
Sum squared resid	82.32891	Schwarz criterion		4.915365
Log likelihood	-37.53078	Hannan-Quinn criter.		4.782943
Durbin-Watson stat	2.074395			
Selection Summary				
Added USD				
Added FE				
Added CRB				

来源：Wind，国联证券研究所

以 10%显著性为临界条件，逐步向前回归加入的变量依次为美元指数涨跌、全国公共财政支出同比、CRB 现货指数涨跌，公式如下：

$$\text{BOND} = 0.21 * \text{USD} + 0.11 * \text{FE} - 0.09 * \text{CRB}$$

图表 16：回归预测和真实值对比



来源：Wind，国联证券研究所

备注：2019 年数据和预测均截止至 2019/8/31

我们认为，财政支出代表的是国内政策面对债券市场的影响，与我们通常认知有差距的地方在于，一般而言投资者认为债券主要受到货币政策的影响更大，但我们的结果显示出财政政策的影响是显著的。原因或是，在我国，财政政策相较货币政策是更为主导的政策，各类政策往往配合发力；另一方面，货币政策的工具相对较多，很难统一衡量影响，而单一工具的衡量有局限性。

而美元指数和 CRB 现货指数则是全球经济情况的代表。

美元指数强势，一般有两种因素导致，一是美国自身经济走强；另一种是全球发生风险事件。对于新兴市场国家来说，两种情况都会导致国内风险资产走弱，而债券这类避险资产走强。因此，美元指数的涨跌和债券价格正相关。

CRB 现货指数则是全球大宗商品价格的代表，可以说体现了全球经济温度、供需关系、价格水平的变化。指数下行，则通胀走低，债券收益率下行、债券价格抬升。因此 CRB 现货指数与债券价格负相关。

事实上，由于全球经济关联性较强，政策联动性也较强，各国²的利率水平大多具有正相关性。美元指数和商品价格等全球性指标对债券的影响并不仅限于我国。

² 选取 2018 年末债券存量高于 1 万亿美元以上的国家，再结合数据可得性，选取了图表中的 10 个国家为观察样本。

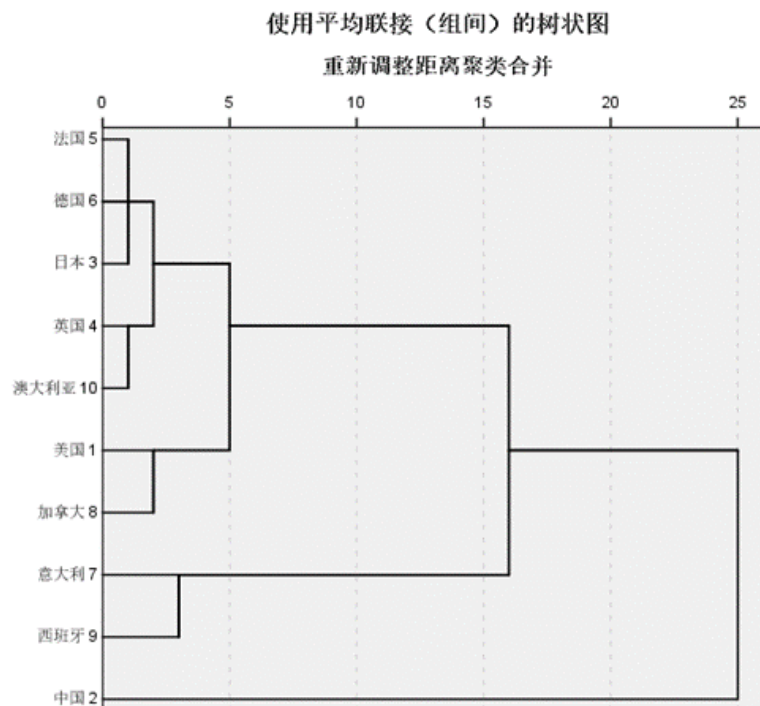
图表 17：主要发债国家的 10 年期国债到期收益率普遍有正相关性

2003年-2018年	美国	中国	日本	英国	法国	德国	意大利	加拿大	西班牙	澳大利亚
美国	1.00	0.25	0.74	0.88	0.69	0.79	0.16	0.94	0.24	0.85
中国	0.25	1.00	0.19	0.26	0.24	0.25	0.20	0.32	0.28	0.34
日本	0.74	0.19	1.00	0.93	0.97	0.96	0.67	0.86	0.73	0.93
英国	0.88	0.26	0.93	1.00	0.92	0.97	0.45	0.95	0.55	0.96
法国	0.69	0.24	0.97	0.92	1.00	0.98	0.75	0.85	0.79	0.93
德国	0.79	0.25	0.96	0.97	0.98	1.00	0.60	0.92	0.67	0.96
意大利	0.16	0.20	0.67	0.45	0.75	0.60	1.00	0.38	0.91	0.54
加拿大	0.94	0.32	0.86	0.95	0.85	0.92	0.38	1.00	0.45	0.91
西班牙	0.24	0.28	0.73	0.55	0.79	0.67	0.91	0.45	1.00	0.65
澳大利亚	0.85	0.34	0.93	0.96	0.93	0.96	0.54	0.91	0.65	1.00

来源：Wind，国联证券研究所

当然，各国之间有联系也有区别，将各国 10 年期国债到期收益率进行聚类分析，可以看到中国由于各项政策等相对独立，因此走势与其他国家有区分；下一层中，自身政治经济不稳定的意大利和经济危机中市场受挫严重的西班牙为一类，其余相对稳定的国家为一类；第三层中，美国和加拿大为一类，而欧洲国家、日本、澳大利亚又为一类。

图表 18：各国 10 年期国债到期收益率的聚类分析



来源：Wind，国联证券研究所

4 进阶了解：品种细分

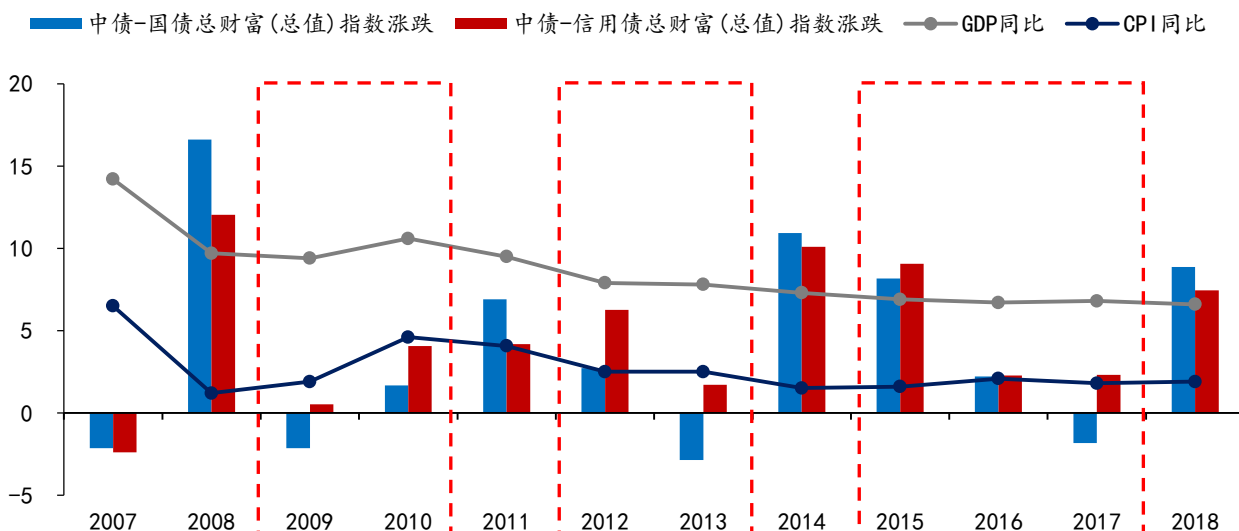
4.1 利率债和信用债

首先，债券根据发行主体、担保情况、付息方式、募集方式、债券形态等不同，可以有多种分类方式，其中发行主体的不同对于债券的性质影响较大。根据发行人的信用情况，发行人可以分两大类，对应的债券可以分为两大类。一类是利率债，发行人为国家或信用等级与国家相当的机构，因而债券信用风险极低，收益率中枢变动主要受到基准利率变动影响，因此称为利率债；另一类是信用债，即发行人没有国家信用背书，发行人信用情况是影响债券收益率的重要因素，由这一区别带来的信用风险溢价、流动性风险溢价等共同构成了信用利差（信用债到期收益率-同期限国债到期收益率）。³

从历史数据来看，多数时候利率债和信用债涨跌大方向一致，但二者的表现会有所差异，一般信用债的行情紧跟在利率债行情之后。

由于信用债既需要考虑基准利率变动趋势，又需要考虑企业偿债能力和偿债意愿的强弱，这与宏观经济的好坏密切相关，在某种程度上，我们可以把信用债行情当作利率债行情向股票行情的过渡。经济和通胀走弱的前半段，基准利率下行，利率债表现较好，但企业盈利不佳、甚至出现违约潮，信用利差难以下降甚至可能升高；但随着衰退走向尾声、复苏开始到来，宽松预期已经基本兑现，利率债收益率下行空间不大，而企业的经营开始触底回升，信用利差出现下行，甚至垃圾债表现会优于投资级信用债。

图表 19：利率债和信用债表现有所不同 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

³ 需要特别指出的是，铁道债（政府支持债券）和汇金债（政府支持机构债券）按发行人划分属于信用债中企业债的范畴，但是由于有国家信用背书，性质上属于利率债。

同样采用上一章中的自变量和方法，分别对国债指数和信用债指数进行回归。国债的结果较接近债券全市场结果，主要受到财政支出和美元指数的正面影响、CRB指数的负面影响，系数和拟合优度相对更高一些。信用债的结果则有部分不同⁴，财政支出的影响被排除，而加入了存款准备金率的正面影响，我们认为这是由于存款准备金率抬升意味着经济状况较好，因而信用风险溢价低，反之，存款准备金率下降意味着经济状况较差，此时信用风险溢价高，利率债的机会优于信用债。

图表 20：国债指数逐步向前回归结果

Dependent Variable: BG Method: Stepwise Regression Date: 09/26/19 Time: 11:10 Sample (adjusted): 2002 2018 Included observations: 17 after adjustments No always included regressors Number of search regressors: 14 Selection method: Stepwise forwards Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.1/0.101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
FE	0.298165	0.059136	5.042052	0.0002
USD	0.364880	0.132783	2.747949	0.0157
CRB	-0.139752	0.073931	-1.890295	0.0796
R-squared	0.631421	Mean dependent var	3.768235	
Adjusted R-squared	0.578767	S.D. dependent var	5.839700	
S.E. of regression	3.790108	Akaike info criterion	5.661451	
Sum squared resid	201.1088	Schwarz criterion	5.808489	
Log likelihood	-45.12233	Hannan-Quinn criter.	5.676067	
Durbin-Watson stat	2.166101			
Selection Summary				
Added FE				
Added USD				
Added CRB				

来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：信用债指数逐步向前回归结果

Dependent Variable: BC Method: Stepwise Regression Date: 09/26/19 Time: 11:12 Sample (adjusted): 2007 2018 Included observations: 12 after adjustments No always included regressors Number of search regressors: 14 Selection method: Stepwise forwards Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.1/0.101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RR	0.251699	0.042039	5.987228	0.0002
USD	0.356874	0.130027	2.744614	0.0227
CRB	-0.107994	0.050572	-2.135441	0.0615
R-squared	0.738011	Mean dependent var	4.795833	
Adjusted R-squared	0.679792	S.D. dependent var	4.272107	
S.E. of regression	2.417456	Akaike info criterion	4.815626	
Sum squared resid	52.59682	Schwarz criterion	4.936853	
Log likelihood	-25.89376	Hannan-Quinn criter.	4.770744	
Durbin-Watson stat	2.303218			
Selection Summary				
Added RR				
Added USD				
Added CRB				

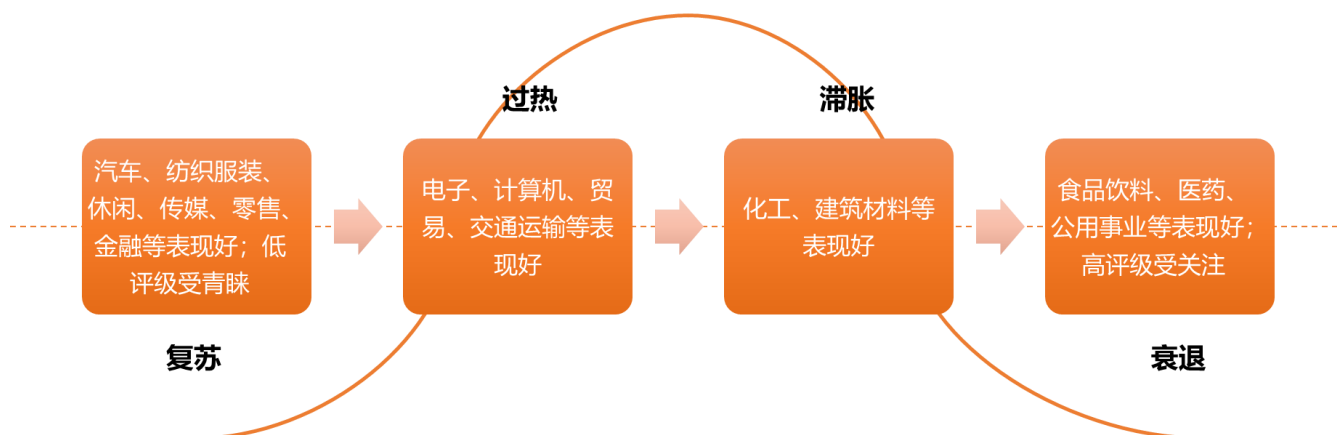
来源：Wind，国联证券研究所

具体在信用债中，也可根据发行主体的行业细分，而不同行业在经济周期的某一阶段表现也有所不同。在经济复苏阶段，消费回升，汽车、纺织服装、休闲、传媒、零售等行业表现变好，投融资回升，金融行业利润开始体现，低评级高利差的债券开始受到青睐；在经济过热阶段，大部分行业的行情都较好，尤其高增长的电子、计算机，大规模的贸易、交通运输等；在滞涨阶段，物价攀升，化工、建材等行业受益于涨价，表现优异；在衰退阶段，消费疲弱，但刚需的消费还在进行，如食品饮料、医药等行业表现相对较好，社会自发投资减少，积极的财政政策促使基建发力，公用事业等行业发展向好，由于担心风险，高评级债券是投资者的优先选择。

当然，要注意的是，同一行业，债券市场相对股票市场表现滞后，因为股票投资体现的是未来增长预期，而债券投资需要确定性的还本付息能力。

⁴ 由于信用债指数从 2007 年才开始有数据，因此样本区间与其他几组回归不同，可比性有限，或存在误差。

图表 22：经济周期和行业表现



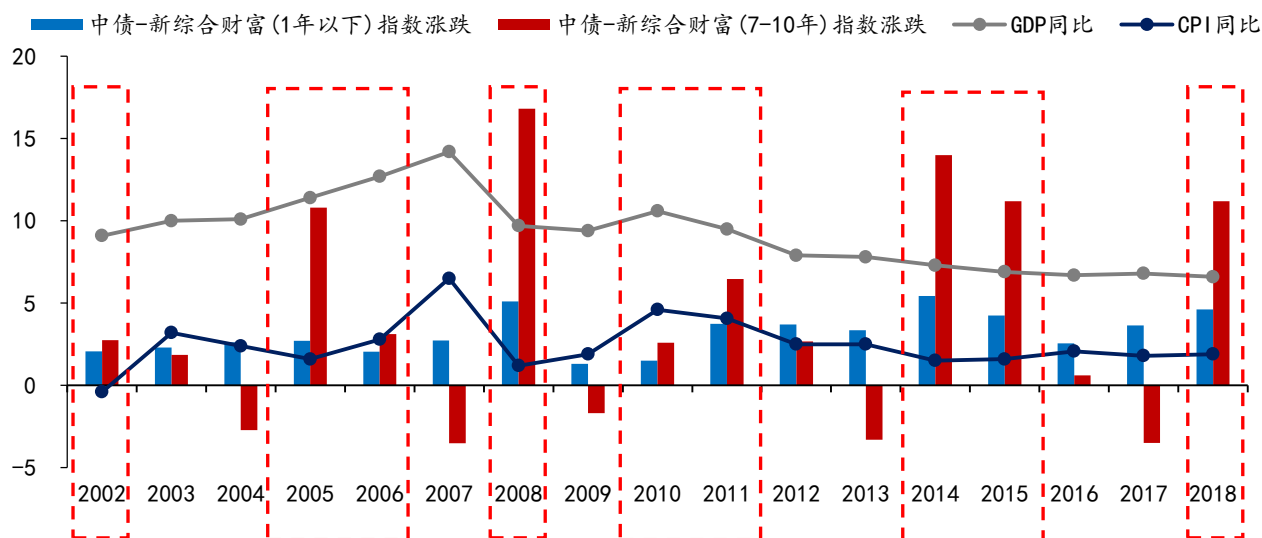
来源：国联证券研究所

4.2 长久期和短久期

其次，不同期限的债券表现也会有所差别。统计不同期限的债券指数年度涨跌幅，可以发现长品种收益率高于短品种的时间段，基本和债券市场牛市时间段相一致。

这主要涉及到久期的概念，债券的剩余期限与久期在数值上密切相关，久期是每次支付现金所用时间的加权平均值，久期代表了债券价格对利率变动的敏感性，简单来说就是在同样程度的利率变化下，久期长的债券波动程度大。我们可以把长久期债券类比作高弹性股票，是市场向好时的进攻品种，短久期债券比作低弹性股票，是市场不好时的防御品种。因此，在市场预期利率下行时，往往会选择久期长的品种，反之则倾向选择短久期品种。

图表 23：不同期限债券表现有所不同 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

对短债（1 年以下）指数和长债（7-10 年）指数进行回归。可以看到，短债与货币政策的敏感性较高，但考虑 CRB 指数和常数后，这一因素被剔除，短债波动主要受到 CRB 指数这一通胀指标的负向影响。长债指数涨跌则主要受美元指数和财政支出的影响。

图表 24：短债指数逐步向前回归结果

Dependent Variable: BS Method: Stepwise Regression Date: 09/26/19 Time: 11:12 Sample (adjusted): 2002 2018 Included observations: 17 after adjustments No always included regressors Number of search regressors: 14 Selection method: Stepwise forwards Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.1/0.101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	3.510583	0.148097	23.70467	0.0000
CRB	-0.070882	0.009525	-7.441779	0.0000
R-squared	0.786871	Mean dependent var	3.155882	
Adjusted R-squared	0.772663	S.D. dependent var	1.212523	
S.E. of regression	0.578130	Akaike info criterion	1.852094	
Sum squared resid	5.013510	Schwarz criterion	1.950119	
Log likelihood	-13.74280	Hannan-Quinn criter.	1.861838	
F-statistic	55.38008	Durbin-Watson stat	2.275810	
Prob(F-statistic)	0.000002			
Selection Summary				
Added RR				
Added CRB				
Added C				
Removed RR				

来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：长债指数逐步向前回归结果

Dependent Variable: BL Method: Stepwise Regression Date: 09/26/19 Time: 11:13 Sample (adjusted): 2002 2018 Included observations: 17 after adjustments No always included regressors Number of search regressors: 14 Selection method: Stepwise forwards Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.1/0.101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
USD	0.565461	0.138592	4.080054	0.0010
FE	0.278040	0.069135	4.021700	0.0011
R-squared	0.522145	Mean dependent var	4.080588	
Adjusted R-squared	0.490288	S.D. dependent var	6.543807	
S.E. of regression	4.671893	Akaike info criterion	6.031137	
Sum squared resid	327.3988	Schwarz criterion	6.129162	
Log likelihood	-49.26466	Hannan-Quinn criter.	6.040881	
Durbin-Watson stat	2.182927			
Selection Summary				
Added USD				
Added FE				

来源：Wind，国联证券研究所

5 投资策略：趋势展望

➤ 短期从定量角度

根据前文的定量分析，各指标对债券指数的影响系数如下：

图表 26：逐步回归系数结果汇总

	美元指数	财政支出	CRB 指数	存款准备金率	常数
债券整体	0.21	0.11	-0.09	-	-
国债	0.36	0.30	-0.14	-	-
信用债	0.36	-	-0.11	0.25	-
短债	-	-	-0.07	-	3.51
长债	0.57	0.28	-	-	-

来源：Wind，国联证券研究所

2019 年已过大半，多数经济数据可见，预测今年的债市整体收益为正，但收益

率略低于 2018 年，对于 2020 年，我们对各项指标判断如下：

美元指数：一方面美国经济同全球经济一同逐渐走弱，拉低美元指数；另一方面全球各类风险频发，美元作为避险资产有上涨动力。因此，预计美元指数短期中枢稳定，增速小幅波动。

财政支出：当前房地产调控，制造业低迷，需要通过财政支出来拉升基建投资，托底经济增长，预计财政支出同比边际继续增加，历史来看，边际增幅在 1-4 个百分点。

CRB 指数：随着全球需求疲弱，预计大宗商品价格进一步走低，降幅扩大，边际降幅可能达 5-10 个百分点。

存款准备金率：经济下行周期，下调概率高于上调概率，初步预计下调 1 个百分点。

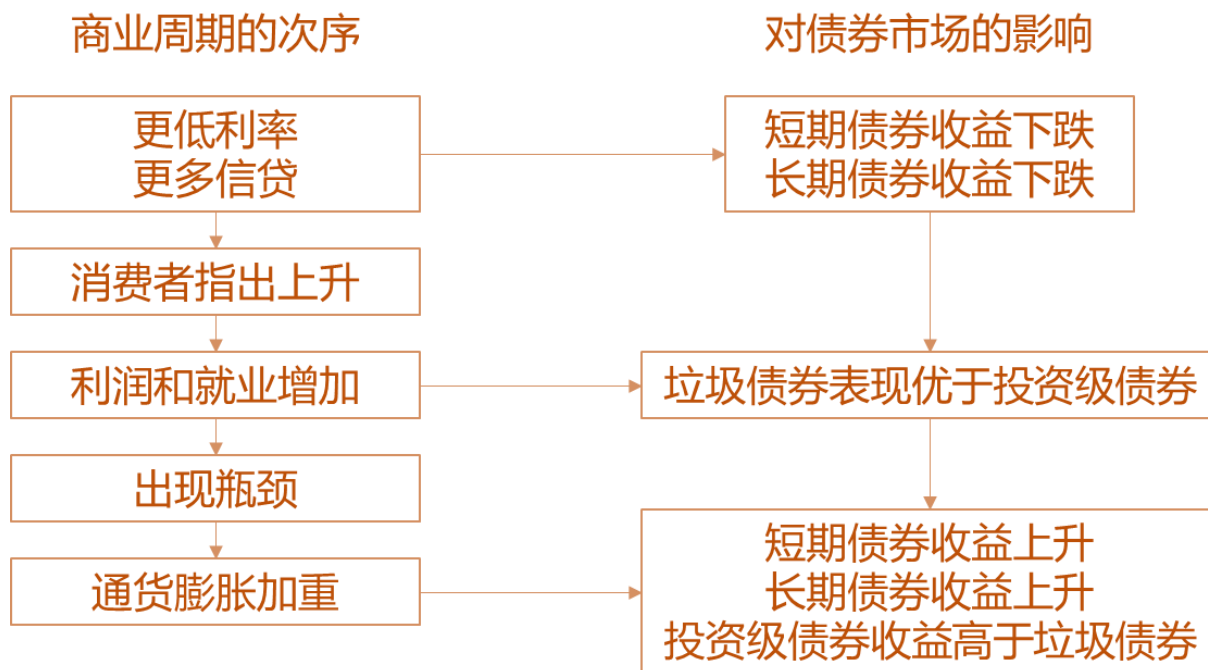
量化结果来看，2020 年债市机会仍存，利率债或迎来新一轮机会，久期需要控制。

当然，随着经济数据波动幅度变小，市场对各类变动的敏感性在增强，量化对于确切数值的预测意义相对有限，但可以作为趋势判断的参考。

➤ 长期看基本面定性分析

综合前两章对经济周期和品种细分的分析，可以简单总结成如下的投资逻辑：

图表 27：结合债券细分品种和商业周期的投资逻辑



来源：《逃不开的经济周期》，国联证券研究所

当前来看，经济增速下行，通胀虽有走高，但更多是因为猪瘟带来的猪肉价格上涨和地缘政治引发的油价阶段上行，需求疲弱下物价下行趋势仍存，因此我们认为，长期来看现在处于债券配置比例增加的时期。随着经济下行趋势的明显，久期可拉长，再往后期信用债机会有望到来，消费和金融行业相对稳健。但由于经济下行期可能较长，小周期的波动也会牵动市场预期变化，因此其中不乏波段性机会，也会存在部分改善的行业有结构性行情。

风险提示：经济增速超预期风险、国内政策超预期风险、国外经济形势变动风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210