

基础一些、简单一些、实用一些

债券基础知识

债券价值与价格

久期和基点

收益率曲线

利率债

信用债

可转债

国债期货

利率和汇率

债券组合和策略

@BOOL资本不眠

序言	4
第一章 固定收益	4
何为固收	4
固定收益证券的风险	4
第二章 债券基础	6
债券的要素	6
债券市场	7
为何两个市场?	8
为何限制个人买债券?	8
债券的价值与价格	8
债券的收益率	9
债券价格与利率敏感性	9
债券价格波动衡量	10
第三章 收益率曲线	12
基准利率曲线	12
什么是倒挂?	13
收益率曲线的移动	14
第四章 利率债	15
利率债分类	15
利率债不同品种收益率为何不一样?	16
城投债的利率化, 有没有风险?	16
第五章 信用债	17

利差	18
信用债的违约	18
第六章 同业存单	19
重要的短端利率	19
同业存单指数基金	19
第七章 可转债	20
双低策略的失效?	20
第八章 衍生品：国债期货	21
实物交割的好处?	22
国债期货策略	22
第九章 利率分析与汇率	24
政策性利率有哪些?	24
利率分析的框架	25
利率调控	27
利率到汇率	27
第十章 债券组合与策略	28
组合投资的意义	29
债券组合策略	29
结束语1:股票熊市、房子熊市对债市影响	31
结束语2: 防范固收思维被利用	32

序言

人生不满百，常怀千岁忧。

阅读过程中有疑问，可加微信 booltf 答疑。

第一章 固定收益

何为固收

基础金融工具，有两大类：一是股票为代表的权益类、一是债券为代表的固定收益类。

经济主体通过银行获得贷款，是间接融资；通过股票、债券筹集资金，是直接融资。

但债券不等同于固收，固收概念要大一些：比如优先股属于固收，但不是债券；ABS属于固收，但不是债券。

固收的基本要素：

- 1，到期日，债券到期时间；
- 2，面值和价格，面值固定，价格受市场多种因素决定；
- 3，利率和付息频率，支付给持有人的固定利率，浮动利率不在此范围内。

固定收益证券的风险

与所有金融投资一样，固收证券业面临各种各样的风险。我们可以大致将风险分为两类，市场风险和信用风险。

市场风险

市场风险，就是由市场价格波动或其他市场变量的变化带来的风险。包含以下几种：

利率风险，固收有着固定利息率，所以当市场利率走高的时候，它的价格会下行，当市场利率走低的时候，它的价格会上行；利率变化也影响再投资情况；

通货膨胀风险，通货膨胀风险也称购买力风险，名义收益不足以抵消通货膨胀对实际购买力的侵蚀；

汇率风险，非本币计价的债券组合面临着汇率风险；

流动性风险，流动性是证券可交易性和变现的难易程度，流动性不足容易在交易过程中给持有人带来损失；

提前偿还风险，债券契约中可能有提前赎回条款，有可能未到期赎回。

信用风险

信用风险，即违约风险，即不能履行还本付息义务。**固收证券并非只有违约才会导致投资者损失，仅仅是信用等级的下调也会导致债券市场价格下跌。**

信用评级，债券信用高低对投资者至关重要，而信息不对称又造成债券投资者对信用风险认识不完备，这就需要专门的机构对债券信用高低进行评级。评级并非一成不变的，评级公司会随时监控和调整。不过，评级可以看，但不好盲从盲信。

信用补偿，因为有信用风险可能性，所以利率也会稍高一些；信誉很高，信用补偿就低；信誉一般，就需要较高的信用补偿。

第二章 债券基础

债券的要素

债券本质是债的证明书，购买者与发行者之间形成债务债权关系。它的基本要素包括：面值、到期日、利率、付息频率、有无担保、有无特殊条款、评级等。

★ 24诚通控股MTN010A		102481338.IB	3.23%	2044-04-08 (19.73Y)	中国诚通控股集团有限公司	
中期票据-中期票据		商贸零售	主/债 AAA/AAA	隐含评级(中债/中证)	国际评级 —	
详情	All Quotes	最新行情	历史行情深度	现金流	相同发行人	舆情资讯
债券信息			发行人信息			
债券全称	中国诚通控股集团有限公司2024...		发行人全称	中国诚通控股集团有限公司		
发行期限(年)	20		省市	北京市		
待偿期	19.73Y		企业性质	国有企业-中央国有企业		
实际到期日	2044-04-08		法定代表人	朱碧新		
本期发行规模(亿元)	60		实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会		
债券余额(亿元) ①	60		第一大股东	国务院国有资产监督管理委员会		
标准券折算率(%)	—		第一大股东持股比例(%)	100.00		
是否城投	否		东财行业	商贸零售		
利率类型	固定利率		YY行业	产业		
付息频率	一年一次		证监会行业	综合		
计息基准	ACT/ACT		国标行业	批发和零售业		
发行票息	3.23		企业地址	北京市海淀区中关村南大街丙12号...		
当期票息率(%)	3.23		YY评级	4+		
应计利息(元)	0.8672		最新主体评级(国内)	AAA		
下一付息日	2025-04-08			联合资信评估股份有限公司		
币种	CNY			2024-06-21		
内含特殊条款	—		最新主体评级(海外)	—		
最新债项评级	AAA			—		
	联合资信评估股份有限公司			—		
	2024-06-06		境内债券余额(亿元)	1,813.4695		
主承销商	招商银行		境内存量债券(只)	93		
担保人	—					

如果一张债券能在市场交易，它还会有自己的价格，相对于多数固定的票息率和面值，交易价格是随着市场情况波动的。

债券市场

国内主要有两个债券交易市场，交易所市场和银行间。

交易所

交易所市场，有上交所、深交所、北交所三个，自由竞价、撮合成交，采取价格优先、时间优先的原则，另有大宗交易，包括协议交易。

不过，交易所债市整体规模较小，个人合格投资者可以参与。

交易所市场下午15点收盘。国债期货下午15:15收盘。

银行间

银行间市场，成立于97年，是央行牵头，依托于银行间同业拆借中心和中央国债登记结算公司，发展迅速，是债券的主要交易市场。

交易类型:询价交易，交易双方自行协商交易要素。

交易方式:若非做市商，则为单边报价、点击成交，即报价方发出要约报价，受价方点击或匹配成交。做市商进行双边报价。

银行间债市，顾名思义，是面向机构投资者的市场，是场外市场。它从性质上便限制了个人投资者。

银行间债市，根据下午17:00左右交易情况，出收益率曲线，也就是这个时间段债市行情决定当日债基的净值；17:00以后债市仍有一些交易。

柜台债，是银行间市场的延伸，柜台的意思是商业银行柜台，现在也可以通过网银买卖。柜台交易营业时间内，开办银行对债券进行连续双边报价，在其开办柜台交易的营业网点挂出全行统一的债券买卖价格及对应收益率。个人可以参与。

个人参与柜台债比较方便，但个人直接持债策略上比较单一，只有持有到期策略，没有杠杆，最后收益率要低一些；因为都是利率债，所以持有到期也没亏损可能。

为何两个市场？

债券市场发展前期，发生了较多事情和乱象，到最后决心推倒重来，便有了银行间市场的建立。国际上主要债券市场也都是场外市场。不过，国外个人投资者可以通过中介参与债市。

为何限制个人买债券？

银行间市场，不让个人参与；交易所债市，个人投资者只能参与利率债，信用债需要满足合格投资者要求。而且即便满足合格投资者要求，能参与的信用债也是少数，评级较低的不可参与。交易所债市对个人投资者如此严苛，主要是此前部分个人投资者买入可能出险的信用债（价格较低），然后出险后通过非市场手段维权；有时候各主体需要谈判、处理债务，不得不先全额兑付一部分个人投资者。

债券的价值与价格

我们购买债券，是为了获得利息，并按照约定收回本金。债券的价格，就是为了获得这些现金流而付出的对价。

利息

债券投资者，通过购买债券的方式，把自己的资金转让给债券的发行人，供其在一定时间内使用，而债券的发行人未来支付确定的利息作为补偿。

这种补偿，通常来自两个方面：一个是投资者让渡使用权，机会成本的补偿，指的是投资者购买了债券后，没法投向其他可以产生利润的方向；一个是投资者承担风险，未来能否收回本金和利息是有风险的，如果没有风险-比如利率债-利率体现的就是货币的时间价值。

利率

债务支付利息的高低，用利率来衡量。金融学上的习惯做法，是用年为利率计算的时间单位。

单利：对已经计息且未提取的利息不计算利息；

复利：每过一个计息期，将上期利息并入本金，在以后一并计算利息。

债券的收益率

到期收益率YTM

到期收益率，在衡量债券中最常使用。

投资者以现价买入债券，持有至到期，所获得的年化回报率。债券未来所有现金流按照YTM贴现，现值恰好等于债券现价。

一般来说，计算YTM隐含以下假设：

- 1) 持有到期；
- 2) 未来现金流如期实现，未发现违约；
- 3) 收到利息后再投资，且再投资利率不变；
- 4) 不考虑提前赎回条款；如果有赎回条款可以计算赎回收益率。

资本利得

并不是所有的债券，投资者都期望持有到期，有很多投资者可能进入市场就是低买高卖，债券市场也可以如此。

买卖差价，是即时变现的实际收益，称资本利得。相应的，有资本利得，就有资本损失。

债券价格与利率敏感性

债券的价格，与市场利率成反比。市场利率上升，则债券价格下降；市场利率下降，则债券价格上升。

利率敏感性

当市场利率变化的时候，债券价格变动幅度如何，体现了它对于利率变动的敏感性。当市场利率变化时，债券价格的变化幅度越大，则债券价格的利率敏感性就越大。

债券价格波动的特征

- 1) 与利率负相关；
- 2) 债券价格波动不对称，即市场利率上升导致的债券价格下降幅度，要小于利率同等幅度下降导致的价格上升幅度；（债息保护+非对称波动，可以帮我们理解债市熊短牛长现象）
- 3) 期限越长的债券，价格波动幅度越大；
- 4) 当期限不断延长时，债券价格对市场利率变化的敏感度增加，但增加的速度呈下降趋势；
- 5) 低票息债券，对利率变化的敏感度更高。

债券价格波动衡量

基点

债基投资者，喜欢看到债券涨跌的百分比，比如涨了0.02%还是跌了0.02%；但对债市交易员来说，这一价格波动，却不直观。

债市描述债券价格，通常用YTM，到期收益率；描述债券价格变化，就用到期收益率的变化，比如到期收益率涨了0.02%或者跌了0.02%。0.01%作为一个基点，1bp，这样债券收益率变动，就可以描述为涨了多少基点或者跌了多少基点。

交易者使用基点来表达价值或利率变化的原因是因为它可以更清晰并防止任何歧义。这可以帮助加快沟通并避免交易错误。由于金融工具的价值通常对基础利率的微小变化非常敏感，因此确保清晰对交易者来说非常重要。

我们可以想象，作为一个交易员，你获得一个报价，某张债券现在以101的价格卖出；你第一件事是要做什么，是根据这张债券的票面利率和到期日，算出现在报价对应的到期收益率。

如果过了一会，这张债券的卖出价格变为了101.1，你需要再算价格涨了0.1%，对应到期收益率发生了什么变化。

所以，直接采用到期收益率报价，简单多了；直接用基点描述价位变化，也更直接。

久期

债券都有到期日，到期日距离现在，是到期时长。用到期时长来描述债券，会遇到一个问题：它没法描述债券的派息高低、派息频率。派息多少，会影响到收回投入的理论时间。

将债息和发放债息的时间考虑进来，即考虑债息现金流后，再综合到期时长，就得到一个综合数值，称久期。

到期时间长，久期就长；债息高，能提前收回一些投入，久期就会变短一些。如果是零息债券，到期时长等于久期。如果期限不变，债券的久期随着票面利率的降低而延长；如果票面利率不变，债券的久期随着时间增加而延长。

比如，现在10年期国债活跃券的到期时长是9.79年，修正久期为8.57年；现在10年期国开债活跃券的到期时长是9.66年，修正久期为8.399年；现在30年期国债活跃券的到期时长是29.43年，修正久期为19.67年。

久期，是收益率变动100个基点时候，价格变动的百分比。所以，知道YTM变动了几个基点，知道久期，也能算出债券涨跌幅度。

简单来说，久期代表债券价格对利率的敏感度。久期越长，敏感度越高，利率变动带来的债券价格波动越大。

久期短，利率风险小；久期长，利率风险大。利率风险包含两个方面，有利的话获得资本利得，不利时候遭遇损失。

随着久期增长，债券价格对市场利率变化的敏感性逐渐增加，但增加的速度呈下降趋势。

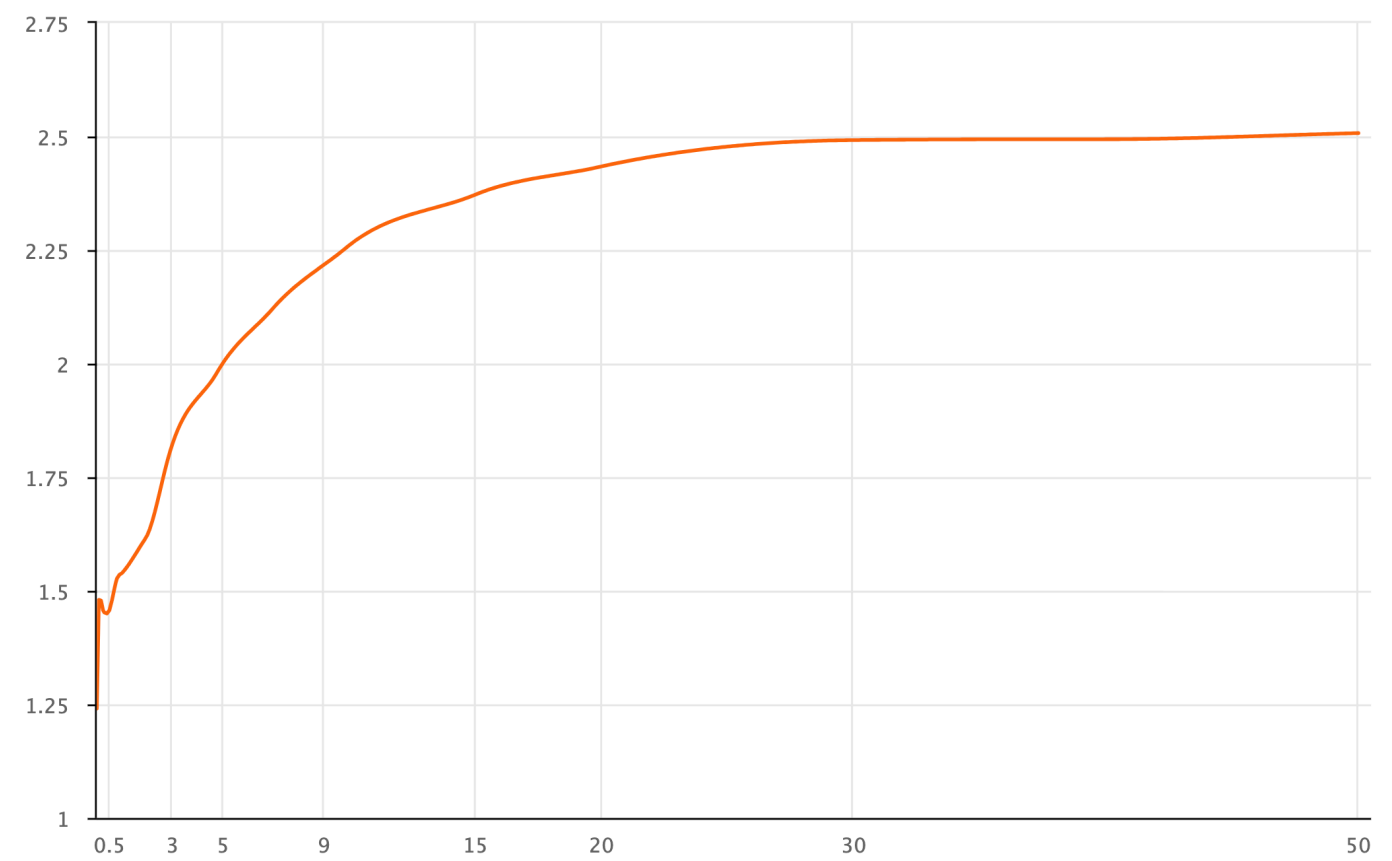
了解久期概念，可以提高抗击利率风险的能力。

第三章 收益率曲线

央行一直表示，需要维护斜率向上的收益率曲线。那什么是收益率曲线呢？

基准利率曲线

我们将不同期限国债的收益率，画到纵轴代表收益率、横轴代表到期期限的图上，就得到了一条基准利率曲线。



颜色	曲线名称	待偿期(年)	收益率(%)
■	中债国债收益率曲线(到期)	0.0	1.2407

一般情况下，到期日久，收益率要高一些；临近到期日，收益率会低一些；这样的曲线就是斜率向上的，是比较正常的曲线。

正常的曲线，金融机构比较从容。

当前央行并未明确将要进行收益率曲线控制（Yield Curve Control，简称YCC），不过确实更加强调对国债收益率曲线形态的关注，尤其是反复提示机构注意长端利率风险，且买卖国债后将能够直接影响收益率曲线。

查询收益率曲线，中国债券信息网-中债收益率。

什么是倒挂？

有的时候，远期利率较低，反而近期利率较高，称作倒挂。从模型来看，利率倒挂往往预示着经济衰退的风险增加。很多经济衰退，都发生在利率倒挂之后；倒挂的程度越深、时间越久，预示着对未来经济信心越弱。

曲线倒挂的时候，金融机构比较被动。

我们就能理解，为什么央行不遗余力喊话长端债券，不让它利率下行太快了。

有时候，一些货币政策也会导致倒挂。比如，美国加息期间，短期国债利率比长期国债利率高不少，这是由于高利率是暂时的；市场预期未来利率会回归正常。短端利率受加息后的资金成本影响，长端会反应未来利率下降预期。

美国降息，也需要经济先降温；所以，依然没有改变倒挂预示衰退的内涵。

收益率曲线的移动

根据曲线形态(平/陡)和曲线移动方向(下/上, 对应牛/熊)的不同, 收益率曲线可分为牛平、牛陡、熊平、熊陡。

牛平: 曲线整体下移, 但长端下移幅度更大; 债券牛市, 长债YTM下行多。
对应经济转弱、货币稳定。 滞涨期

牛陡: 曲线整体下移, 但短端下移幅度更大; 债券牛市, 短端YTM下行多。
对应经济触底、货币宽松。 衰退期

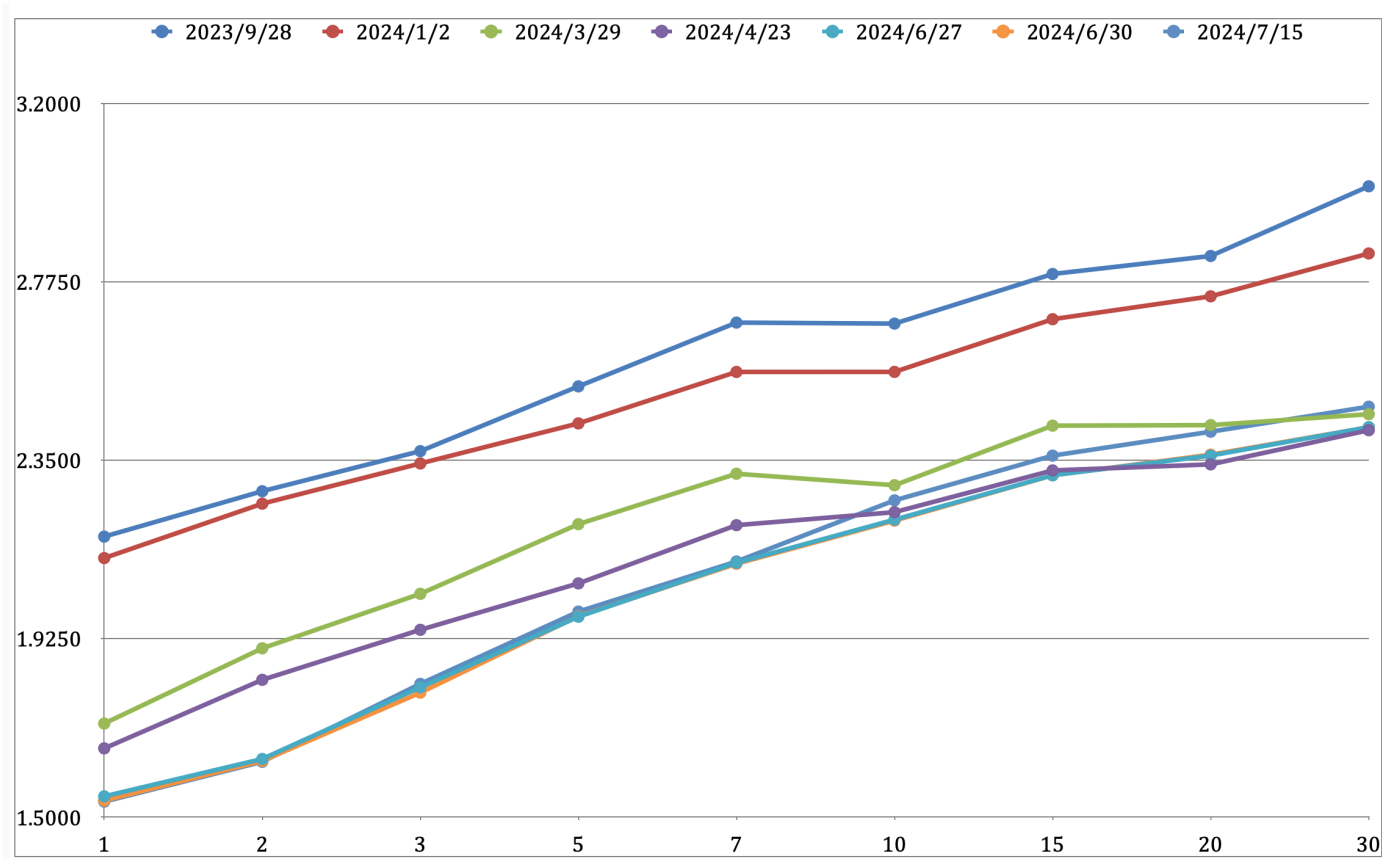
熊平: 曲线整体上移, 但短端上移幅度更大; 债券熊市, 短端YTM上行多。
对应经济过热、货币收紧。 过热期

熊陡: 曲线整体上移, 但长端上移幅度更大; 债券熊市, 长端YTM上行多。
对应经济复苏、货币调整。 复苏期

今年年初, 债市为牛平; 央行近期喊话、调节、借券卖债, 长端、超长端调整幅度较大, 短期调整方式为熊陡。

债券基金, 一般情况下不会空仓, 所以需要判断未来收益率曲线的变化。只有判断比较准确, 才能牛市涨幅大、熊市回撤小, 甚至熊市也能有不错收益。不同债基管理能力差别巨大, 也在这里, 因多数债基不会踩雷债券, 却会判断不好曲线。有时候有的债基出现高位追涨, 便是牛市进行了一段时间, 才跟随曲线。

过去一年，国债收益率曲线变化



第四章 利率债

利率债，想清楚它因何得名，就明白了利率债是什么。利率债，几乎没有信用风险，影响价格的主要因素是利率波动。
没有信用风险的，一般是国家信用背书。

利率债分类

国债：28.6万亿（2023年末），分为记账式国债和储蓄式国债；区别是能否上市交易。

政金债：24.3万亿（2023年末）；由三大政策性银行(国开行、农发行、进出口行)发行，募集资金用于国家基础产业建设和区域经济建设，有准政府信用背书。

地方债：40.6万亿（2023年末）；按偿债资金来源的差异，可分为地方政府一般债(约定以一般公共预算收入还本付息，但实际上可以通过发行地方政府再融资一般债还本)和专项债(约定以特定公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息，但实际上可以通过发行地方政府再融资专项债还本)。按募集资金用途的差异，可分为地方政府置换债(用于置换地方政府存量债务)，新增债，再融资债(借新还本)。

利率债，占了整个债市规模的六成。

利率债不同品种收益率为何不一样？

虽然同为利率债，但国债利息免税，免税效应使得国债收益率最低，比如国债-国开债有一定的利差。

国开债、口行债、农发债、地方债，相同期限有时收益率也有一定的区别，主要是流动性差别。不同地区地方债，也略有差异。

城投债的利率化，有没有风险？

经历化债后，城投债大涨。一方面是化债，信用风险降低；一方面是供给减少，但买债资金增加，资金推动。大涨后，城投债有些利率债化，风险定价低，整体到期收益率低。但城投平台的资质，说实话并未发生实质改变。我们需要保留一份冷静。

第五章 信用债

信用债，便是既会受到利率走势影响价格，还会受到自身信用影响价格。

信用债可分为：

产业债(融资主体来自非地方融资平台的实体经济，地产债也归入产业债)，城投债(融资主体为地方融资平台)，去掉政策性金融债后的金融债(融资主体来自商业银行、证券公司、保险公司等金融部门)。

城投债不是利率债，而是信用债，虽然市场一直认为它刚兑。

各个产业的公司发行的债券，比如钢铁公司债、地产公司债、煤炭公司债等等，有时候可以分析行业周期来判断产业债价值。

商业银行发行金融债，分为普通金融债、二级资本债、永续债，近期央行还发行了TLAC非资本债券，它们也属信用债。二永债由于自身次级属性，会有风险补偿，所以利率稍高于普通金融债。

中期票据，是一种创新工具，是非金融企业发行的债务凭证，一般期限3-5年，注册方便、灵活性高。它还有孪生姊妹--短融、超短融。

谈起信用债，大的门类就这些了。另外，还有资产支持证券（ABS）、可转债、可交债、非公开定向债务融资工具（PPN）、政府机构支持债券（汇金债、铁道债）等。

信用债，整体发展不快；现在城投债也开始化债缩量后，整体规模更有可能缩小。主要是产业公司贷款利率也较低，而且贷款不会因事件风险带来债市大幅波动，压力较小。

利差

衡量信用风险的补偿数值，可以引入利差概念。

利差是除了信用等级不同，其他所有方面都相同的两种债券收益率之间的差额，它代表了仅仅用于补偿信用风险而增加的收益率。比如AAA评级信用债与同期限国开债之间的利差，历史利差数值变化，可以看作估值。

信用债的违约

市场反馈上，暴露出一定违约风险的信用债的价格可以被砸到很低水平，且不同于股票市场存在大量散户，信用债市场的参与者以机构为主，流动性本来就较差，很容易在全市场范围内形成对存在信用风险的发债主体的一致预期，进而发生流动性踩踏。

不过，这种踩踏，有时候会成为机会。比如违约概率较低，但机构如果持有违约债券会比较麻烦，所以倾向即便小概率风险也卖出；流动性较差又导致卖出价格快速下行，综合违约概率、事件风险，可能会出现超跌现象。事件冲击过后，会出现大幅度反弹。

这一策略，在地产公司纷纷出险的时候，失效了。主要是地产公司的雷越来越严重；如果在刚出小雷的时候乐观一些，会踩到大坑。

除了地产债外，当下信用债市场整体风险较小，违约的数量较低。

第六章 同业存单

说起债券，其实主要有三类，利率债、信用债、同业存单。

同业存单是存款类金融机构在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证，作为一种货币市场工具，是债券市场的重要组成部分，也是货币基金常用的投资标的。说白了，同业存单，就是银行向金融机构揽储；可以为银行带来稳定的资金来源。

因为发行存单的银行不同，不同银行信誉不同，所以不同银行同业存单的利率也有差异。比如国有大行、股份行，一般评级为AAA。此外还有评级AA+的和AA的城商行、农商行等。

同业存单的期限，一般是1年以内，包括1年、9个月、6个月、3个月、1个月等品种；一般来说，随着期限变短利率变低（这是同业存单骑乘策略有效的基础）。

重要的短端利率

同业存单，评级高、信誉好，标准化产品便于二级市场交易，货币基金和短债基金重要的配置方向；同业存单利率，是比较重要的短端利率。

此前，同业存单利率一直围绕着MLF利率上下震荡，因为理论上讲同业存单融资和MLF资金之间存在着替代关系。

同业存单指数基金

个人也能参与同业存单，通过基金的形式。指数公司有AAA评级同业存单指数，基金公司发行跟踪这一指数的同业存单指数基金。另有AAA同业存单6-12个月指数和其指数基金。

同业存单基金，作为波动较低、流动性较好，回报率适中的产品，实质上其实可以作为货币基金的替代产品。一般来说，持有七天以上，可以赎回。一开始，同业存单基金也是这样宣传的，只不过后来明文禁止：不能将同业存单基金宣传为现金类产品。

不允许这样宣传是对的。同业存单基金虽然波动较小，但如果短端利率快速上行，债市大幅调整时候，也会伤及净值，产生下跌。虽然一般情况下，下跌结束较早且跌幅较小，但恐慌赎回也可能带来实质亏损，与货基几乎不可能产生亏损是不一样的。

第七章 可转债

可转债，即可以按照一定价格将债券转换为普通股的债券。根据这个概念，我们可以看出，它是债券，并且它可以按照特定价格转换为普通股。

是债券，就有债性：有到期日，有票息，可以计算出纯债价值；到期未转股的可转债，发行公司需要还本付息。

可转股，就有股性：特定价格可以转股，就有转股价值，同时依据正股波动情况也具有期权价值。

综合股性和债性，可以看出可转债“下有保底，上有弹性”。其中弹性部分，要看正股表现：正股牛市时候，转股价值高；正股大幅波动时候，期权价值高。

双低策略的失效？

今年，由于政策调整，低资质公司退市可能性增加。那低资质公司发行的可转债，退市之后会不会陷入没人管、没人问的状态，市场有所担心。这导致小

尾盘股票大幅调整的时候，低资质可转债也一度大跌。低价、低资质可转债投资策略，一度陷入被动。

其实，策略失效，主要原因还是不完善。运用双低策略，最重要的一点就是持仓需要极度分散，避免个体信用风险伤及账户组合整体表现。

我们看到，虽然有少数公司可转债没有价值，但出现大跌的可转债中，有些公司积极自救、盘活资源，他们的可转债最后也都稳住了。

第八章 衍生品：国债期货

国债期货最初主要是基于投资者规避市场利率波动的风险而产生的。有人规避风险，就有人承担风险，这个风险的承担者，便是来市场的投机者。投机就是在价格的变动中通过低买高卖获得利润的交易行为。

90年代，国内国债期货曾很活跃，后因炒作、逼仓等乱象关停。

2013年，5年期国债期货上市，标志着国债期货重启。

合约：面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义中期国债。

每日价格最大波动正负1.2%，最低保证金为合约价值的1%。

2015年，10年期国债期货上市。

合约：面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义长期国债。

每日价格最大波动正负2%，最低保证金为合约价值的2%。

2018年，2年期国债期货上市。

合约：面值为200万元人民币、票面利率为3%的名义短期国债。

每日价格最大波动正负0.5%，最低保证金为合约价值的0.5%。

2023年，30年期国债期货上市。

合约：面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义超长期国债。

每日价格最大波动正负3.5%，最低保证金为合约价值的3.5%。

实物交割的好处？

随着期货合约交割月份的临近，基差通常会逐渐缩小，最终在交割时趋于零，这是因为期货价格会趋向于与现货价格一致

交割时要选择最有利的交割券（cheapest-to-deliver bond），即投资报酬率最高的一个。

期货合约的交割制度，保证了标的现货与期货价格随期货合约到期日的临近而趋于收敛。如果在交割日，期货价格与现货价格不同，例如期货价格高于现货价格，那么套利交易者就会卖出高价的期货合约，同时买入低价的现货，在无风险的情况下交割获利。这种套利交易最终使国债期货价格和现货价格趋向一致。

国债期货策略

做国债期货，主要有四种思路：投机、套保、套利、对冲。

国债期货的投机策略

投机就是在价格的变动中通过低买高卖获得利润的交易行为。国债期货的价格也会随着基础资产国债现货价格的变动而变动，因此也会存在投机的交易行为。

投机交易根据预测涨跌方向的不同而分为多头投机和空头投机。所谓多头投机就是预计未来价格将上涨，在当前价格低位时建立多头仓位，持券待涨，等价格上涨之后通过平仓或者对冲而获利，同理空头投机就是预计价格将下跌，建立空头仓位，等价格下跌之后再平仓获利。在策略上，一般分为部位交易、当天交易和频繁交易。

国债期货的套期保值策略

在期货套期保值操作中，投资者会根据现货头寸反向建立期货头寸，其目的是使得期货和现货的组合头寸风险尽量呈现中性。如此操作的原因主要在于，期货和标的现货价格之间会存在较强的相关关系。国债期货套期保值原理与商品期货和股指期货基本相同，但是国债期货因为其合约设计采用标准券的概念，使其应用起来要相对复杂一些，其中会涉及转换因子（CF）、最便宜可交割债券（CTD）、发票价格（invoice price）等其他期货品种所没有的概念。

国债期货的套利策略

套利是指投资者利用不同资产之间的价差，同时买入定价偏低资产，卖出定价偏高资产，待价差回归合理后进行平仓了结，从而获取无风险收益的交易行为。对于国债期货而言，所谓的不合理价差关系包括多种情况。第一种情况是同种国债期货与现货间的不合理价差；第二种情况是同一市场、同种国债期货合约在不同交割月之间的不合理价差；第三种情况是同一市场、同一交割月的不同国债期货合约之间的不合理价差；第四种情况是不同市场、同一种国债期货合约之间的不合理价差。

国债期货的资产配置

国债期货可以为有国债配置需求的机构投资者提供更有效的资产配置工具，这主要体现在：

1) 低成本管理流动性和久期。投资者可以在保持资产组合不变的情况下，运用国债期货流动性好、交易成本低的优势，通过买入或卖出期货来更好地管理资产流动性和调节组合久期；国债期货可以迅速快捷地改变投资组合的久期，同时不破坏现有持仓，更小的资本投入；如果没有国债期货，投资者若想改变债券投资组合的久期，只能选择在现货市场上进行现券的买卖，市场冲击成本和操作成本会很大。

2) 构建合成资产，提高债券组合收益。资产组合管理者可以通过卖出债券现货，将资金投资于短期货币市场工具并建立期货多头头寸的方式来获取超额收益率。

交易收益率曲线变化

当投资者预期收益率曲线发生平坦化或陡峭化的变化，即不同期限间的利差发生变化时，通过国债期货可以进行基于收益率曲线形态变化的套利交易。

当投资者预期收益率曲线将更为陡峭，则可以买入短期国债期货，卖出长期国债期货，实现“买入收益率曲线”；相反，当投资者预期收益率曲线将变得平坦时，则可以卖出短期国债期货，买入长期国债期货，实现“卖出收益率曲线”。

今年初，债市走牛，而长端、超长端下行速度快，曲线上看牛平，卖出收益率曲线更优；近期，央行接连喊话长端利率，短端资金面却宽松，曲线上有可能陡峭。买入收益率曲线或是较佳策略。

股债对冲策略

有很多时候，股债跷跷板明显。今年初，股票市场一度大跌，债市则一路大涨。

依据这个规律，国债期货可以用来对冲股票市场回调的不确定性。比如股票多头同时长期国债期货做多。

第九章 利率分析与汇率

政策性利率有哪些？

公开市场操作 (OMO)利率，逆回购利率，SLO利率，SLF利率，MLF利率，PSL利率

银行间债券回购:存款类机构质押式回购利率(DR)，银行间质押式回购利率(R)

交易所债券回购:上交所回购利率 (GC/RC/FRGC)，深交所回购利率(R-)

存款类金融机构:一般贷款利率(在LPR基础上加减点生成，而LPR是18家报价行在MLF利率基础上加点报价形成)，存款利率(存款利率自律约定上限由存款基准利率加点确定)

现在，央行正在淡化MLF，LPR未来变化或与MLF脱轨；OMO利率重要性则提升，根据OMO加减点，形成利率走廊。

利率分析的框架

本质上，利率水平由资金供需关系决定。

货币决定供给，经济决定需求，信用作为中介变量决定了货币政策作用于实体经济的传导效果，近年来关注度也有所上升。由此形成了货币、信用、经济三大因素，三者各自运行、又相互影响，共同构成驱动利率运行的逻辑。

每当周期开始步入“经济下滑→货币宽松→信用扩张”过程，一场债券牛市蓄势待发;当周期开始步入“经济企稳→货币回笼→信用紧缩”过程，债券转熊也难以避免;如此周期首尾相连，循环往复，带来了债市的牛熊切换。期间，宽货币是债市的生命线，宽货币向宽信用攻坚发力的过程往往带来主升浪。

宏观指标

利率水平由资金供需关系决定。按照这一原则，在众多宏观指标中，融资需求越多的指标，对利率的影响越大。三大产业中，第二产业如工业增加值数据更为重要;三架马车中，投资数据相对于出口和消费而言也更为重要。

实体经济三驾马车：投资-房地产投资、基建投资、制造业投资；消费-居民消费、政府消费；净出口-进口、出口。

经济的“先行指标”。PMI(采购经理指数)是国家统计局每月最早发布的经济指标，加之PMI有13个分类指标，几乎覆盖了企业生产经营的各个方面，能够为市场掌握经济运行情况提供及时又丰富的信息。

比“先行指标”走得更快:高频指标。所谓“高频”指标，是相对于GDP、工业增加值、投资、消费、出口等“低频”指标而言的。搭建一套高频指标跟踪体系，从而为理解宏观经济运行提供微观证据。比如30城商品房销售数据、二手房挂牌价数据、土地成交数据、电厂耗煤和高炉开工数据、钢铁煤炭水泥玻璃等工业品价格数据、出口集装箱运价数据、地铁客 运量数据、货运物流指标数据之类。

经济增长的“影子”:通货膨胀。为了支持经济复苏，无论是实施扩张的货币政策还是财政政策，都会推动货币供应量增加，而货币供应量超过流通中的实际

需求量时，通货膨胀势所难免。温和通胀有一定好处，比如通胀带来的“货币幻觉”对刺激消费有一定作用，而恶性通胀则会“侵蚀”经济复苏的成果。

货币政策和财政政策

央行的数量调控。央行通过资产扩张创造基础货币，并通过调节基础货币来调控商业银行创造广义货币的能力。

2015年以前，央行主要通过在市场上买入外汇相应投放基础货币，为了吸收多余的流动性，还通过发行央票、提高准备金率等方式，进行了大规模的流动性对冲。

2015年以后，我国国际收支更趋平衡，外汇流入开始减少，人民银行开始通过公开市场操作向市场投放基础货币，货币政策的自主性和主动性进一步提高。

此外，央行调整法定存款准备金率时，基础货币的总量不变，但是基础货币的结构是变化的，即法定准备金和超额准备金之间转换，也会影响银行体系流动性的实际情况。

日常跟踪:实践中，观察货币政策取向主要看央行政策利率(7天逆回购利率和1年MLF利率)是否变化，观察流动性的松紧情况主要看货币市场基准利率(DRO07)一段时间内的运行情况。另外，季度的央行货币政策委员会例会、季度的货币政策执行报告、半年度的金融数据发布会也是重要的观察窗口。

社融。广义的信用指标，目前普遍使用的是社会融资规模。随着金融体系发展，贷款占整体社会融资的比重下降，直接融资、表外融资等其他融资方式兴起，也开始具有信用创造的功能，对贷款呈现替代效应，因此，口径更宽的社融指标应运而生。虽然社融指标在口径变更过程中也受到质疑(如政府债券的纳入是否合理)，但由于这一指标对社会融资的覆盖面较广，加之从政策层面到市场层面对其重视度较高，仍是考察信用扩张的重要指标。

除经济、货币、信用三大要素的影响之外，政策环境也同样重要。尤其是重磅的产业政策出台往往会给市场带来颠覆性冲击，且有时是突发的。跟踪政策踪迹，博弈政策方向，也是债市交易中必不可少的一环。

利率调控

央行的利率调控，以前：

过去几年的利率调控成果可以总结为“MLF→LPR→贷款利率”。首先，培育央行政策利率体系。形成以7天逆回购利率为短期政策利率和以1年MLF利率为中期政策利率的政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率为中枢波动。其次，用改革的办法疏通货币政策传导。2019年8月的LPR改革后，LPR以MLF利率为基础加点形成，LPR取代贷款基准利率成为贷款利率的定价基准。由此，解决了存在已久的“利率双规制”问题，使得货币市场利率和贷款市场利率都更好地体现央行政策利率调控的影响。

在此前流动性相对短缺的环境下，央行通过价格招标逆回购、MLF等，锚定机构资金需求开展操作，形成了“OMO利率——>DR等资金利率——>债券利率”“MLF利率——>LPR——>信贷市场利率”“OMO利率/MLF利率——>国债利率/LPR利率——>存款利率”的利率传导机制。

央行的利率调控，当下及以后：

现在，10年期国债收益率和30年期国债收益率，纷纷下行突破MLF利率后，新形势需要新机制，MLF政策利率弱化。

目前市场处于流动性相对充裕环境，央行通过“逆回购+买卖国债”的新组合管理短期、中长期流动性以及收益率曲线结构，可能形成“OMO利率——>DR等资金利率——>债券利率”“OMO利率/国债利率——>LPR——>信贷市场利率”“OMO利率——>国债利率/LPR利率——>存款利率”的新传导机制。

利率到汇率

中美利差

此前，中美利差多数时间是正的，即人民币利率高，美元利率低；较高的人民币利率可以吸引资金流入。

美国加息，国内利率下行，导致利差倒挂。现在中美十年期国债的利差约为-2%，即200个基点。

倒挂，会导致资金流向收益高的地方；加上股票市场熊市，不能吸引资金，导致汇率压力变大。

利差与汇率

近年来，国内利率持续走低，央行对人民币汇率也存在持续管控，使得人民币-美元货币对逐步呈现高息差、低波动的特征，日渐成为套息交易的热门选择。

理论上，人民币-美元套息交易应是借入人民币兑换美元并买入美元资产，但由于掉期点的大幅走低，对于债券市场而言，卖美元、买人民币并进行债券投资相对收益率更高-掉期成本，其实是央行承担了。

USDCNY 掉期点的持续走低有助于吸引海外债券投资者进入国内债券市场，主要投资标的集中于与掉期期限相当的 1 年期债券，一方面，或能与卖人民币、买美元的传统套息交易形成一定对冲，对汇率形成一定支撑，另一方面，或也将对短端利率形成一定推动作用。

第十章 债券组合与策略

债券组合是指由多种债券组成的投资组合。投资者通过构建债券组合，可以分散风险、优化收益和调整投资策略。

组合中的利率债策略：主要根据宏观经济政策的分析，预测未来收益率曲线的变动趋势，综合考虑组合流动性决定投资品种

组合中的信用债策略：信用债券投资策略具体包括久期配置、类属配置、个券精选策略等。

国债期货策略：一般以套期保值为目的，主要选择流动性好、交易活跃的国债期货合约进行交易,以对冲投资组合的风险；另外也可以调节久期或者快速建仓。

组合投资的意义

由于市场的不确定性，多元化组合能降低投资风险，是投资回报平衡化，比如债券多元化的投资组合可以降低违约风险。

债券组合的收益率不是构成该组合的单个债券的收益率加权平均值。计算债券组合的收益率的正确方法是，将债券组合视为一个单一的债券，使该债券组合所有现金流的现值之和等于该债券组合的市场价格的适当贴现率，即债券组合的到期收益率，也称作内部回报率。

2023年以前，城投债收益率高，但一些地区资质较差，时常出现事件冲击，市场上对城投债的质疑也一直有。2022年末，债市大幅回调，城投债跌幅较大，市场负面因素较多。我们认可城投债的价值，市场回调也给了好的机会，但处于当时阶段，也会担忧某个区域产生暴雷风险。采取，多个区域、极度分散持仓，就可以避免偶发信用风险，比如持仓超过百只个券。当然，最后没有一家出现信用风险；但不能因为未遇到信用风险，就忘了敢于下场正是有分散组合策略的支持。

债券组合策略

由于债券期限的长短是债券组合收益率的重要影响因素，而收益率曲线能够清晰反映出未来债券利率变化及走势。所以预测收益率曲线的未来变化，然后做出投资决策。这是主动、积极策略。

另外，部分投资者信奉市场理性，市场价格已经反应了现在和未来的可能性，所以他们不主动去寻找，而是采取消极策略。消极策略有两类，一种是免疫策略，使自己的组合免于利率波动的风险；一种是指数策略，跟踪某种债券指数。

骑乘策略

通常情况下，收益率曲线形态是斜着向上，即短端收益率低于长端；持有稍长的债券，等它变短收益率下行后卖出，继续买入长端。这样可以获得一部分资本利得。

骑乘策略依靠收益率曲线形态稳固，是债基的一项基本策略。

子弹策略

子弹策略控制债券到期日在某一期上，集中一个点，像是子弹头；这种策略适用于预期收益率曲线会出现陡峭化变动的情况，无论收益率曲线上移还是下移，都能获得更高的相对收益或更低的相对损失。

哑铃策略

哑铃策略，是在投资组合中同时配置风险特性截然不同的资产，以平衡风险与收益。这种策略的名称来源于其投资组合的形态——两端重量较大，中间相对轻盈，形似哑铃。比如一端集中在超长，另一端集中在短端。

指数策略

被动指数型，跟踪某个指数，又可以分为场外指数债基和场内债券ETF；现在发展较快、多获青睐的是场外指数债基。

债券指数债基，按照跟踪指数的类别，大致有利率债、信用债、可转债、同业存单、综合债策略几类。其中，又以利率债产品为主要类型。比如3-5年国开债（政金债）指数、7-10年国开债指数等。

指数债基，机构参与度比较高，因为它切合了机构需求：费率低廉、持仓清晰、策略稳定、透明度高、可预期性强。费率方面，主动型中长债管托费率普遍0.4%，指数债基普遍为0.2%。

当然，指数债基的发展，也离不开此前债券牛市因素。未来市场转为震荡市后，也不会式微，预计其方便工具的属性愈发明显。

结束语1:股票熊市、房子熊市对债市影响

传统上商业银行是债券市场最主要的投资者。但以银行理财及其委外为代表的广义基金，在2015年之后迅速成为债券市场最关键的边际配置和交易力量。

说起此轮债券牛市，固然有基本面定价和低利率托经济的因素，但市场演绎阶段，我们也能清晰看到资金推动的力量。

一个熟悉的名词不绝于耳，资产荒。

我们可以设想，如果股票市场回报率较好，或者房子市场稳健，这两个市场都能容纳大量的资金，还会有资产荒吗？这两个市场表现不佳，资金流出，而流出的资金最后只能直接或者间接流入债市。债市走牛后，赚钱效应下，这一流动被奖励。

30Y利率已经从3%左右，下行到2.5%以内，利差压缩，YTM大幅降低，反而吸引更多资金押注。风险是有的，但解决思路上，不应关注债市、资金，而应解决背后的根本性问题。

所以我讲，不愿意看到借券卖债这件事落地。本身，这样做影响太复杂了，房、汇、债、股牵扯，最后蝴蝶效应下终局如何是难讲的。

结束语2: 防范固收思维被利用

作为山东人，和固收从业者，我时常被外地的同业调侃：你们山东固收情节重，是不是市场好做。

固收情节重？其实，全国都这样的。

锚定一个利率后，很多人第一反应就是：它的风险没那么高，它承诺多少。

这么多年，我们见证了一些不良机构对这个心理现象的利用。从一开始的信托、P2P、互联网金融到金交所产品、定融、非标，再到收益权产品。

如果我们分析它们的底层逻辑，底层资产、底层现金流、偿债实力，都不会轻易相信他们。但如果只看到固收、固定利率、担保、保证这些词，就很容易轻信。

现在，这类产品依然活跃在市场中。发文禁止增加隐债，但很多地方依然有相关产品热卖，需谨慎。