

# 【寒飞论债】十年债券研究心得——固定收益研究培训演讲稿

## （徐寒飞）20170730

原创 2017-07-30 招商证券固收研究 寒飞论债

谢谢朱总，谢谢各位参会的各位客户。这个PPT我之前没有讲过，是把我这十年报告里的一些心得体会摘出来了，花了一点功夫，算比较难得吧。我研究宏观债券已经超过十年了：2005年到央行开始做研究，当时做的是货币政策和宏观方面的研究，之后分别在银行和其他券商做债券策略和宏观分析，现在来招商证券继续研究债券。

在来深圳的飞机上，我想到了道德经里面的一句话，“道生一，一生二，二生三，三生万物”。巧的是，我在写分析框架的时候，也只分为三个层次。因为三可以生万物，一没法生万物，二也没法生万物，只有三能生万物，所以一定要有三个层次。首先，我记得有一篇文章里讲过，人大脑接受的层次不能超过三个，因为超过三个就记不住了，第四个是什么就搞不清楚了；其次，一个层次太浅，两个层次又太少，三个层次正好。

我的分析框架，可能跟大家之前听的行业培训不太一样。行业里面有很多非常小的故事，有很多有趣的东西，有自己的一些亲身经历。大家都比较喜欢大牛股，对吧？但是在PPT最后我讲了一句十年的感悟，看股票走势最好的分析师也许是看债券的。为什么呢？因为股票看了半天只看到一棵树，可是看债券可以看到一片森林，你愿意为了一棵树放弃一片森林吗？

我这个报告分为几个大的部分。第一个部分，我会把我整个的固定收益研究框架给大家展示一下，这个框架也是我最近几天准备这个讲稿，把过去的东西合在一起揉了几遍，画了一张我认为比较好的一张图。然后我会把框架分为三个部分，分别给大家讲每个部分中需要注意的东西。

强调一下，我这个PPT不是教大家怎么去分析数据、怎么去预测CPI，怎么去预测涨跌、怎么去预测机构资产配置的行为，怎么去预测机构博弈。我觉得这些是形而下的东西，而我可能更多地讲一点我认为是形而上的东西。“道生一”，首先这个道都没搞清楚去讲后面的东西的话，没什么用。所以我们先把这个最基本的方法论搞清楚。思维训练是很重要的，至于说拿思维训练去干什么，我觉得那不重要，取决于每个人职业的选择和自己的工作。

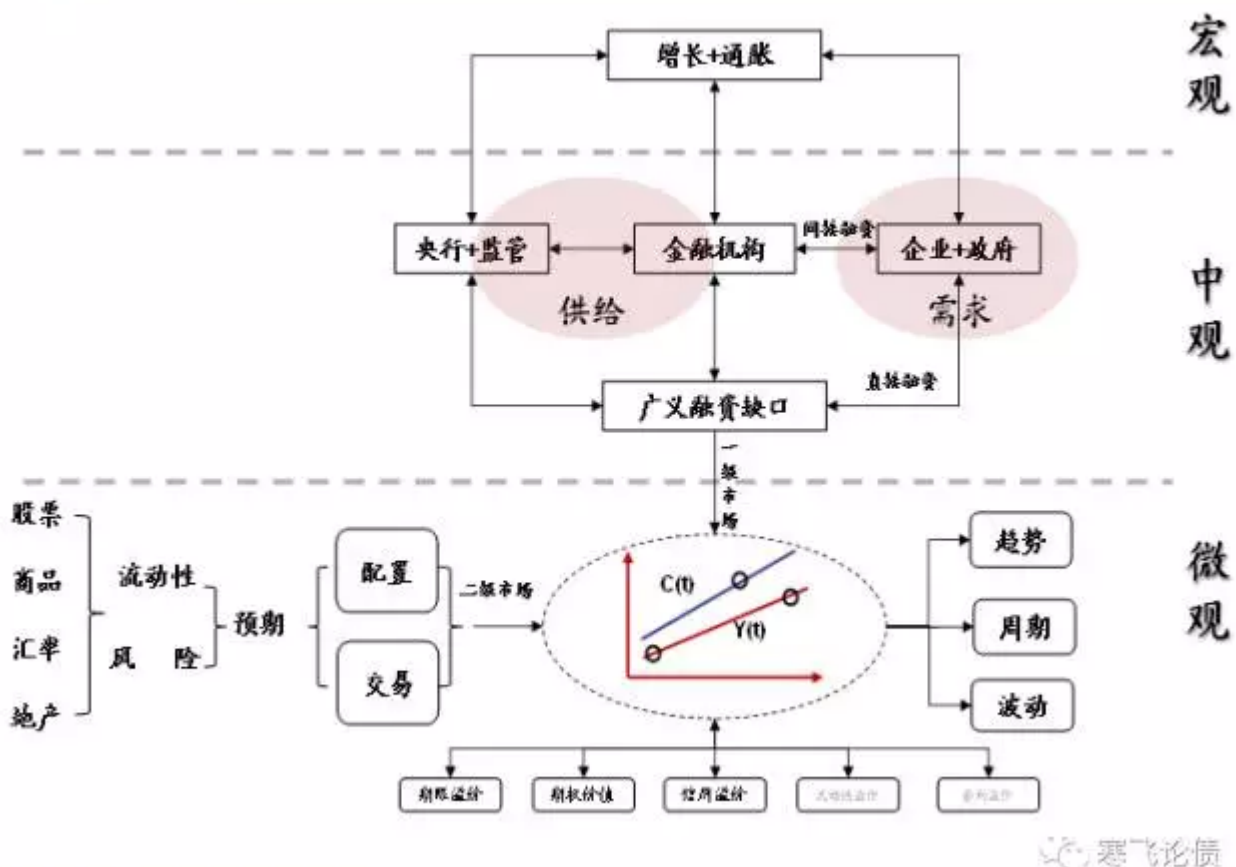
## 一、固定收益研究框架

### 1、固定收益研究框架

这张图叫“一图看尽债市分析框架”。当然我们还可以把它做的更细一些，把债券不同品种做更细致的划分。但为了简洁起见，更微观的层次我没有展示。图中虚线的圈里面，我们可以看到债券最核心的东西，两条线。为什么债券可以有更为宏观的视野去看资产的价格？因为债券市场可以非常简单地用两根线来浓缩，一条线是基准利率曲线，另一条线是信用债收益率曲线。每一条线对应的就是利率与时间的关系，x轴表示期限，y轴表示利率高低。我们用利率来度量债券的价格，就像我们

看股票的时候，我们不能光看股价，我们用各种相对指标来进行估值，例如PE、PB、PEG等。类似地，对于债券我们用利率水平度量债券的估值。这两条线，红色的代表利率债的价格，蓝色的代表信用债价格，两者之差叫信用利差。红色线条上长期债和短期债利差叫期限利差。这样可以非常简单地刻画债券市场。

图 1：一图看尽债市分析框架



寒飞论债

资料来源：招商证券固收研究

债市收益率受什么因素影响呢？分为两个层次。**第一层次就是增长、通胀**。当然这只是非常简单的描述，因为第一层次的要素不止这两个，还有就业等其他指标。这就是宏观数据。宏观数据不是直接传导到市场，我们要分析传导路径。也就是说，**宏观数据通过什么作用于市场呢？通过中观的机构，这就是第二个层次**。机构可以分为三个类型。**第一个就是与政策相关的央行和监管**。最近一行三会没有合并，成立了国务院金融稳定发展委员会。**第二个是金融机构**，泛指非监管类金融机构，包括银行及非银机构。**第三个是企业加政府**。为什么要划分这三个层次呢？因为不同的机构有不同的行为模式。**央行加监管主要是“管”，金融机构主要是投资，企业加政府主要是融资**，三者的行为是不一样的。这样的划分又回到了刚刚讲的“道生一，一生二，二生三，三生万物”的状态。

“管”是管什么呢？“投”是投什么呢？是钱。管是管钱怎么投，所以这两个讲的是供给。企业加政府是融资需求，是要钱干什么，谁在要钱，为什么要钱，要多少钱，钱从什么地方来的。这三类机构合在一起，最后结果就**形成资金的供给和需求，形成广义的融资缺口**，因为供给需求总是不等的。实际观察时我们看不到供给也看不到需求，我们只能看到一个数，既可能是供给也可能是需求，但它不可能同时是供给又是需求，因为供求总是不等的。这个时候**不相等就形成了供需的缺口，这个缺口就推动了整个利率水平的上涨和下跌**。

**需求可以通过两种方式来满足，一个是间接融资（第一层次），机构去跟机构去借钱，一对一的去找银行贷款；还有一种方法，就是在市场上去发债或者IPO，机构在市场上买债/买股，这是直接融资（第二层次）。**

为什么央行会影响到整个融资供给呢？就是因为增长太快了，通胀太高了，或者说是金融机构放贷的速度太快了等等。这些因素会左右货币政策的变化。为什么金融机构放贷会增加或减少融资供给呢，因为受到监管的影响，还会受到实体经济的需求，受到企业跟政府的需求的影响。为什么企业跟政府需求会增加或减少呢？因为海外出口的增加企业要借钱，去买机器或矿山，房地产火爆开发商要融资去买地，地方政府要做基建投资。

**这些东西汇总在一起，形成广义的融资缺口。**这是金融市场的净融资，和二级市场的交易不太一样。我们把它归类叫一级市场，金融市场的净融资今年1-5月份，整个债券市场净融资减少了4000亿。这是宏观到机构的传导路径，从宏观增长到金融政策到机构到融资，最后到缺多少钱从市场拿。

**第三个层次是二级市场的交易者，就是我们在座的金融机构。**一类金融机构是一级市场投资的，还有一类是二级市场交易的，这两类机构是相互作用的。比如说炒股和IPO打新股是缺一不可的。

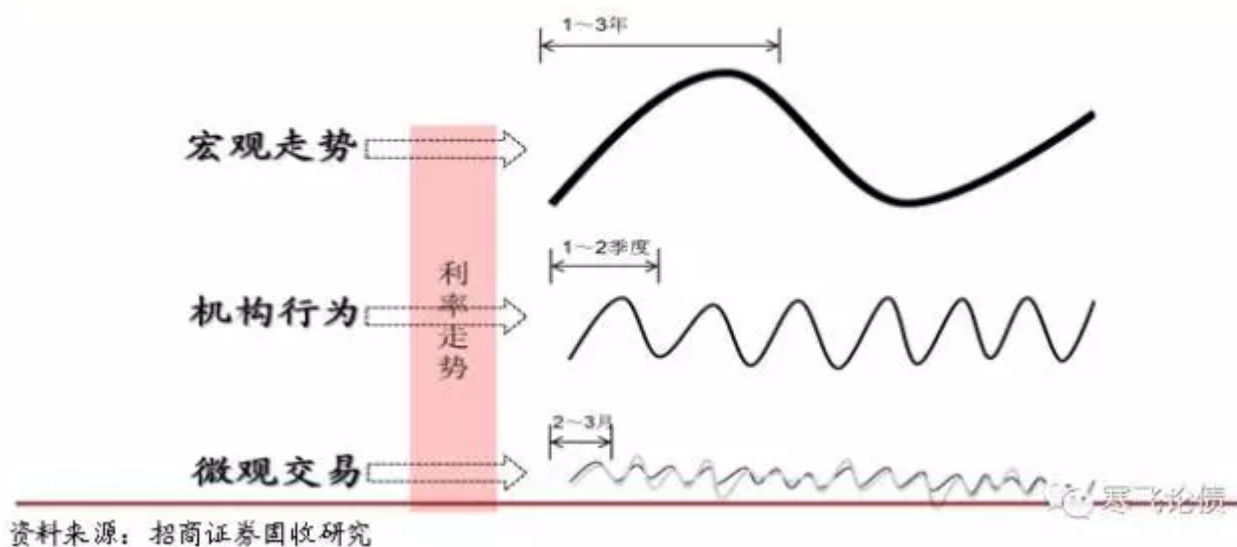
**第三个层次是微观层面的，投资者怎么确定收益率曲线呢？**通过大类资产，股票、商品、汇率、地产的资产价格波动，我们可以知道投资者对流动性跟风险的度量。当投资者都觉得资金面很紧的时候，所有资产价格都在跌，这个时候收益率肯定就会变化；当投资者觉得风险很大，例如2015年6月股票大幅下跌的时候，债券市场就涨了。当投资者风险偏好下降的时候，资金就跑到了债券市场。所以流动性与风险的变化就体现在股票、商品、汇率、地产跟债券市场的轮动上，最后就形成并且影响了**投资者预期**。

**投资者对流动性跟风险的预期会影响到资产配置和交易的行为。**债券市场有配置跟交易两类投资者，配置是长期投资者，交易是短期投资者。股票市场，特别是中国的股票市场跟债券市场一个很大区别就是，债券市场有真正的配置投资者，就是一段时间持续净买入，甚至持有到期；而股票市场，很少见到真正的配置投资者，大家都是在做博弈为主。最后配置、交易的相互影响就形成了二级市场的价格。

**价格或收益率的波动分两个层次，一个是趋势，上升还是下降；第二个是波动，随机的不知道方向。**资产价格总是由这两个组成的，我们要抓的是**趋势，忽略波动**。趋势是确定性，波动是不确定性。每个人都喜欢确定性，希望明天早上老板发的奖金妥妥地躺在办公桌上，一个信封上面写着预期中的数字。从债券收益率曲线能得到刻画市场微观结构的一些指标，大概有六种，期限溢价、信用溢价、流动性溢价等微观指标。这张图上从宏观数据、到中观的机构行为，到微观的市场是不断细化的，就像看一个东西是先拿望远镜，慢慢地走近看，最后是放大镜或显微镜，逐步从宏观到微观的一个过程。

我个人觉得这样的分析框架具有普适性，任何一个资产价格都是可以从这三个视角来看的。我们看任何事情首先要看一个大的背景，背景下面又有不同的机构，机构下面有很多细节。最终这三个部分，都会反映在收益率变化上，而收益率变化又分为趋势、周期和波动。分析资产价格都是这样三个层次，宏观定趋势，中观定周期，微观定波动，体现在利率变化的三个维度上。宏观的走势决定利率1~3年的走势；机构行为，中观的企业融资行为、银行的资产配置行为、央行和监管的政策行为合在一起决定周期；微观结构决定小的波动。利率的三个维度也对应着我们研究的三个层次。

图 2：利率变化的三个维度



个人理解，这样的分析框架，基本上能够把影响债券市场的大部分因素放进去，如果有新的可以加进去，比如债券通，放进机构，监管放松，机构多了海外机构，他们的行为可能跟国内机构不一样，会受到海外美元流动性和国内的一些全球大类资产配置的影响。微观层次上讲这个资产配置的行为就会增加一些海外的因素在里面。这个框架还可以微调，增减新旧因素，但整体上不需要做大的调整。

## 2、研究框架的“使用指南”

接下来需要搞清楚的是，那么这个框架怎么用？买一辆新车，销售会告诉你怎么开，山路水路下雨下雪有一个使用指南。对市场判断错误往往是使用不当，而不是这个框架不对。市场对分析师评价时就是看结果，看对了看错了。但其实分析框架是综合指标，我们应当提升对分析师的鉴别能力，不要一味以成败论英雄，单一的考核一定是有很大问题的。下面我讲一下使用分析框架的三个基本原则。

**第一个叫尽信书，则不如无书。**你完全相信这个框架，不如没有这个框架。为什么我很多年不想讲这个框架，因为框架一下把大家框死了，分析东西只能这个一二三、一二三，出来新的东西怎么办呢？市场跟框架不吻合就骂市场，客户不对就骂客户，其实最应该骂的是自己，是自己太执着。

**(1) 每一个分析师或投资者都有自己的视角，分析框架有很多种。**这个框架是我这么多年观察的一个角度，从宏观到中观到微观，是不读摸索得来的。“仁者见仁，智者见智”，每个人都可以从自

己的角度构建出适合自己的分析框架。比如银行的分析师会基于银行的负债缺口或流动性，央行会根据自己的货币目标进行调整。我框架中的三个层次事实上都是并列的，并不会偏重哪一个。

**(2) 即使是“最好”的分析框架也不能保证对市场的判断“100%”对，分析框架没有最好只有最合适。对市场的判断“正确度”最终还是取决于使用分析框架来分析市场的“人”。**同样一辆车开同一段路，结果是有人开得快有人开的慢，有人被罚款有人没被罚款，车的好坏、路的好坏可能占一定比例，但司机更重要。

**(3) “好”的分析框架应该是基于最简单最核心的经济学和金融学“原理”来搭建的，否则判断的失误差率将随着框架的“复杂度”而大幅上升。**如果看到一个人的分析框架有很复杂的逻辑，很可能都不对。我们在这里放PPT用的计算机，背后都是0、1。人类发明了二进制，用计算机的思维方式最简单的两个数字就可以完成许多伟大的工作。过去没有PPT，是自己手画再用投影仪投上去。好的分析框架，最核心最基本的要素不会很复杂，因为人的大脑只能理解很少层次的线性的东西，理解不了多层次非线性的东西。

**(4) 还有一些分析框架，读起来很过瘾的，但只能“描述”市场，无法“预测”市场，“事后诸葛亮，事前猪一样”，请投资者自行把握或者脑补。**有的框架始终对市场解释得很清楚，但就是看不出来为什么这样变化，无法预测。就像画家，有很多人一辈子就是靠临摹别人的画，也有的是靠创意和创作，我们不能否认别人的生存方式，但我要告诉大家什么样的东西可能是好的。

**我的一点感悟：“好”的分析框架是有生命力的。**我们写的文章每一个字都是有生命力的，每一句话每写的一个题目都灌输了能量在里面，见字如人，写文章如做人。为什么有生命力，因为可以重复使用，而且能够“进化”，跟着时代的不同可以不停地加新的东西，适应于不同的市场，在牛市和熊市中都有比较高的“命中率”。这就是“好”的分析框架的生命力所在。

有很多同志，十年如一日地看多，我想他肯定能看对，也有很多同志长期几十年如一日地看空，他肯定也能看对。不修正自己的分析框架，这有意义吗？一个好的框架必然是在市场大的波动中，总能根据市场的情况来具体地调整，至少能抓住牛市，降低熊市的风险，基本上能起到一个获取alpha的作用。

我个人单独看债券是从2012年开始，到今年2017年五年多（2007年到2008年也独自看了一年多），自我认为这五年我可能对了四年，错了半年，我觉得命中率还算是比较高的，也有很多人五年就看一个方向。他总会看对的，大家知道为什么吗？因为一个钟坏了之后，他一天可以对两次。长期一贯看一个方向总能看对。同理，对框架也不要太过于执著。

## **第二，分析框架需要多维度的动态视角。**

**(1) 宏观、机构和微观，对债券市场的影响是“多维度”的，不能简单线性相加映射到同一维度。趋势、周期和波动需要区别判断。**影响利率的因素不在同一个层次上，是不线性能相加的。只有当趋势、周期和波动同时投影在一个地方且方向一致的时候，就可以发出一个强烈的市场大幅上涨或下跌的信号。除此之外，这三个层次之间肯定会有分离。所以分析市场只能在一个维度上，多了看

不清，两个维度一个指东一个指西，最终市场这么走呢？比如很多人说，中期看空，短期看多，那应该买还是卖呢？不知道。所以就是长期看多、中期看多、短期看多，这个时候就是看多。长期看空、中期看空、短期看空，就是看空。其他情况，就只能看一个维度，不能加起来，只有三个维度方向一样时，才可以相加。

**（2）三个维度、各种因素对债券市场的影响，可以用参数或是敏感系数来度量。**参数可能是“时变”的，需要“实时”调整，这对分析师来说具有很高的难度。有的时候大，有的时候小，这就是市场魅力所在，我们要搞清楚，在一段时间里面，这个参数是怎么变的，变大还是变小。比如说最近一段时间，我们认为海外的关系跟中国的关系减弱了，这就是一个时变的参数。这个关系过去是很强的，美国跌，中国也跌；美国涨，中国也涨。但现在是美国在跌，中国在涨；美国在涨，中国在跌。两者的关系就有了一个减弱的迹象。我们去分析为什么会减弱，首先就要搞清楚，这两个市场是怎么联系起来的，这就是前面的分析框架。我们要搞清楚，中美债市是通过机构的行为联系起来还是微观的市场联系起来的。

**（3）债市的“微观结构”特征，在某些冲击下会出现“结构性”变化，导致分析框架暂时“失灵”，此时需要做的是：修正框架，并且修正相关参数。**比如经过2015年6月份的股灾，韭菜慢慢被割没了，股票市场发生很大的变化，生态系统里面没有韭菜，就剩竹笋了，以前拿把镰刀就可以，现在拿把砍刀才行。为什么大家开始搞量化？因为没办法，简单粗暴的投资模式已经不行了，只能用更精确的机器工具来榨取市场的超额收益率。为什么有时候我们要把自己的视野扩展一下呢，因为我们要从微观市场里跳出来去看看它的结构有没有发生变化：当羊已经变少的时候，你还不停地去把狼引来，那市场就会被摧毁，所以我们要关注微观层面的结构性变化。这个结构性变化往往是自己分析框架“失灵”的一个重要因素。有时候，你发现自己的框架错了，为什么中小板、创业板跌下去不涨回来了，为什么？大家都要去思考这个问题，比如“哎呀肯定会涨回来，这个东西估值一千亿妥妥的”，结果不是，估值变一百亿。所以说，当市场的微观结构发生结构性变化的时候，就需要深入思考。

你的分析框架突然“失灵”了，过去你习惯的那个模型突然不行了，错误的概率大幅上升，按照过去的投资模式，投资失败的概率大幅上升，就要思考两个问题了：一是分析框架跟市场微观结构，二是修正框架修正相关参数。

**（2）和（3）是联系在一起的，正是因为微观结构的变化可能会导致参数发生了“时变”。**再举一个简单的例子，年轻的时候跑十公里不喘气，现在走几步路就心跳加速，可能是花天酒地身体长胖了变虚了力气没那么大了，这就是你结构上的变化导致你行为的变化。所以我们总结一下，所谓“动态”，包括两个层次，既包括影响市场的重要因素是“动态”的，也包括这些因素之间的关系是“动态”的。因素都不是固定的，可有可无，可大可小，关系也是动态的，可近可远，可强可弱。

**第三个，研究框架怎么用？“多”不如“少”。**关于这点，我自己有深刻的体会。有一段时间，由于总能看对市场，我特别自信，意气风发，人进了那个状态没法出来，只有市场来打击你。每天我对市场上升下降都能找个理由出来，每周、每月都要预测市场，最后市场无情地教育了我。



**(1) 大多数成功的研究或者投资者，就是“少”做判断和预测，原因很简单，“常在河边走，哪能不湿鞋”。**你判断得越多，错得越多，最后结果还不如不判断，把投资集中在概率最高的事情上。用投资的话来讲，在确定性高的投资机会上下重注，要好过在确定性不高的机会上下小注。我们要缩小不确定性，千万不要把自己的业绩或结果，建立在对未来的预测上，因为我们每个人都看不到未来。看到未来需要超过光速，但这需要非常高的能量，我们都达不到。我们能看到的是人家过去犯的 error 而已，因此我们顶多能做到比别人少犯错。在这个黑暗森林里面，怎么样犯错最少？就是躲在那里不动等着别人去犯错。

**(2) 利率的三个行为，趋势、周期和波动，后两者对于投资和研究来说最为重要。**这么多年的经验告诉我，要把握住周期。因为趋势太长了，它超过了你的职业生涯和老板对你的考核周期；波动太短了，搞得每天焦头烂额，为短期的目标上蹿下跳；周期刚刚好，以季度为单位。所以说，最重要的是把握利率“上升”和“下行”周期的规律，在牛市中能够“跟上市场”。大背景下把握住“小波段”，能够取得“超额回报”。至于“趋势”，是经济学家用来讲故事的，事后也证明不了。美国30年的利率下行，每过几年就有个反弹然后又下行，从两位数到接近零，事先谁能看得清呢？80年代、90年代、2000年，那些经济学家干什么去了？也就是说，大的趋势其实是比较难预测的，包括中国的房地产，涨了20年，其间也有很多人看空，涨了就喊空，最终这些人也不知道去哪了。

**(3) 我个人有个习惯：一年观点最多变2次，“多”一次，“空”一次或者“空”一次，“多”一次。**如果我今年是多头，我就多一次空一次，如果是空头，就空一次多一次。变化不会再多了，我也做不出更多的预测了。因为我认为我的观测视角就是以两个季度为基础，一年正好四个季度。我对自己的要求就是这样。大家注意，我用这个规则抑制住了心中的贪念。贪念就是想多看对市场，对不对？跟大家去买股票，想多挣钱是一个道理。每次出手只挣10%，出手三次能挣30%。大家看有谁能控制住自己的手，每年只挣三次每次只挣10%？大家知道，巴菲特年复合回报就是20%，你已经比他高了，但没人能做到。挣了一倍下次股票还要挣一倍，争取今年挣10倍然后就财务自由明年就不干了。大家都这么想，我也这么想。但这不现实。

所以，我们要给自己制定一个规则，因为市场很残酷，无论是做研究的还是做投资的，都会面临非常大的竞争。少犯错，才是长期能在市场上混的必要条件。当然，我们还要足够聪明，也要足够谦虚，当然这是个人特质，就不多讲了。所以我认为趋势、周期和波动，后两者对投资和研究来说，更为重要，趋势是用来讲故事的。

形而上的东西讲了不少，下面讲一些具体的东西。

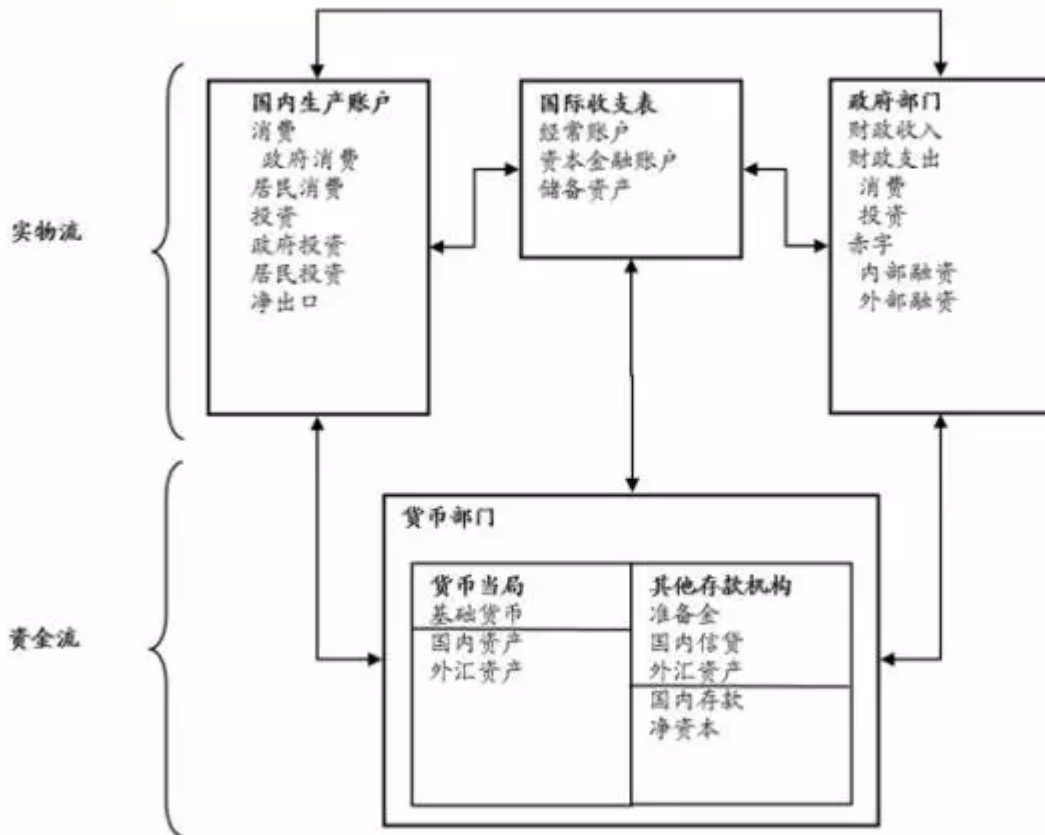
## 二、宏观

宏观部分我也不会讲GDP怎么预测，由什么组成，CPI怎么组成怎么预测，猪肉蔬菜怎么变还有天气怎么影响，这都太细节太boring了。我还是跟大家讲讲宏观的基本框架。

### 1、宏观研究的基本内容

下面这张图每个部门都做了一张表。宏观分析可以分为两个层次，**实物和金融**。实物流是服务加商品，怎么生产、分配、交换、使用；资金流，因为实物流在生产、分配、交换的时候需要通过资金，即货币作为媒介，所以产生了资金流。宏观若是切成不同机构来看的话，实际上就是这样几个部门，一个就是居民、企业、政府，然后海外部门，金融部门，就是这几个部门之间的关系。国内生产账户就是整个社会一年创造的财富，是消费掉还是投资了还是出口了，这是支出法，核算一年的财富怎么分配出去的。还有收入法、生产法等。海外部门的核心是经常账户、资本金融账户跟储备资产，政府部门主要是财政收入和支出等，货币部门分为央行跟存款类金融机构，央行最核心的基础货币，存款类金融机构最核心是货币信贷，下面一张图描述了各部门之间的关系。

**图 3：宏观研究的基本内容**



寒飞论债

资料来源：招商证券国收研究

拿到新的宏观数据，应当怎样去解读它呢？哪个地方好，那个地方坏？下面这张表做了一个分解，告诉你为什么2016年企稳。增长分为实际跟名义，实际又分为什么？需求上分三个层次，**投资、消费和出口**。投资里又分为地产、基建、制造业，每个里面都有许多因素，这些因素影响到投资、消费。**第二是价格层面，也分为需求跟供给**。需求分为消费品和工业品：消费品增加是因为收入增长；工业品增加是因为补库存，是因为经济增长有超额货币。供给的变化是因为食品周期、非食品的资源价格、成本以及供给侧改革。这张表基本上能把经济增长原因搞清楚，每个时间段有每个时间段的特点。



图 4：2016 年宏观经济企稳分解

		需求		供给
增长	实际增长	投资	地产↑      政府（财政\信贷）↑ 基建↑      民间↓ 制造业↓	金融地产泡沫↑ 实业（补库存乏力，企业预期未改善）↓
		消费	补贴（汽车）↑	
		出口	贬值↑	
	名义价格	需求		供给
		消费品	收入增速↓	食品周期↓
		工业品	补库存↑ 全球经济改善↑	非食品（资源价格，劳动力成本）↑ 供给侧改革↑ 海外原油限产↑

资料来源：招商证券固收研究

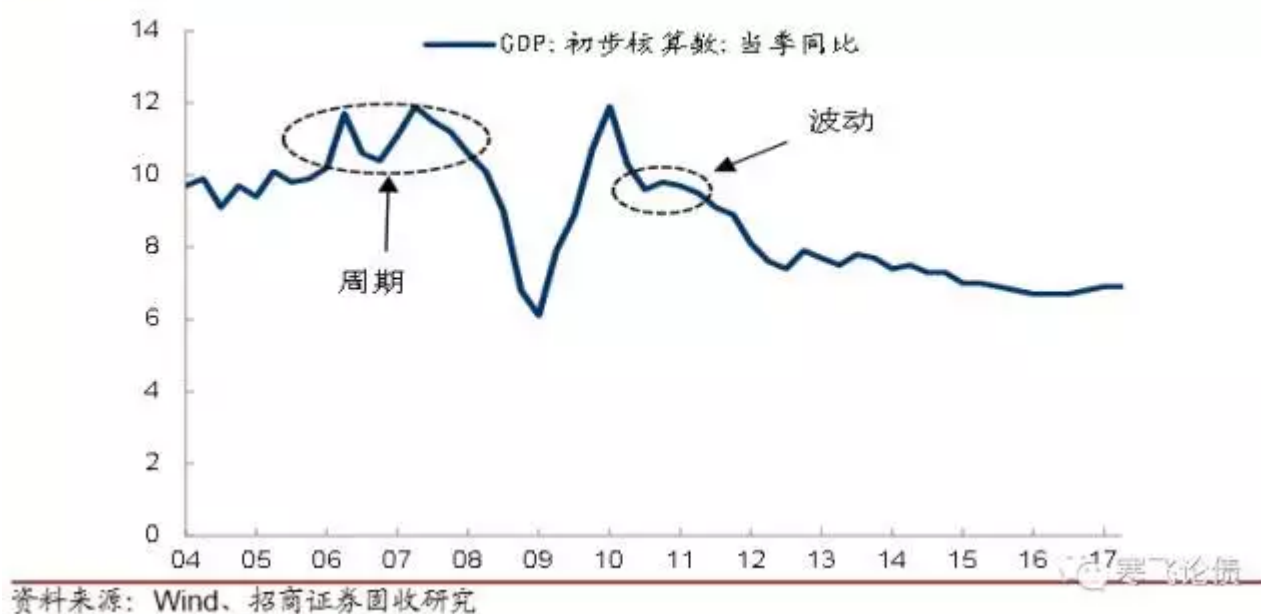
寒飞论债

2、宏观分析框架的使用指南

在宏观分析中，我个人认为，有四个大的概念是非常重要的。理解一个概念甚至比读一本书还重要。信息不重要，信息背后的逻辑才重要。逻辑由什么组成呢？就是由这四个概念。一定要学会区分。

（1）周期和波动：周期是确定性的，能描述得了，有规律的，知道上去了就要下来，比如5年经济周期，3年繁荣，2年衰退。波动是无规律的，不可描述的，可能由于偶然的冲击，带来的经济出现“反周期”的变化。例如学区房在2016年猛涨，大部分人不知道二胎政策让一线城市小孩多了不少，这事先预测不了。这两者一个是收益一个是风险：周期就是看经济上下起伏，波动是经济貌似短期上去了，之后下行，一去不复返。2011年的经济好转就是个波动，不能认为上去了还能上很高。这就是周期和波动，在宏观变化里要区分一个变化是周期还是波动。

图 5：周期和波动



(2) 外生和内生：外生冲击是来自经济体“外部”的因素，与经济体本身无关；内生冲击是来自经济“内部”的因素，经济体系会“自发调整”。例如股票跌了自己又涨回去了；或者说一部分股票趋势性地下跌，涨不回来了。创业板跟漂亮 50 差异越来越大，这可能就是受到外部的影响。所以在看影响市场的风险因素时，要区分是外生的还是内生的，内生的还会涨回去，外生就不涨回去了。也就是说内生都是“可逆的”，影响也是短期的。外生冲击会对经济体系造成“不可逆转”的影响，一般来说都是中长期的。

(3) 需求和供给：要区分冲击是来自需求端还是供给端。需求层面的因素弹性比较大。比如去商场买衣服，这个衣服颜色不好看，太长或太短，或者太贵就走了；可卖衣服的兄弟付了一年的房租，还有水电费，必须得卖。所以供给还在，需求已经没了。需求弹性很大，与短期因素相关，比如降价了，容易受到预期影响，供给层面的因素则缺乏弹性，往往与长期因素有关，包括人口、技术等等。

经济中大部分冲击来自于“需求”，少部分来自于“供给”。供给的因素比较难找，但真正有价值的东西是变化缓慢但影响比较强的因素。所以别人告诉我，要多读中国的历史，因为只有中国的历史是上下五千年没有间断的，国外的欧洲、美国的历史都是后人写的，掌握了历史才能找到长期的因素。比如不止一个学者说过，其实中国五千年，最关键的是财政，政府和老百姓之间的关系，其他的东西都是花样。

我们可以通过“价”和“量”的相对关系来分析来自“需求”还是来自“供给”。看这个图可以发现，我们度量宏观指标时有两个指标，一个就是蓝色的线，固定资产投资的增速，是需求；一个是红色的线，工业增加值，是供给。为什么对未来的经济增长，我个人觉得有点悲观呢？因为 08 年工业增加值增速比固定资产增速高，也就是供给比需求高，我们现在又看到了这个情况。往后不知道供求会怎么变动，但我国历史上实际的投资需求始终要高于工业生产，需求一直比供给高，经济增长的情况一直比较好，2017 年已经出现了逆转，值得警惕。

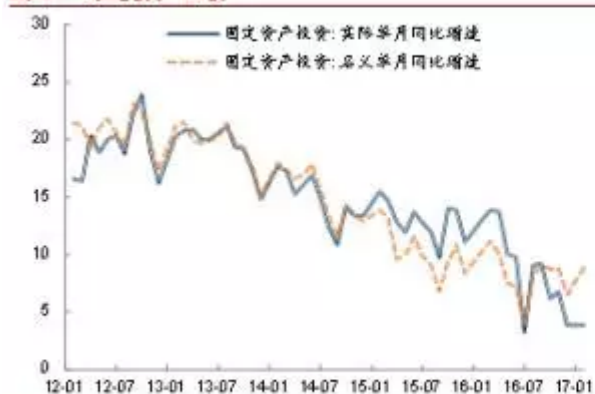
图 6：需求和供给



资料来源：Wind、招商证券固收研究

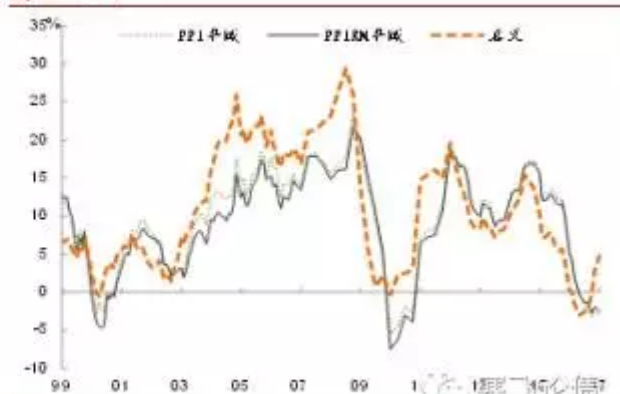
（4）名义和实际。有时候宏观变量是受到价格因素的影响而表现出比较强劲，比如说当下企业的利润、投资的数据。价格的变化会增加宏观变量的波动，所以我们要把它过滤掉。名义变量无法反映真实的数据，所以实际的我们要用价格指数把这个名义数据平解掉。举两个例子，一个是固定资产投资，名义的固定资产投资是反弹的，市场说不对，超预期，把价格去掉后是下降的；看库存，名义是反弹的，去掉价格后又消失了，赌库存上升时实际上是在赌库存价格的上涨。

图 7：固定资产投资



资料来源：Wind、招商证券固收研究

图 8：PPI



资料来源：Wind、招商证券固收研究

### 3、宏观与市场的关系

宏观对市场的影响可以分为两个层次：直接影响和间接影响。所谓直接影响是指宏观数据公布时，就反映了实际的流动性变化。比如固定资产投资反弹就反映当月信贷增加，银行就会少买债，债券收益率就上升，这是同步的因素，就是直接的影响。可是我们在看宏观数据的时候，不是要看这种同步的影响，因为它无法提前预测。直接影响每天是实时发生的。地方政府修了条高速公路对债券的影响很难分析，因为微观的变化最后过渡到宏观上，很难觉察。

对债券市场投资者来说，最关键的是宏观数据的前瞻性影响，直接影响实际上很短暂。所以我们一般是要考虑间接的影响，就是宏观数据公布的时候，我怎么得出关于未来的信息，这是非常关键的。宏观数据本身的变化会影响：（1）二级投资者对各大类资产收益率的预期。这个数据出来后大家会根据这个数据去预测未来的数据，然后去判断未来的数据对大类资产回报的影响。（2）宏观经济政策的制定。央行也会看到这个数据啊，也会把当前的数据外推到未来，如果经济会持续过热那么政策要收紧。（3）机构资产配置行为。银行看到这个数据可能收缩或扩大贷款，可能开展同业业务或发展理财。三个层次东西合在一起，最终通过预期（中长期利率）、流动性（短期利率）、风险偏好（风险溢价）影响资产价格变化。

我们看数据的时候要看到未来数据的变化而不是当前数据的变化。比如当前数据很好我们看到的是未来会变差，有的人看到的是经济会持续往上走。值得注意的是，要区分这个数据的影响是周期还是波动。如果是周期它的走势是受到周期的“上下限”约束的，如果是波动它可能会有“惯性”。在判断宏观数据走势的时候，怎么样前瞻性地去看数据，这才是对投资比较重要的。

### 三、政策

#### 1、央行与监管“双支柱”

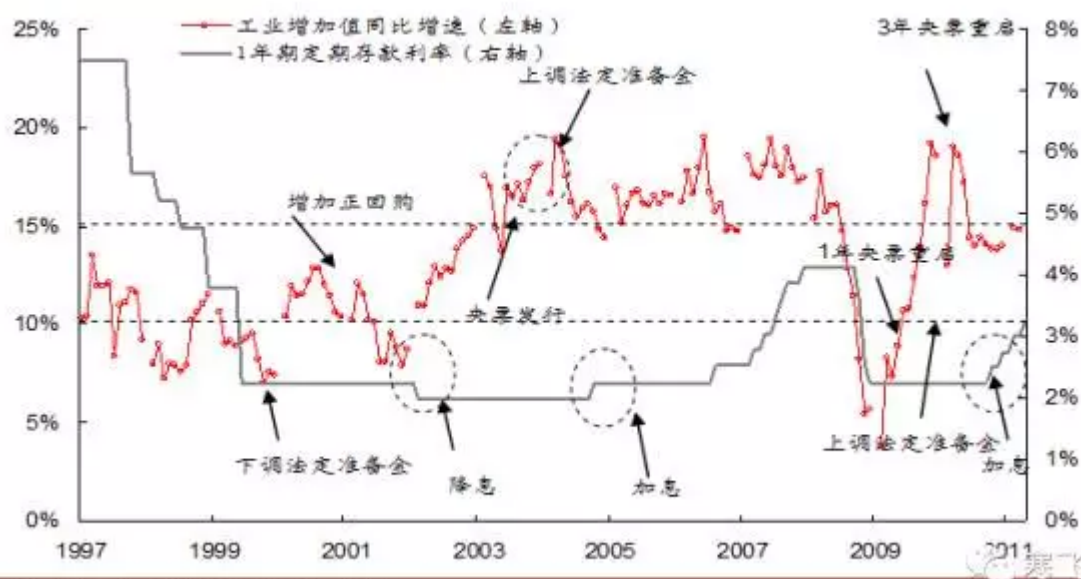
现在看来，政策比过去升级了，是货币政策2.0版本。央行与监管是“双支柱”的货币政策，就是央行既管货币政策还管资产/信用。狭义的货币政策只管“货币”，所谓货币政策就是只管货币的，1996年开始央行将广义货币供应量作为中介目标。确定了管货币的政策目标。后来发现管货币管不住通胀，广义的货币政策也开始管“信用”，2006年开始，央行恢复了“信贷额度”，2016年央行推出MPA考核，对“广义信贷”增速进行考核。

监管政策往往是静态的，包括资本充足率、流动性比率等指标。比如巴塞尔协议，规定每家系统重要性银行的指标需要达到某个更严格的标准。这种静态指标对商业银行的影响是“暂时性”或者“一次性”的。

超预期的往往是“动态”的监管政策。有时候监管部门会基于某种“宏观调控”的目的，动态地调整监管政策。在执行口径上“或紧”“或松”，突然间加大或减小执行力度。我国现在的政策都是有弹性的，弹性大小取决于当前的形势、实际需要，或其他目的。

货币政策我画了一张图，这里面有放松有收紧，有很多工具。央行公开市场操作、加息、准备金、央票、正回购、逆回购等，近期又有非公开市场操作，各种粉，如SLF、MLF等。

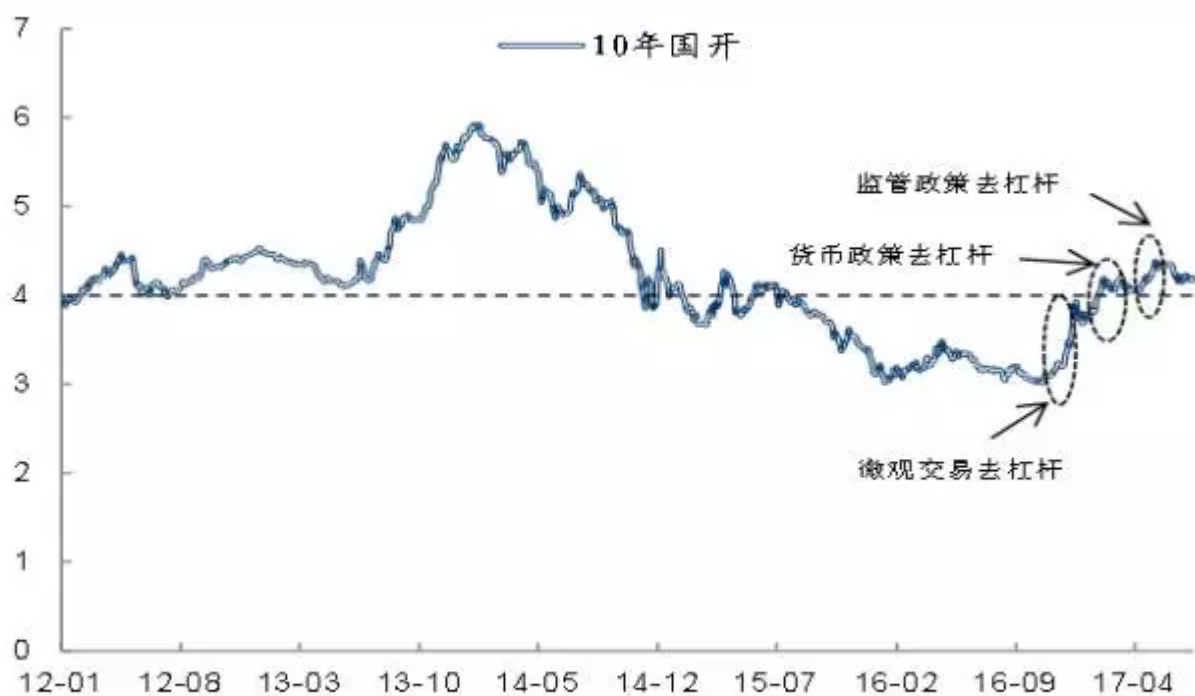
图 9：央行货币政策工具



资料来源：Wind、招商证券固收研究

下图归纳了今年我们看到的政策对市场的影响，央行与监管“叠加”影响。2016年四季度以来，债券市场经历了三波调整：（1）微观交易去杠杆。以代持事件爆发为标志，市场微观“加杠杆”模式的崩塌带来了一波剧烈调整。（2）货币政策去杠杆。央行通过公开市场操作来跟随美联储来“收紧”货币条件，引发资金成本继续抬升冲击债券市场。（3）监管部门出台密集监管政策“去杠杆”。同业存单利率创出新高，推高债券市场利率水平。有时候两个政策在叠加，有时候两个政策又在相互对冲。

图 10：央行与监管“叠加”影响



资料来源：Wind、招商证券固收研究



## 2、政策与市场的关系

政策对市场的影响也分为两个方面：货币政策通过公开市场操作，影响到短期流动性和收益率曲线的短端；MPA和监管政策，会影响到商业银行现在的资产配置行为（包括信贷投放）以及未来资产配置的行为，从而对收益率曲线的中长端产生影响。

政策也有外生性和内生性：外生性的政策，意味着无法通过市场的自发调整而对冲掉政策的负面影响，会导致市场严重偏离“合理”水平。例如15年股市暴跌后市场的成交量再也没有回到当时的水平。内生性的政策，政策本身可能会随着市场的变化而出现变化，资金面紧张央行政策就松一点，资金面松了就紧一点，内生于市场流动性变化。市场会在“合理”水平附近波动。换句话说，内生性的政策对市场的冲击具有“均值回复”特点。

## 四、机构

### 1、机构行为

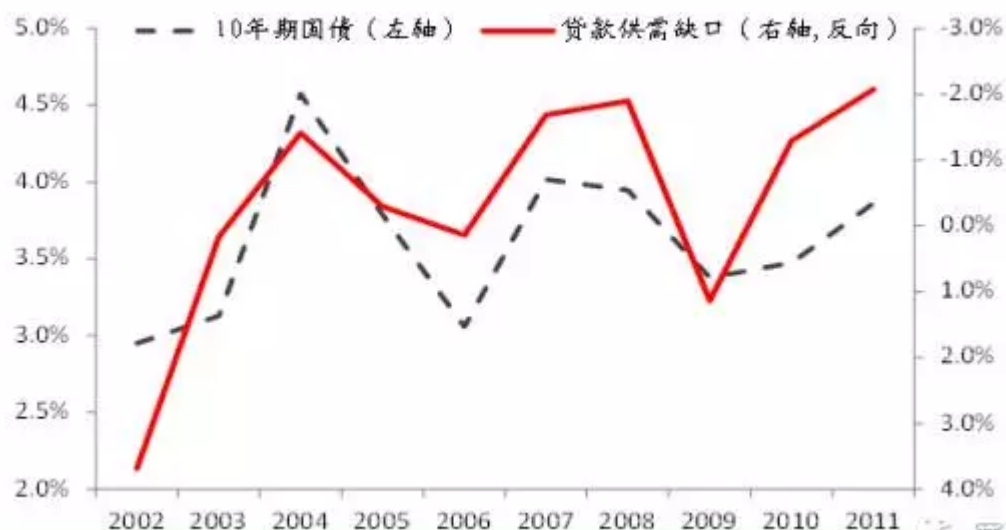
机构的行为包括投资行为和融资行为。

投资者行为是不同投资者在进行债券投资时面临不同的约束采取的行动。为什么分析投资者行为？因为不同投资者的行为不一样，每个人对市场价格的影响不一样。银行和保险还有公募基金、券商行为都不一样，投资约束不一样资金成本也不一样，因此可能会存在对不同债券产品的偏好。

债券发行人融资时可以根据自身的融资需求和市场价格来确定发行的量和节奏。在不同的融资周期里面，融资需求不一样；资质比较好的发行人，很可能会根据债券利率和利差来调整发行量。有意思的是，资质比较好的发行人（比较理性的融资者）的融资行为是内生的，而庞氏骗局融资人的行为是外生的。大家看一个市场值不值得投资，重要的是融资人。好的融资人多，则投资比较简单，容易获得正回报。比如说每个股票的发行人或上市公司，都只是想从市场捞钱，那你说挣钱有多难呢？如果每个债券发行人，都不太想违约，那这个时候你挣钱是比较容易的。所以为什么股票市场是“牛短熊长”，债券市场是“牛长熊短”，是市场本身的基因决定的。好的融资人多，牛市就长；少的话牛市就短，这也揭示了两个市场的本质差异。

机构行为的变化会影响利率水平，因为利率是交易出来的。如图所示，我们分析了贷款的供需缺口，当贷款供需缺口扩大时，利率上升，反之下降。这说明，商业银行在增加信贷配置时利率水平是往上走的，在缩减信贷配置时利率水平是往下走的。

图 11：信贷供需缺口与债券利率

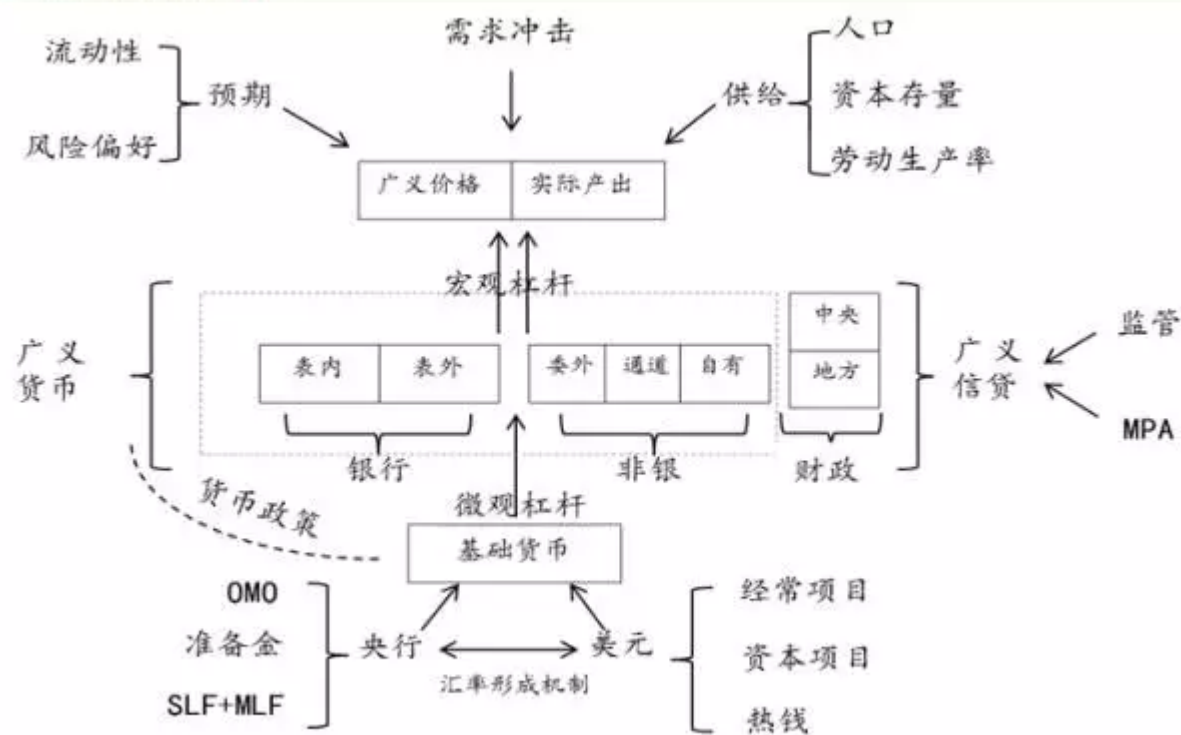


资料来源：Wind、招商证券固收研究

那么机构行为，怎么会嵌在宏观和货币政策之间呢？我们以“金融去杠杆”为例来说明。“**金融去杠杆**”就是要影响金融机构行为。那它是怎样影响的，怎样导致去杠杆的呢？下面这张图也分为三个层次：实体经济有融资需求，就需要向金融部门借钱；金融部门就需要央行发基础货币。两个“杠杆”（微观和宏观杠杆）也很明确，金融部门钱不够了就要找央行借钱或提高资金成本，这个传导过程反映了实体、金融、货币政策的三者关系。图中又把实体经济分成了需求冲击、预期冲击和供给冲击三类，中间的广义信贷受到MPA和监管约束。

资产负债表怎么形成的呢？经济中有很多部门，表内的、表外的、非银的、中央财政、地方财政、企业（包含居民），就形成了金融机构的资产负债表。这就是地方债、国债，地方的融资，企业/居民的融资。中央跟地方债的发行，也是加了杠杆，所以不能去掉。“金融去杠杆”去的就是微观杠杆跟宏观杠杆，结果就是中间的“广义信贷”会缩小，社会上的资金会下降，融资成本会上升。

图 12：金融去杠杆



资料来源：Wind、招商证券固收研究

## 2、机构与市场的关系

机构跟市场的关系特别明显，机构就是市场的重要部分。机构的资产配置行为带来了资产价格的波动；**一致性的行为带来“趋势”，往往形成资产“泡沫”；不一致的行为带来“波动”，往往带来“机会”。**市场机构构成的特征是市场的“重要特征”，需要关注政策和市场的变化，这将推动市场机构的“结构”发生重要变化，比如近几年“非银”的崛起，委外、非银资管以火箭般的速度在扩张。市场对宏观、政策的敏感系数的“时变性”，除了市场微观结构的特征变化外，还有一个背后的根源就是机构构成特征的变化（这里我们不细讲了）。

## 五、微观

### 1、微观结构

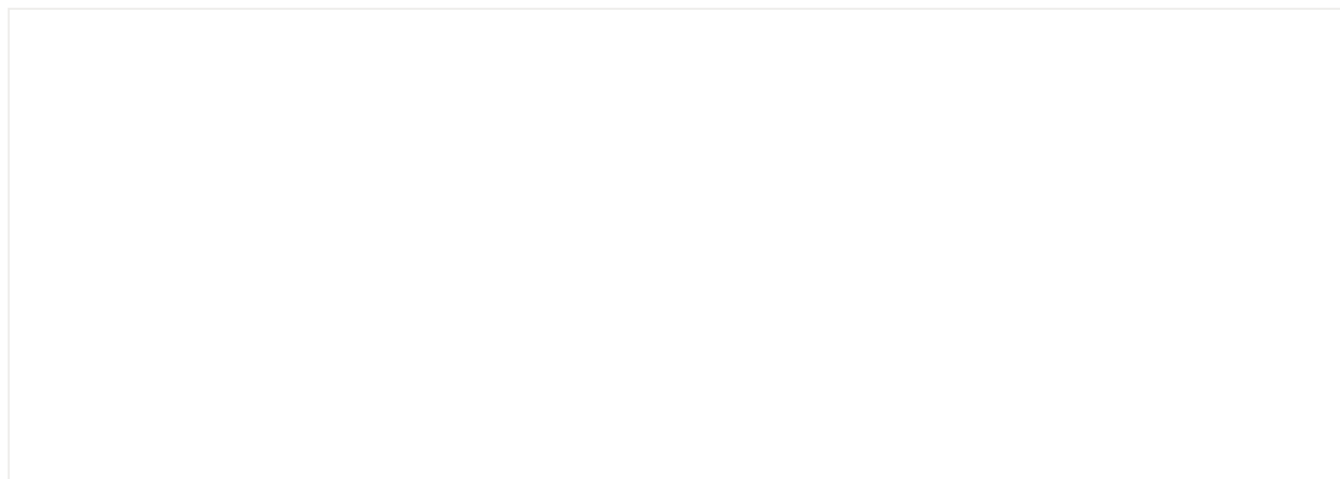
前面讲了两个层次，都说空中楼阁，都是纸上算出来的。真实的只有一个，价格/利率。价量是真实的，除此之外都是不真实的。市场微观结构是“真实价格”数据的体现。“宏观”或者“中观”判断，对趋势和周期的判断，需要有微观基础，否则就是“无源之水”，没有办法验证是对还是错。通过微观结构的分析，可以验证基于“宏观”/“中观”的看法；此外，微观分析还能够发现“宏观”/“中观”无法发现的市场“趋势”线索。大家想，一个周期，从上行周期到下行周期，怎么出现的呢？拐点是怎么发现的呢？就是从市场微观结构中去捕捉。

微观结构由静态的“因子”和他们之间的关系——动态的“逻辑”组成，缺一不可：静态的“因子”就是用来描述微观结构的单个指标，我们有很多描述市场的单个指标，大家在做股票时也有很多，技术

分析也属于微观结构的一种。动态的“逻辑”用来描述“因子”之间的关系。各因子之间有什么相互影响相互验证的关系，汇总成对微观结构的整体把握。

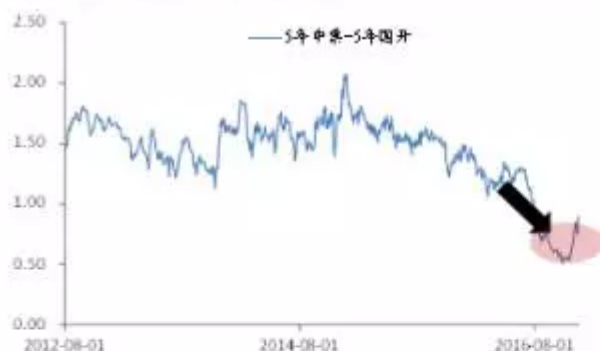
## 2、市场过度乐观的微观证据

举几个例子，去年为什么会出现暴跌？在暴跌之前有暴涨，有泡沫。大家来看利率债的过度投机，10年债跟7年债，正常情况下，10年债要比7年债收益率高，大概高10bp左右。但在2014年之后，我们看这两个值，因为投资者过度地把10年债作为交易品种，导致10年债反而要比7年债收益率低将近10bp。这表明市场有点“炒过头”。国开跟口行之间的利差也由正转负，从过去高20个点到泡沫的时候低20个点。大家都用国开做交易，导致国开的收益率下行太多。如果把一个品种炒得太多，这个市场就有点过热。好比大家现在把“漂亮50”炒得太热，茅台涨那么高，也有过热的迹象，会不会也崩盘，真不好说。



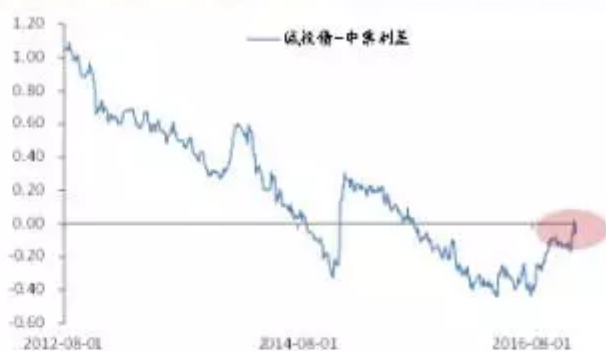
信用债的过度投机使得信用债的利差也创下新低。城投债跟中票直接的利差从过去高100个点到低40个点，变化有140bp，非常非常大。过去三年最大最牛的品种是城投债。它赚取的alpha，比别的信用债收益率还多下来140个点。此外，我们还看到了长期债期限利差到低位，超长债与长债的利差到低位。

图 15: 信用债的“过度”投机



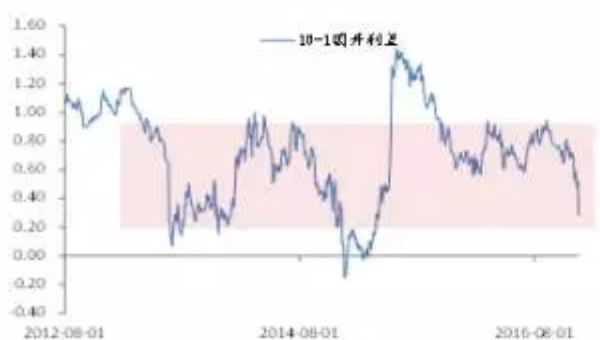
资料来源: Wind, 招商证券固收研究

图 16: 城投债的“过度”投机



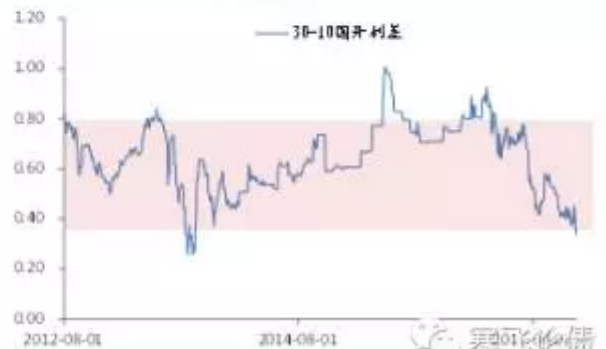
资料来源: Wind, 招商证券固收研究

图 17: 长期债的“过度”投机



资料来源: Wind, 招商证券固收研究

图 18: 超长债的“过度”投机



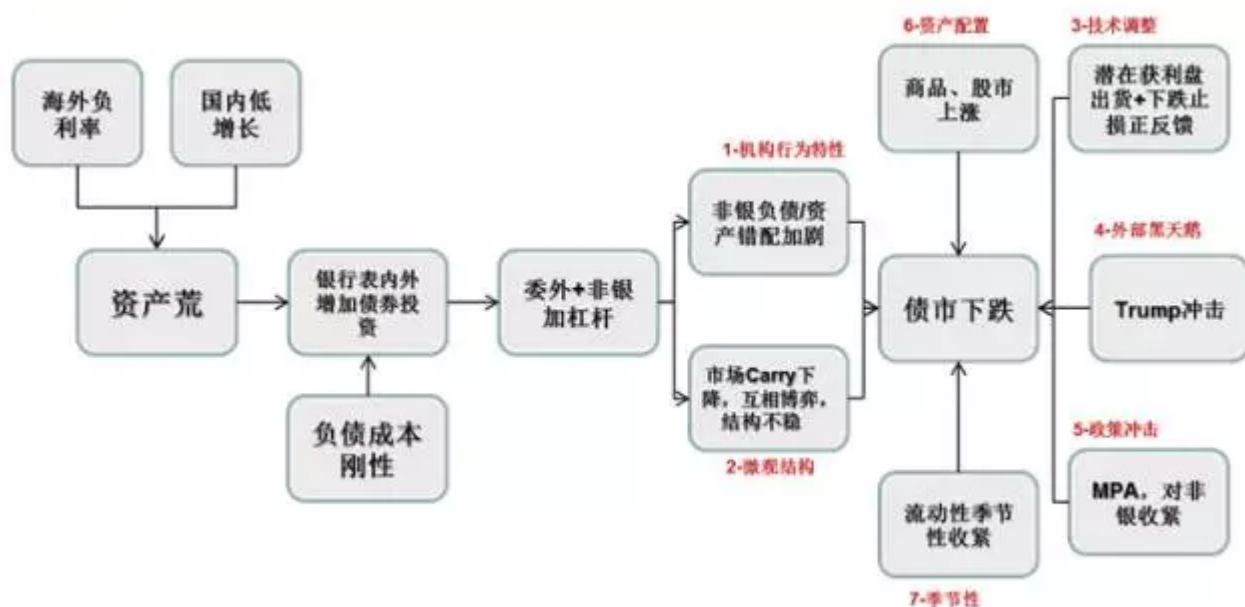
资料来源: Wind, 招商证券固收研究

### 3、2016年四季度市场下跌的微观逻辑

为什么去年四季度市场会下跌呢？我们最后总结了七个方面的原因。微观的原因就很多，不止一个两个。从这个市场为什么会膨胀，从海外负利率、资产荒，银行表内表外增加债券投资，负债成本刚性，导致银行加杠杆。加杠杆就是错配，错配加上机构之间相互博弈，整个carry出现大幅下降。这时候债市下跌，受到比如商品、股票上涨，川普冲击，MPA考核、流动性季节性收紧的冲击。这是我们讲市场下跌的微观逻辑，每个时间段的情况都不太一样。这里面有很多机构行为的影子、宏观的影子、微观的影子，所以宏观、中观、微观在价格下跌里都会有所体现。



图 19：2016 年四季度市场下跌的微观逻辑



资料来源：招商证券固收研究

## 六、结束语

最后我跟大家分享五句话。每句话正好比上句话多一个字。

**第一，永远不要相信自己或者别人能够一直“看对”市场。**如果我这样宣传的话，你也可以不用相信我，不要跟我再讲话了。我自己这么多年看市场，觉得每次错了之后我就要冒冷汗。当然我晚上不会睡不着，就是白天会很不安：我又看错了。但最近几年，我觉得我脸皮厚了，看错了就看错了，我也不是神，我要争取下次看错的机会小一点。我也会非常谦虚的接受大家的批评。

**第二，看错了怎么办呢？经常检查自己的分析框架，从“错误”中寻找“灵感”。**只有不断的重新检查分析框架，在“错误”中成长，才有可能降低“犯错”的风险。

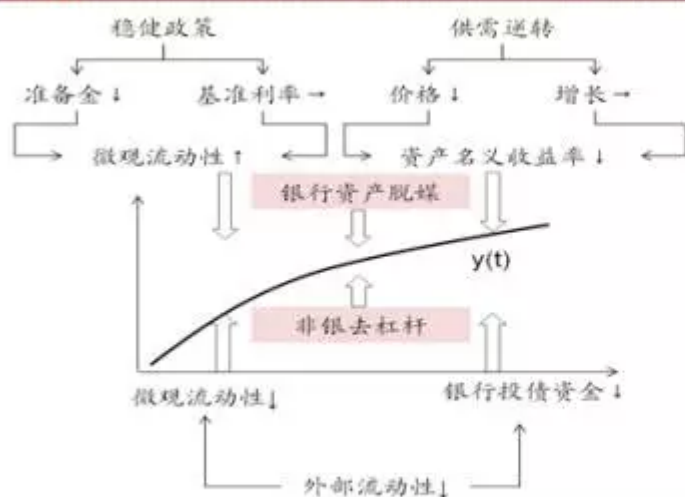
**第三，怎样减少犯错呢？少做“短期判断”，少做“长期判断”，集中“中期判断”。**投资也是一样，少做“短期投资”，少做“长期投资”，集中“中期投资”。对于股票市场来说，基本上大牛市里面拿个半年左右就OK了，不要拿太久。以后就躲着吧，过个几年再出来。

**第四，很有意思，是我总结的，“简单粗暴”的逻辑，往往最管用。**复杂的分析往往得不出结论。如果有人给你推荐股票，讲了五条理由，你可以说算了你可以回去了。股价上涨可能就取决于一个或两个理由。债券收益率的上升和下降也一样，讲了五条理由可能就不对了。那前面那个微观逻辑我怎么讲了那么多呢？因为我需要给大家列举各种可能的影响因素。其实也可以总结成三个理由，宏观、中观、微观。

**第五，“只缘身在此山中”，看股票大势最好的分析师可能在债券市场中。**这是我自己吹牛的。我自己记得很清楚，四月初的时候，大家都还在看好股票的时候，我写了一篇文章叫《周期的幻

灭》。我们说从收益率曲线来看，风险资产可能要跌了。4月13号，我们又写了《警惕收益率曲线过度平坦发出的危险信号!!!》。这个文章讲了一点，债券市场的收益率曲线已经出现倒挂了，股票可能不会涨了，商品和股票有大幅下跌的风险。后来股市跌了一个月。更多的人做股票，因为股票比较有趣，债券比较无聊。但是对股票大势判断最好的分析师可能在债市中。为什么呢？因为我们的视角是比较中观和宏观，包括对流动性的看法，对风险的看法，相对视角比较全面。大家知道，中国的股票市场，从来就是系统性风险能占到80%以上的地方。把握住大势基本上能保证你不会亏钱。

**图 20：为什么 2017 年曲线会平坦化（摘自 2016 年 12 月份的年度策略报告）**



资料来源：招商证券固收研究

寒飞论债

最后送大家一张酷图，收益率曲线的几个影响因素。这张图是去年年底的年度策略报告里的一张图。我当时预测今年收益率曲线会平坦化，并做了一些解释，从货币政策到经济增长，包括机构行为、监管、流动性。最后的结果我是认为是受到银行资产脱媒加非银去杠杆的影响。这个图可能没那么复杂，但看起来比较美观。

今天的培训就到这里，谢谢大家，也祝大家今年剩下的时间里能够投资成功。

**招商固收研究团队**