

GENE TANNUZZO, 特许金融分析师, 固定收益部门全球副主管

GORDON BOWERS III, 特许金融分析师, 助理研究分析师

亮点

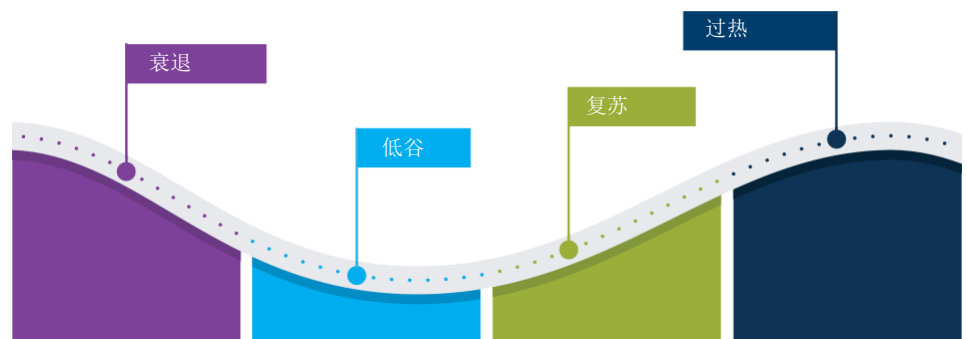
- 固定收益投资主要面临四类特定风险, 包括久期、货币、信用和通胀, 不同的固定收益投资对这些风险的反应有所不同。
- 充分了解这四类风险对某一固定收益组合的影响可能带来更好的风险/回报结果。
- 在二元风险配置策略失灵的情况下, 如果能在这四类风险基础上构建覆盖多个债券类型的固定收益组合, 或许能够取得成功。

化风险为机会 在整个市场周期中获得固定收益回报

固定收益市场变得愈加复杂。债券投资组合的回报驱动因素不像以往那样透明, 打击了投资者对不同环境下的回报预期。造成这一情况的主要原因是债券投资者并不理解他们所持有的产品。

如果将债券分解到最基本的组成要素, 就能帮助现在的投资者对产生风险和回报的因素有更好的理解。对这些驱动因素有了更好的了解后, 就能帮助投资者把握当前市场条件, 构建在整个市场周期中都能产生丰厚回报的债券组合。

不同类型的债券能在经济周期的不同阶段带来诱人的风险机会。



不同类别的固定收益资产对风险的反应不同

投资者容易误解与固定收益投资相关的风险, 但这可能对投资组合的策略产生重大影响。看一下若干常见债券指数的风险构成能够得到很多启发(图1)。对于大多数(美国)国内的投资级债券指数, 投资者应该能够预期大部分风险来自久期或利率, 因此彭博-巴克莱美国综合债券指数(Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index)中有很高比例的市场价值来自政府支持债务, 也就不足为奇。然而, 美国通胀保值债券(Treasury inflation-protected securities, TIPS)或投资级企业债券的投资者可能惊讶地发现, 他们的大部分回报仍然来自久期, 这是因为政府债券收益率的变动主导了这些高质量资产类别的大部分回报。

但随着债券风险的提升, 情形将有所改变。投资级以下债券(如高收益债券和银行贷款)的波动性大多来自信用风险, 因为企业信用指标和违约概率的变化决定了这类产品的大部分表现。然而, 投资者可能会惊奇地发现, 尽管高收益债券的利率是固定的, 而银行贷款的利率是浮动的, 这两类资产的久期风险都较低。在国际市场上, 货币风险构成了波动性的大部分, 能够解释彭博-巴克莱全球综合债券指数(Bloomberg Barclays Global Aggregate Index)表现波动性的一半以上。

什么是风险因素？

在我们讲述构建更好的组合的策略之前，我们首先需要了解驱动固定收益产品表现的主要风险因素类型。

风险因素是能够解释投资回报的独立的市场变量。虽然“风险”往往带有负面含义，但在这里也意味着积极的回报潜力。在债券市场，虽然影响表现的风险因素很多，但我们认为有四大主要的风险因素：





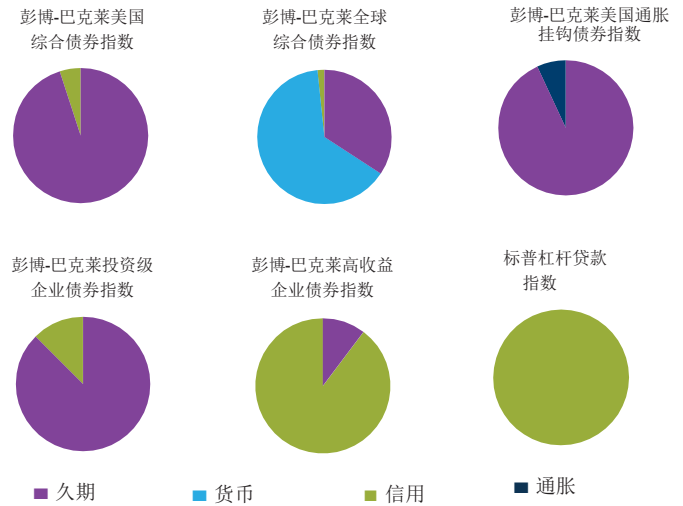
-  **久期**或利率风险代表长期投资随着现行市场利率变化而产生的价格波动。
-  **货币**风险是由汇率波动造成的。
-  **信用**风险代表向私营企业、消费者或高风险的主权国家借贷而产生的违约风险。
-  **通胀**风险则来自消费者价格的实际和预期变化。

图1：不同的风险因素驱动常见的固定收益指数表现

常见固定收益指数的风险构成

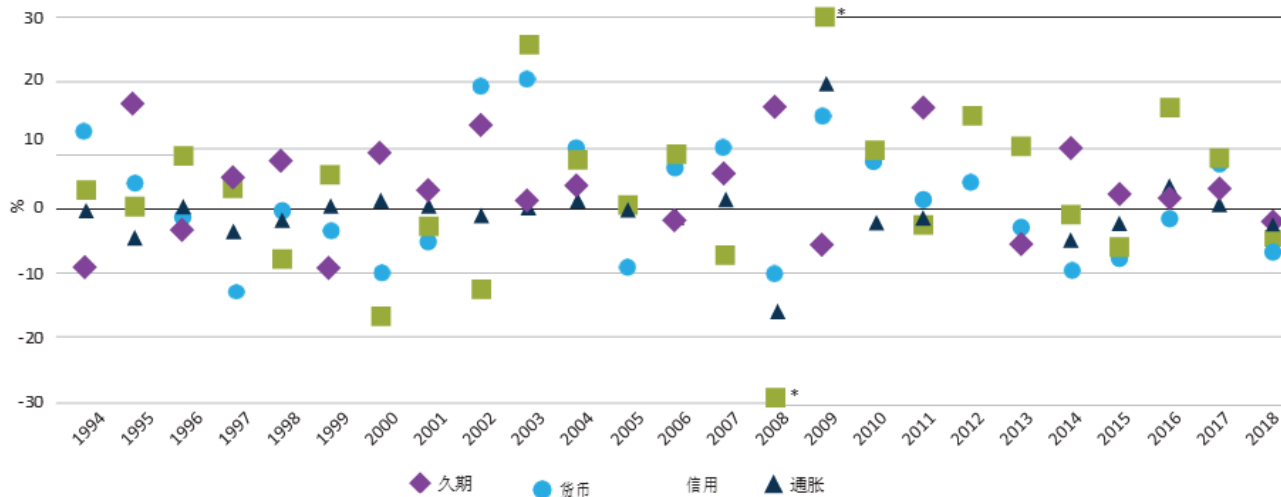


资料来源：BlackRock Solutions，18年12月31日。

我们认为，充分了解这四个风险因素能够为成功的、战略性的债券市场投资奠定基础。由于它们之间的相关度并不高，综合运用这些因素能够给债券组合带来风险分散的好处。图2显示了这些因素在过去20余年产生的回报。由于每一种风险因素都是独特的，它们能在整个市场周期的不同时期产生积极的回报，从而为投资者创造在不同时期、不同市场环境下利用不同风险的机会。

图2：各个风险因素在市场周期的不同阶段产生积极回报

这些风险因素之间的相关性较低，因此能在市场周期的不同时期产生积极回报。



* 2008年信用因素回报率为-34.84%，2009年为59.85%。为了使其能够在图表上显示，我们对数据点进行了截断。

资料来源：彭博-巴克莱、Columbia Management Investment Advisers，18年12月31日。

过去的业绩表现无法保证未来结果。

久期风险

在如下情形下，久期风险最有吸引力

- 在持有期内，长期利率超过预期的短期利率。
- 美联储放松货币政策，且经济增长放缓。
- 投资者向安全资产转移（flight-to-quality）的心态带来对安全资产的需求（通常在危机期间）。

在如下情形下，久期风险最没有吸引力

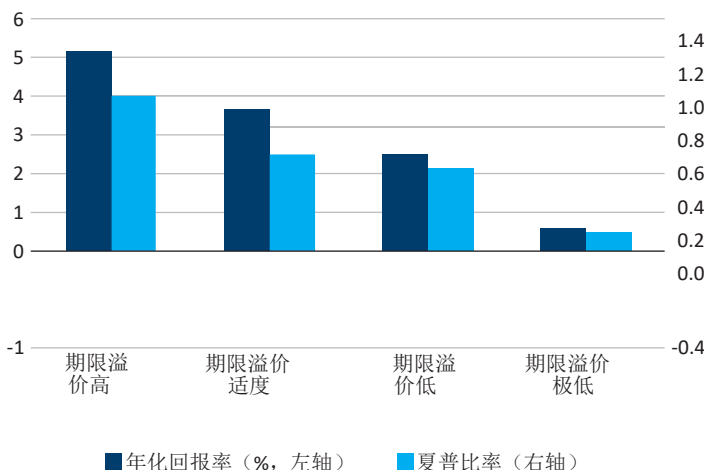
- 经济增长正在改善，通胀预期正在上升。
- 在期限溢价低的环境中投资。

久期因素表现取决于投资者持有长期债券的回报水平

在为未来的回报预期设定基准时，我们可以从风险定价入手。期限溢价是投资者持有较长期债券所获得的补偿。在这种情况下，它基本等于久期风险的价格。^{*} 我们可以用10年期国债收益率和未来短期利率走势之间的差值作为衡量。换言之，如果期限溢价为零，投资者应该对持有10年期国债和在十年内持续对三个月的短期债券T-Bill重新投资没有差别。在正常的经济情况下，投资者要求获得正的期限溢价，从而对短期利率未来走势的不确定性进行补偿。

图3：起始期限溢价较高时带来更好的久期回报

久期因素表现与起始期限溢价的对比



资料来源：彭博-巴克莱、Columbia Management Investment Advisers, 18年12月31日。

^{*} 久期因素的回报以7-10年期美国国债相对3个月短期债券的超额回报表示。

资料来源：彭博-巴克莱、Columbia Threadneedle Investments。

过去的业绩表现无法保证未来结果。

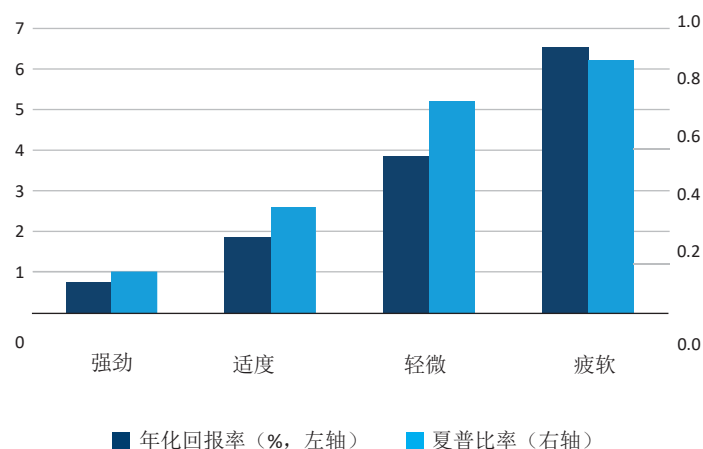
从历史上看，久期的未来回报在很大程度上取决于期限溢价的起始水平。当期期限溢价高时，每单位波动的溢价回报最大。相反，在期限溢价低的环境下进行投资时，经风险调整后的回报率也较低。为了说明这一点，我们把对过去期限溢价的观察按四分位进行划分，分别用高、适度、低和极低（图3）进行表示。接下来，我们根据期限溢价的起始水平计算未来的月度回报率。正如所预期的那样，较高的起始期限溢价能带来更高的未来回报。

回报潜力：起始估值最重要，但并非全部

为了评估任何资产类别或风险因素的未来潜在回报，我们发现最重要的决定因素是起始估值。然而，投资者不能只关注估值。基本面因素也影响债券市场风险因素的回报。这对久期风险来说尤为如此，原因在于经济状况最差时，久期的表现反而最好。为了说明这一点，我们将久期风险回报和劳动力市场条件进行对比，并以非农工资的月度变化作为劳动力市场条件的参数，因为它与经济增长和整个商业周期有很高的相关性。我们将这些月度的新增就业数量按四分位进行划分，并从每个起始点计算未来回报。久期风险的未来超额回报与非农工资的月度变化有很强的相关性，当经济和劳动力市场放缓时，久期因素表现最好（图4）。

图4：经济条件疲软对久期有利

久期因素表现与劳动力市场的对比



资料来源：彭博-巴克莱、Columbia Management Investment Advisers, 18年12月31日。

货币风险

在如下情形下，货币风险最有吸引力

- 国外的经济增长和货币政策为海外投资创造有利条件。

在如下情形下，货币风险最没有吸引力

- 当经济增长放缓，且全球利率相对于美国利率有所下降时，外币的表现往往不如美元。

货币风险取决于全球收益率和经济增长率

货币风险代表汇率波动所产生的回报，是全球债券市场风险的重大组成部分。* 货币风险受全球资本流动的驱动，是投资某个市场，而非其他市场的相对吸引力。从本质上来说，货币是独特的金融资产，因为它们本身不产生现金流，导致难以用传统的金融框架建立回报预期。

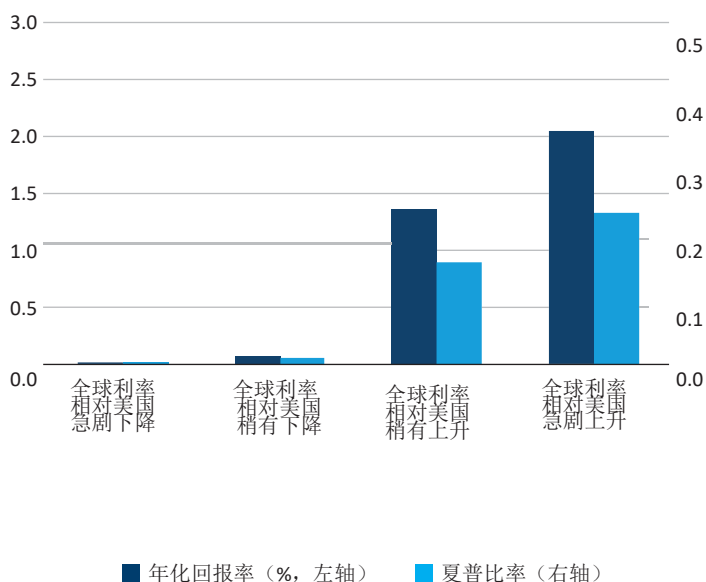
随着外国收益率变得比美国收益率更有吸引力，外币产生的未来超额回报随之上升。

然而，汇率的变动可能很大，并且每次可能持续数月，甚至数年维持一个走势。因此，债券投资者应该注意货币风险如何创造机会并影响回报。

对外币的未来表现来说，一个重要的信号变量是其他国家利率的相对吸引力。为了说明这一点，我们分析了美国和外国短期（1-3年）利率之间的差别。然后，我们对这些利率差值的月度变动进行了衡量，并将这些变动按四分位进行划分。最后，我们将这些利率变动与均等加权的发达国家市场货币篮子产生的回报进行对比。我们发现，随着外国收益率变得比美国收益率更有吸引力，外币产生的未来超额回报也随之上升（图5）。然而，当外国收益率与美国收益率相比有所下降时，外币产生的未来回报对美国投资者来说并不特别有吸引力。因此，投资者在债券组合中纳入货币风险时，必须要了解全球债券收益率和美国债券收益率的趋势。

图5：外币回报随着外币收益率吸引力提高而上升

货币因素表现与全球收益率变化的对比



资料来源：彭博，Columbia Management Investment Advisers，18年12月31日。根据对10年期TIPS的通胀预期以及劳工统计局的数据，利用自有模型计算出的表现。

* 货币因素的回报以G10货币现货市场回报的均等加权平均值表示。

资料来源：彭博，Columbia Threadneedle Investments.

过去的业绩表现无法保证未来结果。

信用风险

在如下情形下，信用风险最有吸引力

- 利差为违约风险提供足够的补偿。
- 经济增长更加强劲。

在如下情形下，信用风险最没有吸引力

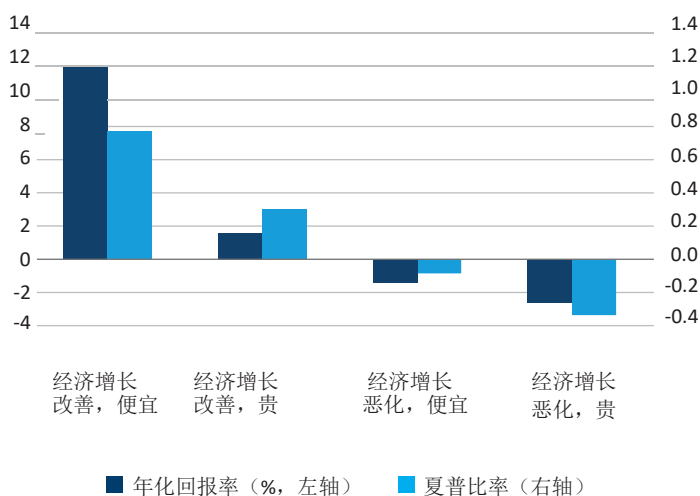
- 经济增长放缓，导致金融环境紧缩，且违约风险上升。

信用因素表现取决于经济增长和信用利差

信用因素表现具有高度的周期性。最好的回报往往出现在表现不佳的时期之后，也就是投资者情绪开始转移时。这一效应在2003年电信行业崩溃后，以及2009年信用从金融危机的巨大损失中急剧回升时，表现得尤为显著。信用在2012年和2013年的表现也很好，原因在于全球的流动性状况促使投资者追逐收益率。信用风险产生的回报取决于利差水平（也就是风险溢价）和经济增长速度。^{*}我们发现经济条件是一个方向性指标，当经济增长加速时回报为正，经济增长放缓时回报为负。

图6：信用因素的最佳条件：经济增长改善且利差更为便宜

信用因素表现与增长率和估值的对比



资料来源：彭博-巴克莱、彭博、Columbia Management Investment Advisers, 18年12月31日。

此外，利差的起始水平决定回报的大小，当利差超过长期中位值时，未来回报要高得多。为了说明这一点，我们通过计算高盛活动指标（Goldman Sachs Activity Indicator，衡量实时美国经济增长的一个指标）的变化，对经济增长率进行了衡量。然后，我们将其与利差水平相结合，显示为高于中位值（便宜）或低于中位值（贵）。当经济增长率改善时，信用因素表现往往更好，特别是在利差起始水平较便宜时（图6）。

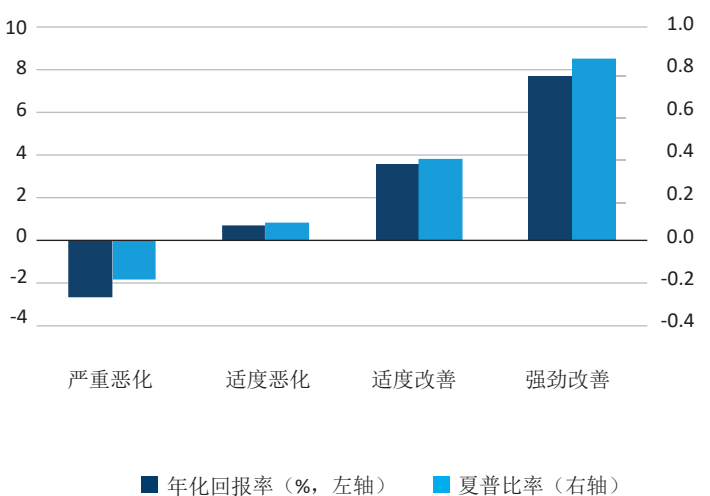
信用风险的未来超额回报也取决于广泛的金融市场状况。在这里，我们对高盛的美国金融条件指数（Goldman Sachs Financial Conditions Index for the U.S.）的变化进行了衡量，然后将这些变化按四分位进行划分。图7阐述的是，在近期金融条件变化的基础上，信用能够带来的未来月度回报。随着金融条件开始改善，信用产生的经风险调整后回报变得更有吸引力。相反，金融条件紧缩则带来重大阻力。

投资者考虑在投资组合中纳入信用风险时，应该考虑：

- 和增长前景相比，他们得到的补偿（利差）有多大。
- 金融条件的演变将如何影响对信用敏感的债券的表现。

图7：随着金融条件改善，信用因素变得更加有吸引力

信用因素表现与金融条件的对比



资料来源：彭博-巴克莱、彭博、Columbia Management Investment Advisers, 18年12月31日。

^{*} 信用因素的回报以高收益企业债相对类似久期的美国国债的超额回报表示。

资料来源：彭博-巴克莱、Columbia Threadneedle Investments。
过去的业绩表现无法保证未来结果。

通胀风险

在如下情形下，通胀风险最有吸引力

- 经济过热。
- 投资者对未来价格压力的预期非常低，并且实际通胀率出乎意料地上升。

在如下情形下，通胀风险最没有吸引力

- 经济有很多闲置生产能力或放缓，无法给工资和价格上涨带来动力。

通胀风险同时取决于实际和预期的未来通胀率

当经济过热，且价格和工资双双上涨时，通胀因素表现最好。^{*}有通胀保护的债券能直接从中收益，其价值随着消费者价格上升而上升。尽管最近全球经济出现了广泛的通缩趋势，但在某些时期，某些特定国家的通胀风险也带来了很高的回报。通胀风险产生的回报不仅取决于实际通胀水平，而且还极大地依赖于市场对未来通胀率的预期，也就是所谓的盈亏平衡通胀率。

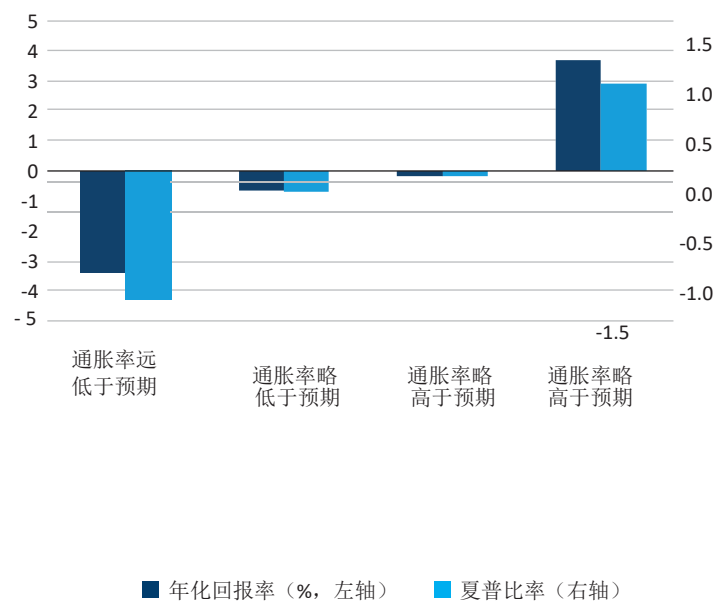
通胀风险产生的回报不仅取决于实际通胀水平，而且还极大地依赖于市场对未来通胀率的预期。

为了说明这一点，我们将滚动12个月的消费者价格增长水平与市场隐含的预期通胀水平（也就是盈亏平衡通胀率）进行了对比。然后，我们将这些观察结果按四分位进行划分，并在这些起始点基础上计算出未来月度回报。我们发现，当前12个月的通胀率低于当前市场隐含水平时，通胀风险产生的后续回报往往较差（图8）。

相反，在通胀率远高于预期的时期之后，通胀风险的未来回报要好得多。这表明投资者应该注意市场所隐含的当前通胀水平，并在市场对通胀的预期（也就是盈亏平衡通胀率）低时纳入通胀风险。此外，市场容易低估通胀趋势的长期存在。因此，投资者也应该保持耐心，当实际通胀率已经获得一定超出预期（我们以12个月为例）的势头时，通胀风险的未来回报往往更好。

图8：通胀率超出预期水平越高，通胀因素表现越好

通胀因素表现与通胀预期的对比



资料来源：彭博-巴克莱、彭博、Columbia Management Investment Advisers, 18年12月31日。

^{*} 通胀因素带来的回报以10年期TIPS比10年期名义美国国债高出的超额回报表示。资料来源：彭博，Columbia Threadneedle Investments。

在整个经济周期中获得固定收益回报

在任何一个市场上，想满足您的收入需求都需要更加灵活的手段

在当前的投资环境下，传统的债券市场投资可能不那么具有吸引力。虽然基于上述四个特定风险因素构建多元化的固定收益组合更加复杂，但它也能

- 满足投资者的个人收入目标，同时不影响风险承受力。
- 避免将风险集中在单一因素上而产生纯粹二元结果。
- 波动性低，并在市场周期的所有四个阶段都有可能提供出色回报表现。

低收益率和利率的不确定性使当前的固定收益环境颇具挑战。然而，大多数投资者仍然需要在投资组合中纳入债券。在配置固定收益产品时，我们认为最好先选择投资者希望持有的风险因素，然后再选择适当的阿尔法收益来源。重要的是，不是所有的债券市场风险都不可取。尤其指明的是，投资者应该寻找除了久期以外，债券市场的其他风险因素能够带来的机会。如果投资者能够有效地配置风险预算，现在的债券市场能够为他们创造不错的总回报机会。

通过高级风险平衡实现更强劲的投资组合

虽然基于这四类风险进行固定收益配置是重要的第一步，但我们还需要对投资组合进行进一步优化。

考虑风险因素之间的相关性

除了评估每个风险因素的前景外，还必须监测风险因素之间的相关性，因为它们有时会同时发挥作用。在构建投资组合时调整这些相互交叉的因素相关性，可以最大限度地减少不利的价格波动对未来回报的影响。

通过对冲对四种风险进行调整

相关性只是微调投资组合风险构成的几个原因之一。虽然我们可以通过改变传统债券投资的组合来实现这种微调，但同时使用其他工具进行对冲或获得特定风险因素的敞口同样具有优势。我们通常可以利用衍生工具实现这一点。

衍生品很复杂，但它们可以在投资组合构建中发挥重要作用。例如，一名美国投资者正在考虑买入由一家德国公司发行的10年期债券，但仔细分析后发现这只债券具有利率风险（由10年间带来的现金流产生）、信用风险（由企业基本面驱动）和货币风险（由欧元汇率的波动导致）。

假设这位投资者对利率持积极的展望，并且喜欢公司的信用状况，但不想承担欧元带来的货币风险，那么他可以购买债券，并通过卖出欧元的货币远期合约来对冲（或减少）货币风险。这有助于投资者将他们喜欢的风险与其他不利的风险分开，并且避免掉那些不利的风险。

其他工具也可以用来分离久期、信用、通胀和货币等单个风险因素。综合运用这些工具能帮助投资者把投资组合集中到他们选择的具体风险因素上。

图3-8 ——术语的数字定义

图3：久期因素表现与起始期限溢价（按期限溢价计算）的对比

- 高——大于或等于1.33%
- 适度——在0.71%至1.32%之间
- 低——在0.14%至0.7%之间
- 极低——小于或等于0.13%

图4：久期因素表现与劳动力市场（按非农工资月度变动计算）的对比

- 强劲——大于或等于230,000
- 适度——在185,000至229,000之间
- 轻微——在66,000至184,000之间
- 疲软——小于或等于65,000

图5：货币因素表现与全球收益率变化（按全球与美国1-3年利率差值计算）的对比

- 全球利率相对美国急剧下降——下降至少0.13%
- 全球利率相对美国略有下降——下降幅度不超过0.12%
- 全球利率相对美国略有上升——增长幅度不超过0.11%
- 全球利率相对美国急剧上升——至少增加0.12%

图6：信用因素表现与增长率和估值的对比

- 经济增长改善——Columbia活动指标3个月变化率为正
- 经济增长恶化——Columbia活动指标3个月变化率为负
- 便宜——高收益债券指数利差超过长期中位值（577基点）
- 贵——高收益指数利差低于长期中位值

图7：信用因素表现与金融条件（按GSFCI的变化计算）的对比

- 严重恶化——大于0.10
- 适度恶化——在-0.01至0.09之间
- 适度改善——在-0.10至-0.02之间
- 强劲改善——低于-0.11

图8：通胀因素表现与通胀预期的对比

- 通胀远低于预期——10年盈亏平衡通胀率比12个月消费者价格变化高出至少0.81%
- 通胀略低于预期——10年盈亏平衡通胀率比12个月消费者价格变化最多高出0.80%
- 通胀略高于预期——12个月消费者价格变化比10年盈亏平衡通胀率最多高出1.13%
- 通胀远高于预期——12个月消费者价格变化比10年盈亏平衡通胀率高出至少1.14%

过去的业绩表现无法保证未来结果。

彭博-巴克莱全球债券综合指数（Bloomberg Barclays Global Aggregate Index）是未经管理、覆盖广泛，且经市值加权的指数，用来衡量包括美国和非美国企业、政府、政府机构、超国家组织、有按揭贷款支持和资产支持的固定收益证券的全球市场债券表现。

彭博-巴克莱投资级企业债券指数（Bloomberg Barclays Investment-Grade Corporate Index）包括以美元计价的，由美国和非美国工业、公用事业和金融机构发行人发行的债券。次级债、带有正常赎回和售回条款的债券以及偿债基金、中期票据（如果是公开承销的）和有登记权利的144A证券，以及在美国证券交易委员会登记的全球发行也包括在内。具有嵌入式掉期或其他特殊特征的结构票，以及定向发售、浮息证券和欧元债券未计入指数内。

彭博-巴克莱美国综合债券指数（Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index）是以市场价值加权的指数，它追踪若干债券的每日价格、票息、偿还情况以及总回报表现。这些债券为固定利率、公开发行的、以美元计价、不可转换的投资级债券，且至少有2.5亿美元的未偿还票面价值，距离债券到期至少还有一年。

彭博-巴克莱美国企业高收益债券指数（Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index）由固定利率、公开发行的非投资级债券组成。

彭博-巴克莱美国政府通胀挂钩债券指数（Bloomberg Barclays U.S. Government Inflation-linked Bond Index）包括公开发行的，截至指数重新平衡日期当天至少仍有一年到期的美国TIPS，且发行规模等于或超过5亿美元。

高盛金融条件指数（Goldman Sachs Financial Conditions Index, GSFCI）是对短期债券收益率、长期企业债券收益率、汇率和股票市场变量的加权和。该指数采用美国联邦储备委员会的宏观经济模型（美联储/美国模型）和高盛的自身模型来确定权重。指数上升表示金融条件紧缩，下降表明放松。指数的设定为2003年10月20日=100。

标准普尔/LSTA杠杆贷款指数（Levered Loan Index）反映机构发行的杠杆贷款的市场加权表现，这些表现基于实时市场权重、利差和利息支付情况。

所示指数均未经管理，且不反映相关费用的影响。投资者无法直接对指数进行投资。

本文所表达的观点截至2018年12月，其可能随着市场或其他条件的变化而变化，并可能与Columbia Management Investment Advisers, LLC (CMIA)的联营或附属机构表达的观点不同。CMIA及其附属机构为自身或代表客户作出的实际投资或投资决定，未必能够体现本文所表达的观点。这些信息不是为了提供投资咨询，且未考虑到个人投资者的情况。投资决定应该始终基于投资者具体的金融需求、目的、目标、时间范围和风险承受能力。本文所述的资产类别未必适合所有投资者。过去的业绩表现无法保证未来结果，且任何预测都不应被视为业绩的担保。由于经济和市场条件经常变化，我们无法保证本文描述的趋势能够持续下去，也无法保证预测的准确性。

本材料仅用于教育的目的。Columbia Management Investment Advisers, LLC不提供法律或税务咨询。消费者应该就他们的具体情况咨询税务顾问或律师。

投资衍生工具是专业行为，涉及特殊风险，能使资金遭受重大潜在损失，包括在作为杠杆使用时，并且可能导致基金价值的更大波动。

资产多元化或资产配置均无法保证盈利或者防止损失。

投资产品通过Columbia Management Investment Distributors, Inc.（美国金融业监管局FINRA成员）销售，咨询服务由Columbia Management Investment Advisers, LLC.提供。Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) 是Columbia and Threadneedle集团成员公司的全球品牌名称。

Columbia Management Investment Distributors, Inc., 225 Franklin Street, Boston, MA 02110-2804

© 2019 Columbia Management Investment Advisers, LLC. 版权所有。

CT-TL/249496 F (07/19) HN6P/2654695.

在整个经济周期中获得固定收益
回报



重要信息：仅供专业和/或合格投资者使用（不得给零售客户使用或转发给零售客户）

本文所含信息仅供参考，不构成提议或鼓动任何处在该等发行被禁止的司法辖区的人士购买或出售任何证券或其他金融工具的要约，也不构成投资建议或服务。发行只能依据在相关发行文件中披露的信息，以及在相关申请表中披露的条款和条件进行。投资涉及风险。请您对本材料保持谨慎。请参见相关发行文件，了解具体情况和风险因素。过去表现不是未来表现的指引。投资的价值或任何收益都无法保证，且可能下降或上升，并受到汇率波动的影响。这意味着投资者可能无法拿回投资。本文中所包含的研究和分析是为Columbia Threadneedle Investments自身的投资管理行为准备，有可能在发表前已经被作为投资行为的依据，并且被阁下意外获得。本文表达的全部观点截至发表日期，并可能在未经通知的情况下发生变化，其不应被视为投资建议。我们相信从外部来源获得的信息是可靠的，但无法保证其准确性或完整性。提及任何特定股票或债券不应被当作交易的建议。本文件包含前瞻性声明，包括对未来经济和金融条件的预测。Columbia Threadneedle Investments、其董事、高管或员工均不对这些声明的准确性作出陈述、保证、担保或其他保证。本文件不得以任何形式复制，或未经 Columbia Threadneedle Investments明确书面许可的情况下，全部或部分转发给任何第三方。本文件并非投资、法律、税务或会计建议。投资者应就通过Columbia Threadneedle Investments投资而产生的任何投资、法律、税务和会计问题咨询自己的专业顾问。本文件及其所含内容尚未经过任何监管机构审查。

由Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited发行, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519。本机构受新加坡金管局，依据《证券和期货法案》第289章监管。登记号：201101559W。本广告尚未经过新加坡金管局审查。

Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) 是Columbia and Threadneedle集团成员公司的全球品牌名称。

columbiathreadneedle.com

CT-TL/249496 F (07/19) HN6P/2654695