

# 债券投资管理策略

## 一、债券组合管理的类型

一般而言，债券组合管理策略有两种：积极管理策略和消极管理策略。

积极管理策略（active strategy），又称为激进管理策略，是指总体目标在一定风险程度范围内，对债券进行最优选择，以此获取预期报酬最大化。由于涉及到期望收益，投资者必须预测影响债券报酬的因素，如利率水平的变化、长短期利率相对改变、各种类型债券的利差变化等，因此投资者是否具有预测能力及预测的准确与否，将直接影响到激进型投资策略的绩效；同时，投资者有必要积极寻找价格被错估的债券，抛售高估（overpriced）债券，买进低估（underpriced）债券。当然，在有效市场条件下，这是不可能的，因为不存在错误定价问题，只能进行免疫策略。

消极管理策略（passive strategy），又称为保守型债券管理策略，是基于投资者对债券市场有效性的认识基础上，认为债券市场价格已经反映所有的信息，因此投资者将找不到价格被“错误定价”（mispricing）的情况，因此任何激进型的投资活动并无助于投资绩效提高，反而会增加交易成本。表 1 列示了两种债券投资管理策略的主要差异。

表 1：积极型策略与消极型策略比较

项目 \ 类型	激进型策略	消极型策略
适用环境	低效率市场	高效率市场
目的	承受一定风险并获取超额报酬	有效控制风险并获得正常报酬
投资组合调整时机	随时调整	在市场改变时调整
投资组合调整方法	寻求“错误定价”，积极进行组合调整	根据市场状况，改变策略性的资产配置
策略选择	(1) 利率预期策略 (2) 估价分析策略 (3) 信用分析 (4) 收益率差分析 (5) 债券互换	(1) 买入持有策略 (2) 指数化策略 (3) 现金流匹配策略 (4) 免疫策略

## 二、积极债券管理策略

积极债券管理策略有五种：利率预测、估价分析、信用分析、收益率差分析和债券互换。下面，我们将对这五种积极债券管理策略进行介绍。

## 1、利率预测

利率预测不仅在资产配置中具有重要的应用价值，而且在债券组合管理及其组合调整中也有相当的意义。债券管理方法中，利率预测是风险性最大的一种，因为预测利率所依靠的是远期利率的不确定性预测。其中，建立在对未来利率预测的不确定性的基础上的利率预测（interest rate anticipation），一种最具有风险性的积极管理策略。该策略的目标是在预期利率上升时保全资本，在预测利率下降时获得较高的资本利得。通常借助改变债券组合中债券的到期期限（久期）结构来实现这一投资目标，因此这一策略又称为久期策略（duration strategies）。具体而言，当预期利率上升时，应缩短债券组合的久期；当预期未来利率下降时，则延长债券组合的久期。因此，债券组合重构的主要风险在于组合久期变化的函数。一旦利率变动方向预测错误，投资的损失将是巨大的。

## 2、估价分析

估价分析（valuation analysis）是投资经理依据债券的内在价值对债券组合进行重构和调整。债券价值是由它的特征和市场上这些特征的平均值所决定的。

在完成债券的估价后，应当将得出的债券价值和当前的市场价格进行对比，从而确定哪些债券被高估，哪些债券被低估。依据投资者对特征成本的分析，应该买进被低估的债券，而抛售或回避被高估的债券。

## 3、信用分析

信用分析（credit analysis）策略是指通过对债券发行者的详细分析，以确定其违约风险的预期变化。信用分析试图解释债券信用等级变化，并应用这一策略购买信用等级预期上调的债券，而卖出或回避信用等级下调的债券。债券信用等级变化，一般受债券发行企业内部因素变化（如财务指标变化）和外部环境变化（如公司所处行业和整体经济的变化）的影响。在经济周期上升时期，即使财务状况弱小的公司也能生存并得以发展；相反在经济紧缩时期，通常使得财力雄厚的公司也感到偿还债券的巨大困难。因而，从历史的角度分析，债券评级变化存在明显的周期性特征：在经济扩张期，登记下调的债券数量减少；在经济紧缩期，等级下调的债券数量大增。由于债券市场的调整速度又比债券等级变化要快——尤其对等级低的债券而言，因此在应用信用分析时，则需要在评级机构公布债券的等级之前预测等级的变化。

在运用信用分析时，一个最显著的投资机会就是高收益债券（垃圾债券）的分析。研究表明，1984年至1998年间，BBB级以下的垃圾债券和美国国库券的收益率差的范围达到200点到1000点之间。债券收益率差的这种变化，反映了高收益债券的平均质量的变化。而高收益债券信用质量的变化，使得信用分析不仅变得更重要，而且变得更困难。这意味着债券分析师或投资经理需要进行深入的债券信用分析，以便挑选出值得投资的债券。假设预期收益率差一定，如果投资经理通过信用分析而避免选择违约风险高的债券，那么高收益债券就能向投资者提供很高的收益率。

以上分析可见，决定能够在高收益债券市场取得投资成功，其中的关键环节是必须进行

严格的、有效的信用分析。对于高收益债券的信用分析，可以使用统计模型或基本分析方法来识别这类债券的一些独特特征。例如，用于进行破产预测修整得  $z$  评分（Z-score）模型。

信用评分模型公式如下：

$$Z = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + \cdots + a_nX_n \quad (1)$$

式中， $Z$  表示总信用分数； $X_1 \cdots X_n$  表示可解释性变量； $a_1 \cdots a_n$  表示权重或系数。

在此，用于信用分析的最终模型包括以下七个财务指标： $X_1$  是获利性变量，即息税前收益(EBIT)/总资产 (TA)； $X_2$  是收益稳定性变量，即 EBIT/TA 估计值的标准误差； $X_3$  是偿债能力变量，即 EBIT/利息支出； $X_4$  是累积盈利性变量，即保留盈余/总资产； $X_5$  是流动性变量，即流动资产/流动负债； $X_6$  是资本化水平变量，即权益的市场价值/总资本（一般采用 5 年平均）； $X_7$  是规模变量，即有形资产总量。

只要给定了关键变量的数据，我们就可以针对所特定总体中的公司计算出  $z$  评分，作为信用风险的度量。对于一个公司所计算出来的  $z$  评分值越高，公司的信用质量越能得到保证。而所计算出来的  $z$  评分值越低，信用风险就越高。当然，极低的  $z$  评分意味着公司承受着相当高的破产风险。尤其是当  $z$  评分为负值或取值落在总样本累积分布为 5% 的低值区域，表示企业面临着相当高的信用风险和破产风险，对于这样的企业需要做进一步的深入分析。

#### 4、收益率差分析

收益率差分析是假设不同种类的债券之间存在一定的关系(比如长期国债与短期国债之间、工业债券和公用事业债券之间存在收益率差)，因此债券基金经理一旦发现异常情况出现，就立即抓住时机进行调期。不同期限之间的利率差主要通过收益率曲线的形状来体现，收益率曲线上的间断点往往成为投资调整的对象。如果预期收益率曲线基本维持不变，且目前收益率曲线是向上倾斜的，则可以买入期限较长的债券；如果预期收益率曲线变陡，则可以买入短期债券，卖出长期债券；如果预期收益率曲线将变得较为平坦时，则可以买入长期债券，卖出短期债券。如果预期正确，上述投资策略可以为投资者降低风险，提高收益。

#### 5、债券互换

债券互换（bond swaps）就是同时购买和出售具有相似特性的两个以上债券，从而获得收益级差（yield difference）。不同债券之间的差异，如票息、违约风险、利率、久期、税负、可回购条款、市场流动性等诸因素，决定了债券互换的潜在可获利性。债券互换可用来提高当前收益率和到期收益率，并利用利率的变动和收益率差的调整来获利，并能提高投资组合质量，以及用于税负减免等目的。

在评估债券时，投资者一般都要考虑如下两个方面以决定是否进行互换操作：高收益级差和短过渡期（workout period）。过渡期是债券价值从偏离值重新返回平均值的时间。总而言之，收益级差越大，过渡期越短，投资者从债券互换中获得的回报率就越高。

下面将讨论分析债券互换的三种主要类型：替代互换（substitution swaps）、市场间价差互换（intermarket spread swaps）、税差互换（tax swaps）。

### （1）替代互换

替代互换是指在出现短暂价格错定的情况下，将一种债券替换为另一种完全可替代的债券，以期获得一定的额外受益。这种互换假定两种债券的收益率差会有短期的不平衡，并且这种不平衡被预期的将来得到纠正。表13-6解释了这样一个操作过程。假设债券的定价使得1年后的到期收益率为7%，那么目前到期收益率暂时为7.10%的债券实际所实现的回报率是8.29%。对于投资者现在所实际持有的债券，7%既是期望的也是实际的回报率。这样，通过互换操作，即卖出现在所持有的债券，买入上面所提到的暂时到期收益率为7.10%的另一种债券，即可以得到129个基点的额外收益。

可见，替代互换是在收益率不平衡的修正过程中，提高当前的收益和资本利得。但面临一定风险，如互换计划实现时间对实际收益率的影响、市场利率运动方向可能与投资者预期相反、收益率差可能并不是暂时的、没有可行的债券互换对象（即收益率差是由较低的债券质量引起的）。

**表 2：替代互换的价值**

目前持有的债券：票息率为 7%、当前市场价值为 1000 美元、到期收益率为 7% 的 30 年期的债券。		
互换对象：票息率为 7%、当前市场价值为 987.70 美元、到期收益率为 7.10% 的 30 年期的债券。		
假定的过渡期：1 年		
再投资利率：7%		
	目前债券	新债券
每种债券的投资额	1 000 美元	987.70 美元
收到的息票总额	70.00 美元	70.00 美元
6 个月息票再投资的利息	1.23 美元	1.23 美元
年终到期收率为 7% 的本金	1 000 美元	1 000 美元
应记总收入	1071.23 美元	1071.23 美元
收益总额	71.23 美元	83.53 美元
每单位的投资收益	0.071 23 美元	0.084 58 美元
所实现的半年复合年收益率	7.00%	8.29%
互换的价值	在 1 年内 129 个基点	

资料来源：Sidney Homes and Martin Leibowitz, *Inside the Yield Book*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J., 1972, pp.84.

### （2）市场间价差互换

市场间利差互换是不同市场部门债券之间的互换。投资者进行这种互换操作的动机，是出于投资者认为不同市场部门间利差或收益级差偏离正常水准。与替代互换相比较，市场间利差互换所涉及的债券是完全不同的。例如，互换的债券一种可能是政府债券，而另一种则可能是公司债券。

表3描述的是在利差缩小情况下市场间利差互换的一个例子。互换的基础是期望当前的50个基点的利差会缩小为40个基点。如果投资者预期一种公司债券的到期收益率会由现在的7%下降为将来的6.90%，那么投资者即可以将现在持有的政府长期债券换成上述债券。如果互换的结果能像所预期的一样，公司债的价格就会由1000美元上升到1024.46美元。这一价格加上票息以及票息再投资的利息，到年末的总价值将达到1083.69美元。这样，投资者的投资回报率将达到8.20%，比1年之中始终持有政府长期债券的投资回报率高出170个基点。当然，进行市场间利差互换的投资者也会面临一定风险，如市场可能会出现反方向变化，过渡期也可能被延长，或者期间债券价格的反方向变化等。

**表3：利差缩小的市场间利差互换**

目前持有的债券：票息率为4%、当前市场价值为671.82美元、到期收益率为6.5%的30年期的债券。

互换对象：票息率为7%、当前市场价值为1000美元、到期收益率为7%的AAA级30年期的债券。

假定的过渡期：1年

再投资利率：7%

互换基础：公司债券和政府长期债券之间的利差会从现在的50个基点降低为40个基点，即公司债券到期收益率为6.90%而政府长期债券到期收益率为6.50%。

	目前债券	新债券
每种债券的投资额	671.82 美元	987.70 美元
收到的息票总额	40.00	70.00
6个月息票再投资的利息	0.70	1.23
年终到期收率为7%的本金	675.55	1 012.46
应记总收入	716.25 美元	1083.69 美元
收益总额	44.23	83.69
每单位的投资收益	0.066 1	0.083 7
所实现的半年复合年收益率	6.50%	8.20%
互换的价值	在1年内170个基点	

资料来源：Sidney Homes and Martin Leibowitz, *Inside the Yield Book*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J., 1972, pp.90.

### (3) 税收互换

投资者进行税收互换的主要目的，是通过互换不同税负的债券来实现组合的资本利得。税收互换在个人投资者中很受欢迎，因为其方法相对简单，不需要利率预期，且风险较小。

一般认为，市政债券是最佳的税收互换对象。由于购买市政债券可增加免税收入，并可

用资本损失来冲抵应税资本利得。

**表 4： 税收互换**

目前持有的债券：价值 10 万美元、当前市场价值 15 万美元公司债券和价值 10 万美元、当前市场价值为 5 万美元、利率为 7% 的 20 年期的市政债券。		
互换对象：5 万美元、利率为 7.1% 的 20 年期的市政债券。		
A. 售出公司债券，形成长期资本利的利润	50 000 美元	
资本利税（假定税负 20%）		10 000 美元
B. 售出利率 7% 的市政债券所形成的长期资本损失	50 000 美元	
减去资本利得税		10 000 美元
净资本利得		0
免交税收		10 000 美元
C. 用出售收益率为 7% 的市政债券的收入购买收益率为 7.1% 的市政债券，完成税收互换。		
年免税利息收入（市政债券，利率 7%）	7 000 美元	
年免税利息收入（市政债券，利率 7.1%）	7 100 美元	
年免税利息收入净增加额	100 美元	

资料来源：F.K.Reilly ,and K.C.Brown, Investment Analysis and Portfolio Management,7th edt,pp.822.

### 三、消极管理策略

#### 1、买入并持有策略

买入并持有策略（buy-and-hold strategy）是投资者根据投资目标构造一个投资组合，并持有到债券到期的一种策略。这是策略不需要考虑用积极的交易策略获得高额收益，只需要寻找那些到期期限（或久期）接近于投资者预定的投资期限的债券，尽量减少债券价格和再投资的风险。由于这一策略对投资者而言没有特别的要求，它是最简单的一种债券组合管理策略。当然，在选择债券的过程中，也需考虑债券的质量、息票利率水平、到期期限和是否具有提前赎回条款等重要契约特征。

在投资实践中，投资经理经常运用的修正的买入并持有策略。这种策略是在买入债券之后，当发现该品种有较为有利的价位时，增加其持仓量。对应于此种策略，投资者主要考虑短期债券。这种策略的缺点是资金流动性较差。

#### 2、指数化策略

指数化策略的理论来源于证券市场有效性的前沿研究，它是通过债券组合的特点与某类债券市场指数一致。这种策略的理论依据是债券市场是有效的，债券市场价格充分反映债券价值的全部信息，投资者不可能战胜市场。

采用指数化投资策略时，选定恰当的债券市场指数十分重要，因为它直接决定着投资者的风险-收益情况。目前，在美国债券市场上有 400 多种衡量固定收益证券业绩的指数。这

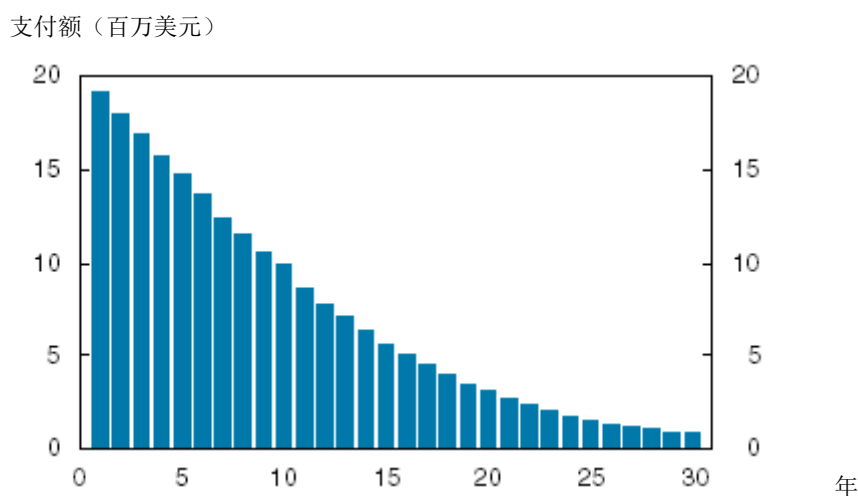
些指数由所罗门兄弟（Salomon Brothers）、美林公司（Merrill Lynch）定期向市场公布。最著名的两种债券指数分别是所罗门兄弟公司债券指数（Salomon Brothers Corporate Bond Index）等。债券指数包含的证券大部分是信用等级较高的债券，这类债券的收益率一般比信用等级较低的债券的收益率低。通过增加组合中的信用等级较低债券的债券持有量，投资经理可以使该组合的回报率高于一般的债券市场指数。因此，相对于指数的比较风险水平来衡量债券指数和投资组合的回报率才是合理的。这里，比较风险（relative risk）是指相比较的两者具有相似的违约风险和利率风险（即久期）。在不进行任何风险调整的情况下，对一项评级为BBB的15年期债券组合和一项评级为AAA的5年期债券组合进行比较是没有任何意义的。

目前指数选定后，下一步就按照这一指数构造一个债券组合。这个指数化的债券组合与目标指数的收益率差别称为跟踪误差。跟踪误差的产生有三个原因：（1）构造这种指数化债券组合的交易成本；（2）指数化债券组合的构成与目标指数本身的差别；（3）编制指数机构所支付的价格和采用指数化策略的投资者所支付的交易价格之间的差异。

### 3、现金流匹配策略（cash-flow catching）

所谓现金流匹配策略是指投资最低成本的组合，并且该组合的现金流模式与投资者所将面临的现金流支出恰好匹配。这种策略之所以是一种消极管理策略，是因为一旦债券资产组合确定后，组合没有任何再投资现金流，也没有任何再投资利率风险。并且由于债券仅在到期时才出售，所以也没有利率风险。因此，任何变化因素，甚至是收益率曲线较大的变化也不会影响组合结构，仅仅在债券存在违约风险时，才会改变匹配策略所决定的债券组合构成。

作为一个专项债券投资组合方法，现金流匹配策略最典型的表现形式为纯现金流匹配投资组合（pure cash-matched dedicated portfolio）。图1表示的是一个典型的养老基金在30年期间的按规定需支付的债务流。此投资组合的目标是建立一个组合，确保在每次按规定支付债务前，该组合能够产生足够的现金流满足支付需求。可见，这是一种极度保守的债券组合管理策略。



资料来源：Martin L. Leibowitz “The Dedicated Bond Portfolio in Pension Funds—Part I: Motivations and



图 1： 规定支付的现金流

#### 4、免疫策略

如果债券管理者能够较好的确定持有期，那么就能够找到所有的久期等于持有期的债券，并选择凸性最高的那种债券。这类策略称为免疫策略（immunization strategies）。选择免疫策略，就是在尽量减免到期收益率变化所产生负效应的同时，还尽可能从利率变动中获取收益。在此，我们主要考虑两种免疫策略：所得免疫（income immunization）和价格免疫（price immunization）。

##### （1）所得免疫

所得免疫策略（income immunization strategies）保证投资者有充足的资金可以满足预期现金支付的需要。这对于养老基金、社保基金、保险基金等机构投资者具有重要的意义，因为这类投资者对资产的流动性要求很高，其投资成败与否的关键在于投资组合中是否有足够的流动资产可以满足目前的支付。

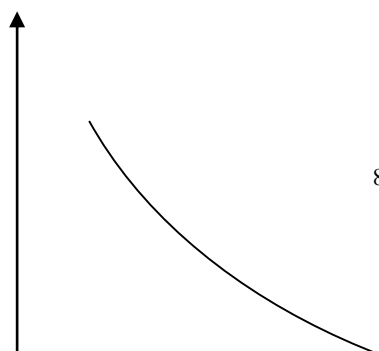
为此，有效的投资策略可以投资于债券投资组合获得利息和收回本金恰好满足未来现金需求。这种方法被称为现金配比策略（cash matching strategy）。现金配比策略限制性强，弹性很小，这就可能会排斥许多缺乏良好现金流量特性的债券。另一种可选择的策略是久期配比策略（duration matching strategy），这种策略只要求负债流量的久期和组合投资债券的久期相同即可，因而有更多的债券可供选择。但是，这一策略也存在一定不足之处，例如为了满足负债的需要，债券管理者可能不得不在极低的价格时抛出债券。

为此，有必要将两种配比策略的优点结合起来，即水平配比策略（horizon matching strategy）。按照这一策略要求，投资者可以设计出一种债券投资组合，在短期内运用现金配比策略，在较长的时期内运用久期配比策略。这样，既具有了现金配比策略中的流动性强的优点，又具有了久期配比策略中的弹性较大的优点。

##### （2）价格免疫

价格免疫由那些保证特定数量资产的市场价值高于特定数量资产负债的市场价值的策略组成。价格免疫使用凸性作为衡量标准，实现资产凸性与负债凸性相匹配。

图 2 展示了债券投资组合的价格免疫策略。例如，一家保险投资基金有足够的资金支持，可以使债券投资组合（资产）的市场价值等于未来的支出（负债）的现值。只要资产凸性高于债券的凸性，两者间差额的市场价值就将随着利率的变化而增减。而且凸性越大，从利率变化所获得的利得也就越大。因此，在这种情况下，就可以判断这家保险投资基金“价格免疫”了。





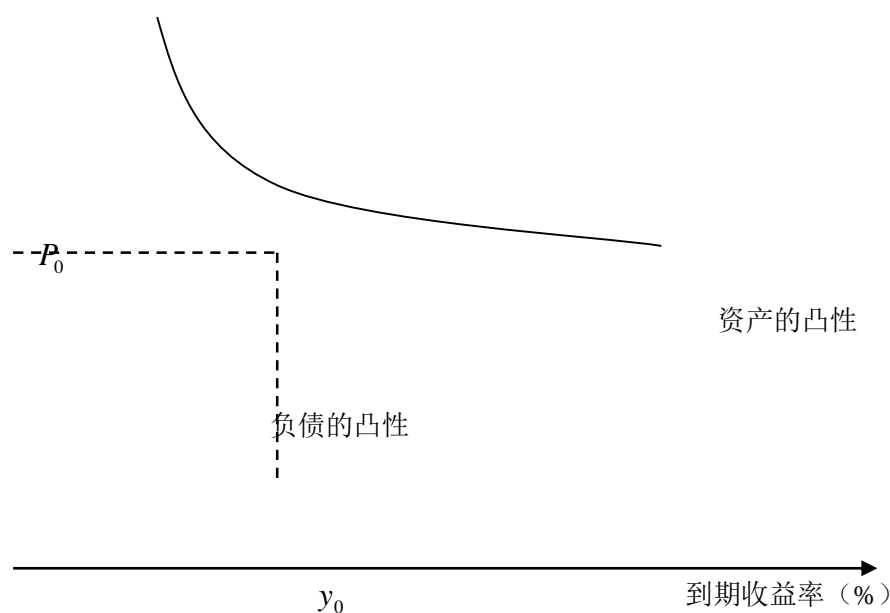


图 2 资产凸性与负债凸性的匹配策略

### 5、或有免疫策略

不同于所得免疫和价格免疫,或有免疫策略并不是一个严格意义的消极策略或积极策略,而是一种积极-消极的混合投资策略或结构性积极管理策略。该策略是指投资者允许组合在一定限度内(保证最低收益率或价值)进行积极管理,一旦触及该限度,投资者应立即停止运用这种方法,而是市场利率来免疫剩余资产,以确保资产的终值。

或有免疫(contingent immunization)最早是由利伯维茨和温伯格(M. L. Liebotiwz & A. Weinberger, 1982)提出的。<sup>①</sup>它是投资者在运用积极策略追求高收益率的同时,依靠传统免疫方法确保投资期内有一个最低收益,即它是由传统免疫来提供安全保障的积极管理策略。这种策略既可满足债券管理者实行激进管理的要求,又可以满足投资组合使用者将利率方向运动的风险最小化的需要。现在,假定债券管理者愿意从事更积极的投资,但是只愿意承担有限的风险损失,既可以保证组合的最终价值。这样,管理这可在开始时采取一些积极的策略,并增加相应的风险容忍度和承受一些风险损失,而不用立即采取利率免疫策略。

为说明这种策略,假定现行利率为10%,管理者的资产组合为1000万元,管理者通过常规的利率免疫技术锁定现有利率,两年后的资产价值为1210万元。现在,假定资产管理者更愿意从事更积极投资,但只愿意承担有限的风险,既保证资产的最终价值不低于1100万元。由于在现行利率下只要有909万元( $1100 \text{ 万元} / 1.10^2$ )就可以在两年后达到最小可接受的最终价值,而资产组合的现值为1000万元,管理者可在开始时承受一些风险损失,因此开始时可采用积极策略,而不立即采取利率免疫策略。

<sup>①</sup> M. L. Liebotiwz & A. Weinberger, contingent Immunization -Part I :Risk Control Procedures, *Financial Analysts Journal* 38. Nov.-Dec. 1982.

实施或有免疫策略的关键，在于设定触发点，以锁定利率波动风险，以保证未来获得 1100 万元。如果  $T$  代表到期的剩余时间， $r$  为任一特定时间的市场利率，那么必须要保证达到最低可接受的最终价值  $1100 \text{ 万元} / (1+r)^T$ ，因为资产组合如果免疫就会在到期无风险增至 1100 万元。这个值就是触发点：如果实际资产价值跌至到触发点，积极管理立即停止；或达到触发点，会导致最初的免疫策略的变换，以保证最低的可接受业绩得以实现。

图 3 表明或有免疫策略的两种可能结果。在 3a 中，资产组合价值下降并在点  $t^*$  点触及触发点，并在该点资产组合获得利率免疫，其资产组合价值将平滑地升至 A，即 1100 万元。在图 3b 中，资产组合表现很好，并未触及触发点，因而资产组合值也高于 1100 万元。

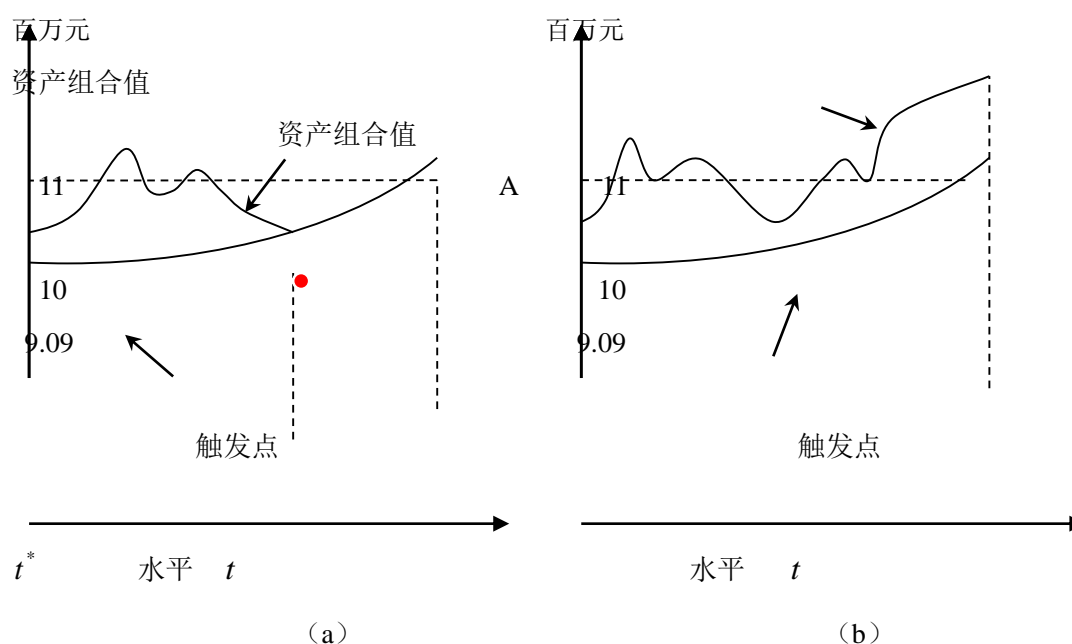


图 3： 或有免疫策略的两种可能结果

#### 四、收益率曲线投资策略

收益率曲线策略的制定，可以根据宏观经济与货币政策趋势，综合考虑通货膨胀和利率（包括实际利率和名义利率）水平、期限溢价、信用利差等因素，判断应该把债券资产组合进行短端、长端还是平均配置。如果预期曲线变平，就应该把资产摆布在两端；如果曲线变陡，尤其是收益率曲线中间凸起的时候，就是短期和长期债券利率很低，但是中间期债券利率很高的时候，就应该把资产集中在中间。收益率曲线短期变化主要由货币政策驱动，长期变化则主要由通胀预期驱动。根据经济周期情景的分析，可以预测收益率曲线的变化趋势，从而制定科学有效的债券投资策略。

下面是具体经济周期情景下收益率曲线变化的过程及其投资策略。图 4 以把通货膨胀的指标 CPI 做横轴，把经济景气度的指标 GDP 做纵轴，对收益率曲线策略进行了概括：

- (1) 在 S1 阶段时，经济低迷，货币政策环境相对宽松，通常货币当局将市场短期利率

压得很低，同时因为私人部门对未来的经济预期非常差，缺乏系统性投资机会，投资者风险厌恶程度高，通货膨胀的水平也很低，长期债券的利率也很低。此阶段的策略是，最好不要持有任何债券，如果说一定要持有债券就持有债券（如3个月短债）或者进行短期回购。

(2) 在向 S2 阶段变化时，投资者对未来的经济回升预期上升，但短端利率基本未动，投资者对风险资产的厌恶程度下降，资产配置从无风险资产向其他风险资产转移，因为在一定程度上推升了无风险的国债利率（尤其是长端利率）。此阶段的策略是短久期策略。

(3) 在 S3 阶段，即熊市变平阶段。伴随经济形势已经逐步回升，短端的风险逐渐变大，尤其是市场加息预期出现，利率曲线会呈现熊市变平状态。随着这些预期逐步兑现，央行毫无疑问会提高货币市场短端的利率。当央行提高货币市场短端的利率；长端利率尽管也会上行，但因为长期利率上个阶段已经上升很多了，幅度很慢，甚至不一定会随着物价的上涨进一步上行，整个曲线就是一个变平的阶段。此阶段的策略是不持有策略，因为买短端和长端都会亏损。建议考虑卖空机制。

(4) 在 S4 阶段，经济逐步过热，通胀产生，投资者对经济的预期已经不再乐观，预期央行紧缩力度非常大，企业盈利能力变差。在这个阶段其实，经济逐步过热，随着央行紧缩的动作逐步加强，短端的利率会超过长端的利率，曲线甚至会倒挂。

(5) 在 S4 阶段，即牛市变平阶段。在此阶段，货币政策的紧缩效应已经在实体经济体现，经济过热的势头已经得到扼制并出现拐点向下，同时通胀也基本得到控制，物价趋势向下局面也已形成。此时市场利率（尤其短期利率仍偏高），存在降息预期但尚进一步确认。这一阶段的投资策略策略为：尽量持有长期债券而不投资短期债券。

(6) 在 S6 阶段，即牛市变陡的阶段。市场确认经济进一步回落，物价水平回落态势明显，通货通缩的风险出现，甚至出现经济衰退风险，央行开始大幅度下降利率，物价水平从通货膨胀降到通缩。由于央行的降息速度和幅度都很大，长期利率波动比短期利率小得多。此时最好的策略就是融资杠杆策略，通过融入资金放大投资组合的久期，随着央行的降息融资成本也在下降。例如 2008 年第四阶段，中国债券市场就是这样一个典型的债券市场环境。

(7) 重新回归到 S1 阶段，即利率低位时的牛市变平。经济回落，利率降到低位，经济开始出现通货紧缩，投资者对未来的经济信心不足。通常此时商业银行的放贷减少，债券购买增加，此时基本上就是债券市场见顶的阶段，策略是卖掉持有的债券。

债券总是围绕着这样的经济周期周而复始循环，利用收益率曲线策略进行债券投资就相应地在不同阶段根据以上策略进行操作。

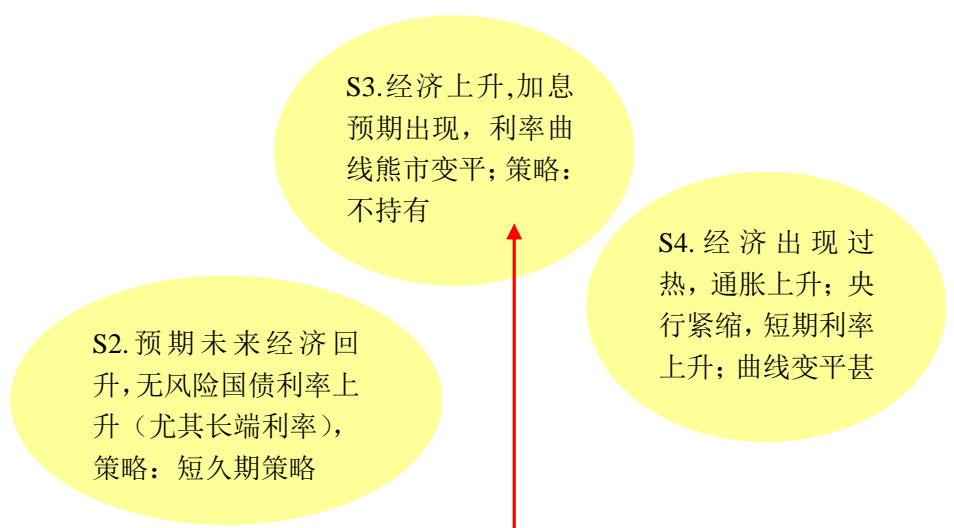




图 4 不同经济阶段的债券投资策略