

固定收益 101 | 泛亚

论述基本面：了解泛亚债券及追踪它们的指数

撰稿人

梁青

副总监

michele.leung@spdji.com

高瞻 (J.R. Rieger)

副总裁

james.rieger@spdji.com

固定收益（或固定利率）一般指借款人（发行人）有责任按固定时间表支付预定付款的任何类型投资。这类资产包括贷款、债券及优先股。债券在其中占据重要席位，是一种由各种类型发行人发行的特殊类型固定收益工具。

债券发行人有法律责任于债券年期内向债券持有人支付预定利率的付款，然后于到期时向债券持有人偿还本金。换言之，债券是借款人以票息形式订立的法律协议，藉以通过定期利息付款对贷款人（债券持有人）作出补偿。贷款人也必须于到期日悉数偿还本金。

为何是固定收益？

债券提供可预见的收益流，并能保全本金，有时候还能带来资本增值（或损失）和投资多元化的机会。由于固定收益类资产的波动性历来较低，故风险也低于股票。

图 1 显示了债券相比股票如何为投资者提供更多的下行保护。此图显示的 S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数是我们的旗舰债券指数，追踪了澳大利亚固定利率债券市场的表现。

图 1：S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数与 S&P/ASX 200 总回报指数对比



债券倾向于提供可预见的收益流，并能保全本金，同时，其有时候亦会带来资本增值和投资多元化的机会。

资料来源：标普道琼斯指数。截至 2014 年 2 月 28 日的的数据。本图表仅作说明用途。过往表现不能保证将来的业绩。本图可能反映假设过往表现；请参阅本文件结尾处的表现披露。

由于股票和债券的回报历来并无相关性，因此，包含股票、债券和其他资产类别的多元化投资组合可能具有较低的波动性，并能更好地抵御市场的不确定性。

基于这一理念，S&P/ASX 股票及债券混合型指数系列旨在衡量以下假设配置的表现。

- 平衡指数占据长仓地位，在 S&P/ASX 200 总回报指数中占有 50% 的权重，在 S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数中占有 50% 的权重。
- 成长指数占据长仓地位，在 S&P/ASX 200 总回报指数中占有 70% 的权重，在 S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数中占有 30% 的权重。
- 保守指数占据长仓地位，在 S&P/ASX 200 总回报指数中占有 30% 的权重，在 S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数中占有 70% 的权重。

图 2 比较了 S&P/ASX 200 和 S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数与 S&P/ASX 股票及债券混合型指数系列的一年风险调整回报和年化波动率。结果显示，混合型系列通常提供更佳的风险调整回报。

图 2：标普澳大利亚指数的风险调整回报和年化波动率

指数名称	一年风险调整回报	年化波动率 (%)
S&P/ASX 200 总回报指数	0.89	12.0
S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数	1.17	2.6
S&P/ASX 股票及债券混合型—平衡指数	1.08	6.6
S&P/ASX 股票及债券混合型—成长指数	0.99	8.7
S&P/ASX 股票及债券混合型—保守指数	1.20	4.6

资料来源：标普道琼斯指数。截至 2014 年 2 月 28 日的的数据。本图表仅提供作说明用途。过往表现不能保证将来的业绩。

由于股票和债券的回报历来并无相关性，因此，包含股票、债券和其他资产类别的多元化投资组合可能具有较低的波动性，并能更好地抵御市场的不确定性。

投资于固定收益

1. 术语

充分了解债券术语能让您做出更好的投资决策。以下列出您应该了解的五个常见债券基本知识。

- **到期日**表示直至债券到期并向债券持有人偿还债券面值的时间长度。
- **债券价格**会有波动，并取决于多个因素，例如无风险利率、信贷素质和到期时间长度。
- 债券的**面值**是于债券到期时支付予债券持有人的金额。
- **票息率**是债券发行人承诺在债券年期内向债券持有人支付的规定利率；该利率可以是固定利率，也可以是变动利率。浮动利率票据通常参照某一基准利率，如伦敦银行间同业拆借利率或联邦基金利率。由于在利率上调的情况中，所获得的利息会增加，因此，浮动利率票据往往被作为抗通胀的工具。
- **到期收益率**是持有至到期的债券的年回报率。到期收益率与债券价格呈逆相关关系。当债券的票息率和收益率相同时，债券价格将被称为其面值。若债券的收益率自其发行以来便一直下跌（即收益低于票息），则债券价格将高于其面值。然而，若收益率涨至高于票息率，则债券价格将低于其面值。

作为一个例子，图3是一份发售文件的摘录，它描述了中信银行（国际）有限公司发售的存款证（CD）的条款和条件。

图3：基本债券术语

发行人：	中信银行（国际）有限公司 （前称中信嘉华银行有限公司）	← 发行人名
担保人：	不适用	
评级：	Baa2（发行人评级）	← 发行人评级
类型：	固定利率 CD	← CD=存款证
票据的地位：	优先无抵押	
结构：	基本型	
货币及金额：	人民币 200,000,000 元	← 总发行额
交易日：	2014年2月10日	
支付日：	2014年2月18日	
到期日：	2015年2月18日	← 到期日
票息：	每年 2.85%	← 票息率
面额：	人民币 50,000 元	
发行价：	100%	← 投资者支付的价格
赎回：	按面值（100%）	
票息频率：	每年	
票息滚动日：	到期时	
卖出选择权：	无	

资料来源：汇丰银行。截至2014年2月11日的数据。仅提供作说明用途。

债券可由政府（国家、州或地区）、国内公司或外国公司发行，或由两家或以上中央政府组成的实体发行，以推动成员国的经济发展。

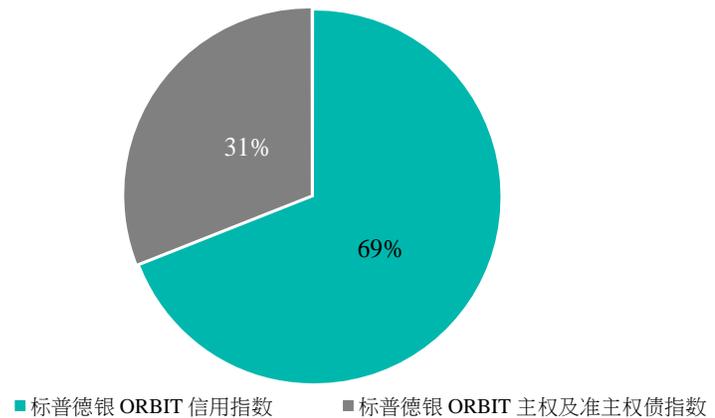
2. 债券发行人

债券发行人的类型包括：

- **政府债券**：由国家政府或州和地区政府发行，用以为各种基本服务和公共用途提供资金。许多主要基础设施、教育、住房、医疗和公用设施项目均通过使用政府债券所得款项获得融资。
- **公司债券**：由国内公司或外国公司发行，用以为公司扩张提供资金。这些债券附带的风险通常被认为高于政府债券。
- **超国家级债券**：由两家或以上中央政府组成的实体发行，以推动成员国的经济发展。例如，由世界银行、欧洲投资银行和亚洲开发银行发行的债券。

标普德银 ORBIT 指数是衡量于中华人民共和国境外发行并公开交易的离岸人民币债券表现的总回报指数，亦称为点心债券。截至2014年2月28日，此类债券的总市值为人民币2,100亿元。图4列出两个分指数，即标普德银 ORBIT 主权及准主权债指数以及标普德银 ORBIT 信用指数。如图所示，在特定市场中，公司发行人占据主导地位，占点心债券市场的69%，而政府及准政府债券占该市场的31%。

图4：标普德银 ORBIT 指数家族明细



资料来源：标普道琼斯指数。截至 2014 年 2 月 28 日的的数据。本表仅提供作说明用途。标普德银 ORBIT 主权及准主权债指数—标普德银 ORBIT 主权及准主权债指数。

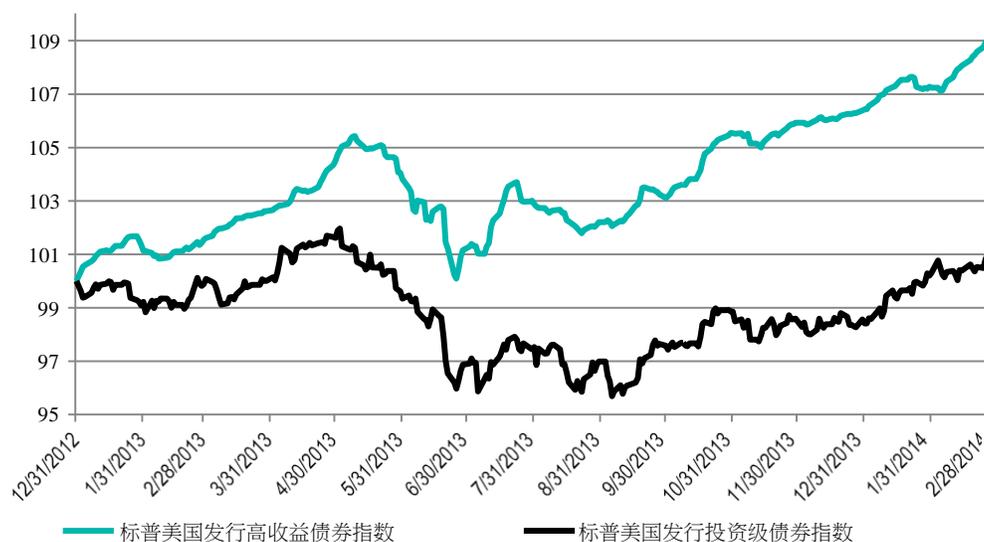
3. 评级

评级可随着时间的推移而变动，取决于发行人的相关信用或债券所涉抵押品的相关优势。

- 由独立评级服务公司（如穆迪、标准普尔评级服务公司和惠誉）给予的评级帮助投资者判断公司的偿债能力或识别信用风险。
- 被标准普尔评级服务公司或另一同等评级提供商评级为 **BBB-** 或以上的债券即被市场参与者认为是投资级债券。被标准普尔评级服务公司或另一同等评级提供商评级为 **BB+** 及以下的债券即被市场参与者认为是投机或非投资级债券。
- 信用评级较高反映被评级发行人或债务的违约频率预期低于评级较低的发行人。
- 评级可随着时间的推移而变动，取决于发行人的相关信用或债券所涉抵押品的相关优势。
 评级下调表示评级所考虑的一个或多个因素出现负面变动或显著弱点。这些因素包括（但不限于）地方经济、财政、债务水平、管理及（若为收益债券）项目的具体问题，如工程延误、成本超支和环境问题。
- 较高评级通常会给予主权债券，较高评级往往具有较低且接近无风险的收益率。另一方面，投资者需要评级较低而收益率较高的债券，以就向具有较高风险的借款人提供贷款获得补偿。

图 5 显示就该等评级范围所观察到的美国公司部门于 2013 年的不同趋势。由于高收益债券对投资者的风险偏好往往更为敏感，因此标普美国发行高收益公司债券指数的稳定性低于标普美国发行投资级公司债券指数。此外，由于投资者继续在低利率环境中寻求收益，因此于 2013 年高收益债券的表现优于投资级债券。

图5：标普美国发行投资级公司债券指数与标普美国发行高收益公司债券指数对比



资料来源：标普道琼斯指数。截至2014年2月28日的数据。本图表仅提供作说明用途。过往表现不能保证将来的业绩。本图可能反映假设过往表现；请参阅本文件结尾处的表现披露。

修正久期指债券持有人通过债券的总现金流获偿还债券价格（包括利息和本金）的平均时间，其表示债券价格对利率变动的敏感度。

4. 修正久期

修正久期指债券持有人通过债券的总现金流获偿还债券价格（包括利息和本金）的平均时间。修正久期是根据债券利息和本金现金流的平均到期时间计算得出的债券价格对利率变动的敏感度的一项指标。修正久期亦是一项管理利率风险的工具。一般而言，债券的到期时间越长，票息越低；债券持有人收取债券面值的时间越久，则久期越长，因此价格的波动性越大。

例如，若 S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数（或任何个别债券）的修正久期为 4，收益率为 4%，则起始年度的利率预期变动 1% 引起的潜在回报将通过如下收益率变动厘定：

- 若收益率（利率）下跌 1%（至 3%），则预期回报为 7% =（修正久期 4 x 收益率变动 1%）+ 所赚取的收益率 3%；
- 若收益率上升 1%（至 5%），则预期回报为 1% =（修正久期 4 x 收益率变动 -1%）+ 所赚取的收益率 5%；及
- 若收益率维持在 4%，则预期回报为 4% =（修正久期 4 x 收益率变动 0%）+ 所赚取的收益率 4%。

5. 投资组合投资

以指数为基础的投资组合可构成各种固定收益投资策略的组成部分，从而可对投资者的固定收益风险进行微调。对此需要考虑的一些重大因素如下。

- **利率**：投资者可通过管理投资组合的久期表达其对经济或利率的观点。
- **收益率提升**：投资者可通过投资于较高收益的投资组合实现收益率提升。
- **投资行业轮换**：投资者可通过在单一交易中增加或移除对某一特定市场分部的投资有效实现投资行业轮换。
- **相关价值**：投资者可通过投资于特定市场分部来善用相关价值机会、不同到期时间的收益率差距和信用评级。

6. 了解风险

与其他资产类别一样，固定收益投资同样具有风险。以下是主要风险：

- **利率风险**：当市场利率出现变动，价格将受到反向影响。在利率上调环境中，债券价格趋于下降。
- **信用风险**：信用评级代表发行人的信誉，换言之，发行人做出定期利息付款以及于到期日偿还本金的能力。
- **再投资率风险**：当再投资按低于所发行债券原票息率的利率计息时，便会出现这种情况。
- **流动性风险**：指债券不能迅速买卖的风险，投资者可能因而被迫以较市值重大折让的价格出售。

众所周知，固定收益可作为维护收益稳定性的一种有效工具和稳定的收益来源。即使会持续波动，固定收益资产可用于满足各种不同的投资目标，从而帮助投资者更好地决定投资组合，达成投资目标。

表现披露

S&P/ASX 澳大利亚固定收益指数的发布日期为 2011 年 10 月 13 日（收盘时）。发布日前呈报的所有资料均为回测试算。回测试算所根据的方法论与指数正式发布时生效的方法论相同。完整的指数方法论详情请浏览 www.spdji.com。

标普美国发行高收益公司债券指数的发布日期为 2013 年 4 月 9 日（收盘时）。发布日前呈报的所有资料均为回测试算。回测试算所根据的方法论与指数正式发布时生效的方法论相同。完整的指数方法论详情请浏览 www.spdji.com。

标普美国发行投资级公司债券指数的发布日期为 2013 年 4 月 9 日（收盘时）。发布日前呈报的所有资料均为回测试算。回测试算所根据的方法论与指数正式发布时生效的方法论相同。完整的指数方法论详情请浏览 www.spdji.com。

指数的过往表现不代表将来的业绩。前瞻性应用构建指数所采用的方法论可能会导致表现与所示回测试算的回报不相符。回测试算时期不一定对应指数的整个可查阅历史。有关指数的更多详情（包括调整方法、调整时间、成份股增减准则以及所有的指数计算），请浏览 www.standardandpoors.com，参阅指数的方法论部分。投资者不能直接投资于指数。

此外，假设资料还有另一个局限性，即通常在编制指数时已获知以往事件。回测试算数据反映了在获知以往事件的情形下对指数方法论的运用和对成分股的挑选。任何假设的计算都不能完全反映实际交易时金融风险的影响。例如，与股票（或固定收益或商品）市场相关的众多因素在编写所列指数资料时通常无法、也从未被纳入考虑，但这些因素都会影响实际表现。

列示的指数回报并不代表投资者资产的实际交易结果。标准普尔维护指数，并计算所列示或讨论的指数的点位及表现，但并不管理实际资产。指数回报并不反映所付的任何销售费用，或投资者为购买指数所代表的证券时可能支付的费用。征收这些费用及收费，会造成实际和回测试算表现逊于所示表现。举个简单例子，如果 100,000 美元的投资在 12 个月期间获得 10% 的指数回报（或 10,000 美元），且除应计利息外，在期末还对投资征收了 1.5% 的实际资产费用（或 1,650 美元），则当年净回报将是 8.35%（或 8,350 美元）。在三年期内，假设年回报为 10%，年末征收 1.5% 的年费，则累积总回报为 33.10%，总费用为 5,375 美元，累积净回报为 27.2%（或 27,200 美元）。

免責聲明

© 2014年标普道琼斯指数有限责任公司（McGraw Hill Financial 的组成部分）版权所有。保留所有权利。标准普尔和标普是 Standard & Poor's Financial Services LLC（“标普”，McGraw Hill Financial 的组成部分）的注册商标。道琼斯是道琼斯商标控股有限责任公司(Dow Jones Trademark Holdings LLC，简称“道琼斯”)的注册商标。这些商标已授予标普道琼斯指数有限责任公司。未经书面许可，禁止全部或部分重新分发、复制及/或影印有关内容。本文件不构成标普道琼斯指数有限责任公司、道琼斯、标普或其各自关联公司（统称“标普道琼斯指数”）在未获得所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有资料属非私人用途，不用于满足任何人士、实体或个人组织的需求。标普道琼斯指数就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往表现不能保证将来的业绩。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资，可通过基于该指数的可投资工具来进行。标普道琼斯指数没有发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并试图凭借任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正向投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问，标普道琼斯指数不对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性做出任何陈述。不得根据本文件所载声明的任何内容，做出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意向投资者仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详情载于投资基金或其他工具发行人或其代表编制的发行备忘录或类似文件）之后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数有限责任公司并非税务顾问。投资者应咨询税务顾问，以评估任何免税证券对投资组合的影响以及做出任何特定投资决策的税务后果。将某只证券纳入指数中，并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券，也不应视为投资建议。

此等材料仅供参考，并根据公众一般可获得且被相信属可靠来源的资料编制。未经标普道琼斯指数事先书面许可，此等资料所包含的任何内容（包括指数数据、评级、信用相关分析和数据、模型、软件或其他应用程序或因此而产生的输出数据）或其任何组成部分（统称“内容”）概不可以任何手段采用任何形式进行修改、反编译、转载或分发或存储在数据库或检索系统中。内容概不得用于任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商与许可人（统称“标普道琼斯指数各方”）并不保证内容的准确性、完整性、时效性或可用性。标普道琼斯指数各方不对因任何原因造成的任何错误或遗漏负责或对使用内容的结果负责。内容乃按“现状”基准提供。标普道琼斯指数各方否认任何及所有明示或默示保证，包括（但不限于）就适销性或适合作特定目的或用途做出任何保证、免于安全漏洞、软件错误或缺陷、内容将能不停运行或内容将能使用任何软件或硬件配置进行操作。标普道琼斯指数各方不因使用内容引致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或相应而生的损害、成本、开支、法律费用或损失（包括（但不限于）损失收益或损失利益和机会成本）承担任何责任，即使告知有相关损害的可能性。

信用相关及其他分析（包括评级）通常由包括（但不限于）Standard & Poor's Financial Services LLC 和 Capital IQ, Inc 在内的标普道琼斯指数的关联公司提供。内容中的相关分析和陈述为截至这些关联公司表达意见之日的意见陈述，而非事实陈述。任何意见、分析和评级确认决定（见下文描述）均非购买、持有或出售任何证券或做出任何投资决定的推荐意见，且不涉及任何证券的适宜性。在发表任何形式或格式的出版物后，标普道琼斯指数不承担更新内容的任何责任。在做出投资和其他业务决定时，不应依赖内容，且内容不能替代使用者、其管理人员、雇员、顾问和/或客户的技能、判断力和体验。标普道琼斯指数有限责任公司并非作为受托人或投资顾问。尽管标普道琼斯指数是从其相信属可靠的来源获得资料，但标普道琼斯指数并无对所获得的任何资料进行审查或进行尽职调查或独立核实。]

若监管机关出于若干监管目的而允许评级机构在一个司法管辖区确认在另一个司法管辖区发布的评级，则标准普尔评级服务公司保留随时全权酌情分配、撤销或暂停相关确认的权利。标普道琼斯指数（包括标准普尔评级服务公司）否认因分配、撤销或暂停确认而产生的任何职责以及任何声称因此而遭受损害的责任。

标普道琼斯指数有限责任公司的关联公司通常就其评级及若干信用相关分析向证券发行人或包销商或债务人收取报酬。标普道琼斯指数有限责任公司的相关关联公司保留发布其意见和分析的权利。标准普尔评级服务公司的公开评级和分析请浏览其网站 www.standardandpoors.com（免费）、www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com（订阅），并可通过标准普尔评级服务公司的出版物和第三方再分发者等其他方式分发。有关我们评级费用的其他资料请浏览 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

标普道琼斯指数将其业务单元的若干活动相互隔离，以保持其相关活动的独立性和目标。因此，标普道琼斯指数的若干业务单元可能拥有其他业务单元没有的资料。标普道琼斯指数已制定政策和流程确保在每次分析过程中获取的非公开资料的保密性。

此外，标普道琼斯指数提供涉及或有关众多组织（包括证券发行人、投资顾问、经纪自营商、投资银行、其他金融机构和金融中介）的广泛服务，因此可能会向这些组织（包括标普道琼斯指数可能会对其证券或服务做出推荐、进行评级、纳入模型投资组合、进行评估或以其他方式涉及的组织）收取费用或其他经济利益。