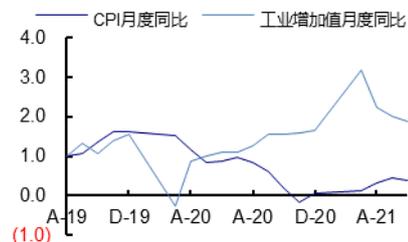


CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	12.60
社零总额当月同比	12.10
出口当月同比	19.30
M2	8.30

相关研究报告:

《国信证券-宏观固收专题: 金融数据的“冷知识”和“热话题”》——2021-08-12  
《国信证券-宏观固收专题: 风险平价简明框架》——2021-08-09

证券分析师: 王开

电话: 021-60933132  
E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158  
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

## 以人为鉴, 两代债王如何博弈四十年货币政策

### ● 比尔·格罗斯对美联储政策的三次成名预测

**(1) 预测 1982 年降息:** 1980 和 1981 年紧缩的货币政策造成了极高的利率水平, 最终变得对经济增长具有破坏性, 导致美国国内企业容易破产, 工人失业率上升。格罗斯预测美联储大概率降息以减少或消除经济衰退的风险, 尽管在过去两年经济遭遇了严重的阵痛, 但即将到来的牛市可能比先前所有牛市都更持久。

**(2) 预测 2001 年降息:** 在这轮降息周期初期, 格罗斯预测到美联储将加大降息力度并将利率长期维持在低位。其判断基于两个原因: 其一是互联网泡沫破灭后, 美国经济疲软, 消费者购买力减弱; 其二是美联储对通胀的立场发生转变, 上世纪沃克尔的反通胀战争已经结束, 政府维持温和通胀以降低其债务价值。

**(3) 预测 2007 次贷危机及降息:** 在危机爆发前两年, 格罗斯就已经预见到美国房价将逐渐下跌、经济衰退随之而来, 届时美联储会大幅降低利率。在过去几年, 房地产市场的繁荣在很大程度上促成了就业和经济增长, 但持续的加息对住房和消费造成了负面影响, 如果房屋资产泡沫最终停止扩张、收缩或破灭, 美联储将放松货币政策以重振资产价格, 维持美国以资产价格为基础的经济活力。

### ● 杰弗里·冈拉克对美国货币政策的“预言”

**(1) 预测金融危机后的货币宽松不会太快结束:** 冈拉克认为量化宽松政策是应对当下经济形势最简单直接的政策, 退出量化宽松策略不合逻辑的。在美联储拥有如此庞大的预算赤字的情况下, 低利率是目前拯救美国财政状况的唯一办法。如果利率开始上升, 美联储会毫不犹豫地增加债务购买量, 为债务融资降低成本, 从而避免政府债务的危机。同时, 他认为美联储并不担心通胀。

**(2) 预测 2016 年加息、2017 年和 2018 年加息次数:** 冈拉克将债券市场对美联储行动的预期作为重要参考, 同时考察就业和经济增长是否支持美联储采取下一步措施。如 2016 年, 他预测年内仅一到两次加息, 债券市场对加息预期较低, 市场对美联储加息准备不足, 同时经济增速不足以支持美联储的加息决策。

**(3) 预测 2019 年降息、2020 年零利率:** 冈拉克预测美联储 2019 年利率由“升”转“降”。市场普遍预期美联储将降息, 尽管点阵图预示美联储 2019-2020 年之间会加息三次, 但由于美国经济增速持续放缓, 美联储会屈服于市场预期。疫情爆发后, 美联储紧急降息, 冈拉克根据美联储为应对危机进行恐慌性降息后很快再次降息的历史经验, 大胆预测美联储将迅速再次下调利率至零下限。

**(4) 预测未来开启加息周期:** 疫情后, 美联储货币宽松达到前所未有的水平。尽管美联储官员坚称通胀是暂时的, 但冈拉克认为当前的通胀状况类似于上世纪 70 年代的高通胀, 未来几个月的通胀数据将促使美联储采取行动。

### ● 格罗斯的“总收益策略”与资产配置雏形

格罗斯的“总收益”策略作为资产配置理念的雏形, 和全天候有一定共通之处。各情景下债券持仓分配可也归纳为: (1) 震荡市等稳定情况下债券配置种类分散、各类债券配置比例相对均匀, TIPS 持仓量略低于其他品类; (2) 利率上行时增加持仓的集中度, 缩短久期并投资于当年的 G2 经济体; (3) 利率下降时选择分散化配置, 拉长久期并丰富信用债品种, 投资区域从当年的 G2 扩展到广义的发达市场。

## 内容目录

1. 比尔·格罗斯和杰弗里·冈拉克的生平、业绩回顾 .....	4
1.1 比尔·格罗斯和杰弗里·冈拉克其人 .....	4
1.2 两代债王的业绩回顾 .....	5
2. 比尔·格罗斯的预测：偏基本分析派，立足于 3~5 年长期趋势 .....	7
2.1 1980s-1990s 初期：预测美联储进入降息通道 .....	7
2.2 1990s 中期-2001：预测美联储加息次数 .....	9
2.3 2001-2007 金融危机前：预测 2001 开始的降息周期 .....	9
2.4 2007-2008：预测 2007 年次贷危机和美联储降息 .....	11
3. 杰弗里·冈拉克：技术分析派+基本面+心理学+人性 .....	14
3.1 2008-2014：预测金融危机后的货币宽松不会太快结束 .....	14
3.2 2016-2018：预测 2016 年加息、2017 年和 2018 年加息次数 ...	15
3.3 2019 以来：预测 2019 年降息、2020 年零利率、未来加息 .....	18
4. 题外话：格罗斯的“总收益策略”与资产配置雏形 .....	19
国信证券投资评级 .....	21
分析师承诺 .....	21
风险提示 .....	21
证券投资咨询业务的说明 .....	22

## 图表目录

图 1: 比尔格罗斯曾管理基金一览 .....	5
图 2: PIMCO 总回报基金业绩 .....	6
图 3: PIMCO 总回报基金规模 .....	6
图 4: 杰弗里冈拉克曾管理基金一览 .....	6
图 5: DoubleLine 总回报基金业绩 .....	7
图 6: DoubleLine 总回报基金规模 .....	7
图 7: 上世纪 70 年代美国大通胀 .....	7
图 8: 上世纪 70 年代美国联邦货币基金利率 .....	7
图 9: 美联储自 1982 年进入降息通道 .....	8
图 10: 上世纪 80 年代初期美国经济衰退 .....	8
图 11: 1994 年至 2001 两轮加息、利率整体平稳 .....	9
图 12: 1999 年至 2000 年美国通胀走高 .....	9
图 13: 2001 年至 2004 加息周期 .....	10
图 14: 2000 年美国经济迅速恶化 .....	10
图 15: 2007 年至 2008 联邦基金利率急降至零下限 .....	11
图 16: 金融危机时期经济衰退、失业增长 .....	11
图 17: 制造业工人减少, 同时抵押贷款经纪人和房地产经纪人数量增 长 .....	12
图 18: 金融、保险、房地产对经济增长的拉动作用日趋显著 .....	12
图 19: 房价达到峰值后短期利率下降 .....	12
图 20: 美联储长期以 5% 的 GDP 增速为目标 .....	13
图 21: 4% 的 GDP 增速将迫使美联储降息 .....	13
图 22: 2008 年至 2014 年经历了三轮量化宽松 .....	14
图 23: 金融危机后美国政府债务加速膨胀 .....	15
图 24: 美国通胀自 2012 年维持在较低水平 .....	15
图 25: 联邦基金利率期货市场暗示美联储下一步行动 .....	16
图 26: 工资增长是美联储加息的重要因素 .....	16
图 27: 美联储政策收紧幅度与之前经济增长阶段的收紧幅度类似 .....	17
图 28: 近几年美联储对遵循泰勒规则持谨慎态度 .....	18
图 29: 消费者担心物价上涨 .....	19
图 30: 美国正面临着迅速上涨的通胀压力 .....	19
图 31: 格罗斯的“分散化配置”理念 .....	20
图 32: 情况稳定时格罗斯各类债券的配置比例 .....	20
图 33: 利率上升时格罗斯各类债券的配置比例 .....	20
图 34: 利率下降是格罗斯各类债券配置的经验比例 .....	20

一国货币政策是影响该国债券利率最重要的因素之一。货币政策是中央银行为实现其特定的经济目标而采用的各种控制和调节货币供应量和信用量的方针、政策和措施的总称。当央行采取宽松的货币政策时，金融市场可用资金增加、成本下降，债券收益率往往下行，反之紧缩的货币政策意味着债券收益率上行。因此，如何预测中央银行在未来会采取的货币政策是债券投资者较为关注的问题，这有利于投资者提前判断未来债券收益率走势并给出相应的投资决策。一个成功的债券投资人对货币政策必然有其深刻的洞见，否则他将很难正确的预测债券收益率走势。在美国历史上，有两位债券投资人先后获得了“债券之王”的美誉，他们分别是比尔·格罗斯和杰弗里·冈拉克。本文通过回顾两人在过去不同时期、不同经济背景下对未来美联储行动方向提出预测，并分析其判断依据，分析两代债券之王是如何对美联储进行预测，也便于我们了解近 40 年美联储货币政策的演变历程及其背后的逻辑。

## 1. 比尔·格罗斯和杰弗里·冈拉克的生平、业绩回顾

### 1.1 比尔·格罗斯和杰弗里·冈拉克其人

比尔·格罗斯，大胆开创了主动型债券交易的先河，改变了债券行业的历史，他曾操盘全球最大单一规模债券基金，掌管资金一度达到八千一百亿美元，是股神巴菲特的四倍。他三次摘下晨星最佳固定收益基金经理人，三十年绩效打败大盘。凭借对市场的敏锐触觉、对趋势的准确预测取得长期不败的业绩，格罗斯被华尔街誉为“债券之王”。

格罗斯 1943 年出生于美国俄亥俄州，1968 年在杜克大学获得心理学学位，随后参军并被派往越南，服完兵役后进入商学院继续学习。随后，格罗斯开启了他的商业生涯。1971 年，他开始在洛杉矶的太平洋互惠人寿(Pacific Mutual Life)担任投资分析师，五年后晋升为助理副总裁并负责管理固定收益证券。1982 年，他创立了自己的太平洋投资管理公司 (PIMCO)，担任董事总经理和首席投资官。PIMCO 快速成为全球领先的共同基金之一，主要专注于债券业务。1996 年，因为他对债券和投资组合分析实践的贡献，格罗斯被收入固定收益分析师协会(FIASI)名人堂，成为第一位获得该荣誉的投资组合经理。格罗斯于 2014 年 9 月离开太平洋投资管理公司，加入了骏利资本集团(Janus Capital Group)。

由于加入骏利资本后业绩连年欠佳，格罗斯逐步走下神坛，似乎佐证了市场上的一种猜测，格罗斯的成功只因他恰好赶上了美国利率下降和信用扩张背景下长达 40 年的债券牛市，是时势造英雄和运气加持，而非他本人有着过人的才能。然而这种猜测忽略了一个事实，除格罗斯之外，还有众多的基金经理同样赶上了这一轮超长的债券牛市，却未能取得格罗斯这样的成功。从 1978 年以来，格罗斯习惯于每个月向投资者发布投资展望报告阐述他对市场各方面的看法，通过回顾他在不同时期给出的判断，可以发现他曾多次提出不同于市场主流观点的正确预判。例如，20 世纪 70 年代，长达 10 年的债券熊市让许多基金经理丧失了信心，而格罗斯却坚定地认为美联储未来将进入降息周期；2001 年，互联网泡沫破裂，美联储 6 次降息，与很多人的预测相反，格罗斯认为美联储还会继续降息，确实如格罗斯预测一般，美联储再次 5 次降息。因此，格罗斯取得成功在一定程度上是时势所致，但也离不开他准确研判和提前布局的智慧。

江山代有人才出，新老债王的交替不可避免。2011 年，《巴伦周刊》(Barron)首次授予了杰弗里·冈拉克“新债王”的称号，那一年，由于格罗斯对利率走向判断失误，其所管理的 PIMCO 总回报基金的回报率仅有 4.2%，而冈拉克旗下的总回报基金的回报率却高达 9.5%。如今，在固定收益界，冈拉克已完全取代了

格罗斯的地位。

冈拉克 1959 年出生于美国纽约州，1981 年毕业于达特茅斯学院，同年进入耶鲁大学攻读理论数学博士学位，两年后选择辍学。1984 年，冈拉克决定从事投资事业，并加入了 TCW 集团。2005 年，他在公司中起到了领导作用，负责运营公司 1100 亿美元资产中的 70%。2009 年，他被 TCW 解雇，不久后创立了 Doubleline，截止 2021 年 6 月 30 日，DoubleLine 管理的资金规模已达到 1370 亿美元。由于准确预测的声誉，冈拉克受到财经新闻媒体的追捧，时常出现于 CNBC 和福克斯商业新闻，另外他定期在博客上直播发表演讲，并由投资专业人士剖析，以寻找有关未来的线索。

## 1.2 两代债王的业绩回顾

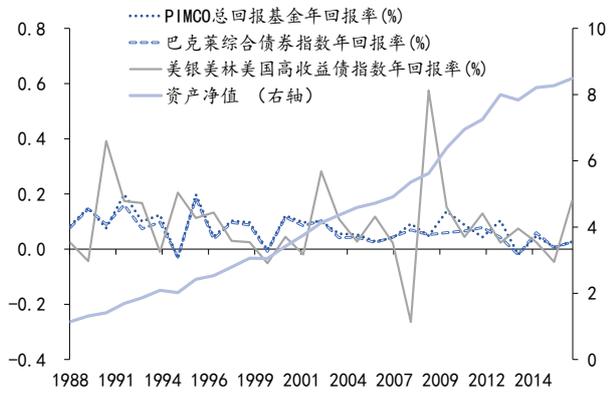
1987 年至 2014 年 9 月，比尔·格罗斯在 PIMCO 任职期间掌管 PIMCO 总回报基金(PTRX)，任职累计回报为 692.79%（1987/5/11-2014/9/26），年化回报 7.85%，该基金一度成为全球规模最大债券基金。除此之外，格罗斯也曾管理 PIMCO Low Duration Instl、AMG GW&K Core Bond ESG I、Harbor Bond Retirement 等十余个基金。自 2014 年 9 月至 2019 年 3 月，格罗斯加入骏利亨德森管理全球无约束债券基金(JUCIX)，任职累计回报为 2.98%（2014/9/30-2019/3/30），年化回报为 0.66%。

图 1：比尔格罗斯曾管理基金一览

基金全称	公司	代码	基金类型	任期	任期表现	指数表现
PIMCO Low Duration Instl	PIMCO	PTLDX	Short-Term Bond	1987-2014	4.80%	5.41%
PIMCO Total Return Instl		PTTRX	Intermediate Core-Plus Bond	1987-2014	6.24%	5.41%
AMG GW&K Core Bond ESG I		MBDF X	Intermediate Core Bond	1993-2014	4.94%	4.34%
Harbor Bond Retirement		HBFRX	Intermediate Core-Plus Bond	1997-2014	5.96%	5.44%
PIMCO RAE PLUS C		PIXCX	Large Value	2005-2014	6.39%	4.57%
PIMCO StocksPLUS® Small I-3		PSNSX	Small Blend	2006-2014	6.03%	4.14%
PIMCO RAE Fundamental Advantage PLUS A		PTFAX	Equity Market Neutral	2007-2014	2.83%	2.21%
PIMCO High Yield A		PHDAX	High Yield Bond	2009-2014	2.30%	0.48%
MassMutual Total Return Bond A		MPTR X	Intermediate Core-Plus Bond	2010-2014	1.38%	1.31%
Janus Henderson Abs Ret Inc Opports I		Janus Henderson	JUCIX	Nontraditional Bond	2014-2019	0.29%

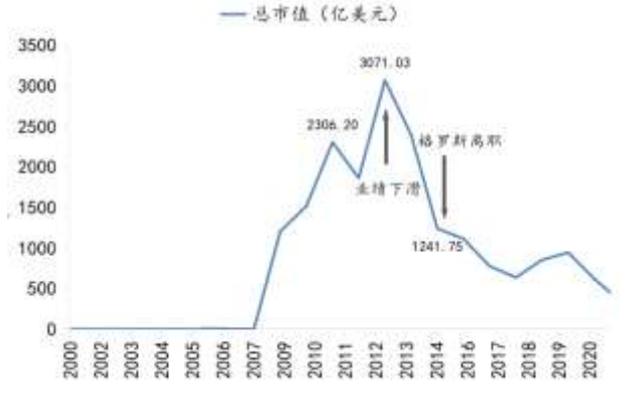
资料来源：Morningstar、国信证券经济研究所整理

图 2: PIMCO 总回报基金业绩



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理。

图 3: PIMCO 总回报基金规模



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理。

1984 年, 杰弗里·冈拉克加入 TCW 公司, 自 1993 年至 2010 年管理 TCW 总回报基金, 任职累计回报为 209.65% (1993/6/18-2009/12/31), 年化回报 7.07%。2010 年冈拉克建立了 DoubleLine 公司, 其管理的 DoubleLine 总回报基金截止目前累计回报 82.23% (2010/4/6-2021/7/26), 年化回报 5.45%, 该基金总资产规模目前达到 496 亿美元。除此之外, 冈拉克目前也管理 Core Fixed Income Fund、Shiller Enhanced CAPE®、Income Solutions Fund 等十余个基金。

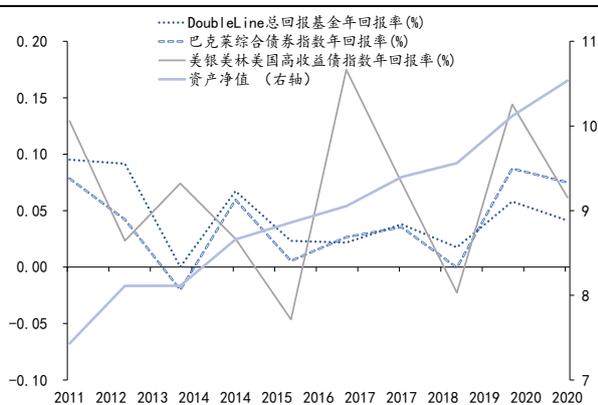
图 4: 杰弗里冈拉克曾管理基金一览

基金全称	代码	基金类型	任期	任期表现	表现	当前规模
Core Fixed Income Fund	DBLFX / DLFNX	Intermediate Core-Plus Bond	2010-	4.96%	3.60%	11.8 Bil
Total Return Bond Fund	DBLTX / DLTNX	Intermediate Core-Plus Bond	2010-	5.46%	3.78%	49.6 Bil
Opportunistic Credit Fun	DBL	Closed End	2012-	6.91%	3.08%	297.0 Mil
Income Solutions Fund	DSL	Closed End	2013-	5.91%	2.98%	1.8 Bil
Shiller Enhanced CAPE®	DSEEX / DSENX	Large Blend	2013-	16.66%	14.75%	9.7 Bil
Flexible Income Fund	DFLEX / DLINX	Nontraditional Bond	2014-	3.72%	3.49%	1.3 Bil
Long Duration Total Return Bond Fund	DBLDX / DLLDX	Long Government	2014-	4.58%	3.30%	89.0 Mil
Global Bond Fund	DBLGX/DLGBX	World Bond	2015-	1.64%	3.77%	845.6 Mil
Shiller Enhanced International CAPE® Fund	DLEUX / DSEUX	Europe Stock	2016-	11.30%	10.63%	79.7 Mil
Colony Real Estate and Income Fund	DBRIX / DLREX	Real Estate	2018-	15.61%	20.80%	16.5 Mil
Multi-Asset Growth Fund	DMLIX / DMLAX	Tactical Allocation	2019-	4.77%	8.16%	29.2 Mil
Low Duration Bond Fund	DBLSX / DLSNX	Ultrashort Bond	2019-	2.09%	4.44%	7.3 Bil

Yield Opportunities Fund	TCW	DLY	Closed End	2019-	-	5.25%	946.4 Mil
Multi-Asset Trend Fund		DBMOX/DLMOX	Systematic Trend	2021-	11.38%	27.80%	11.5 Mil
TCW Core Fixed Income		TGCFX/TGFNX/TGCPX	Intermediate Core Bond	1993-2010	3.46%	3.37%	-
TCW Total Return Bond		TGLMX/TGMNX/TGLSX	Intermediate Core-Plus Bond	1993-2010	4.12%	3.60%	-
TCW Short Term Bond		TGSMX	Ultrashort Bond	1993-2010	2.39%	3.65%	-

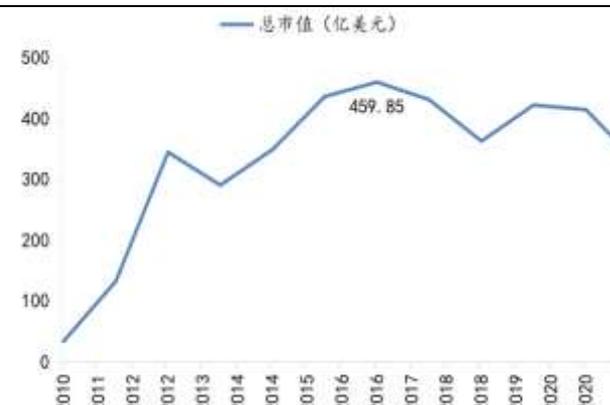
资料来源: Morningstar、国信证券经济研究所整理

图 5: DoubleLine 总回报基金业绩



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理。

图 6: DoubleLine 总回报基金规模



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理。

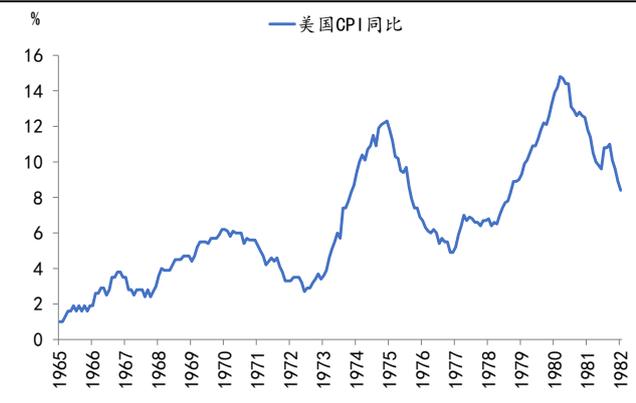
## 2. 比尔·格罗斯的预测: 偏基本分析派, 立足于 3~5 年长期趋势

### 2.1 1980s-1990s 初期: 预测美联储进入降息通道

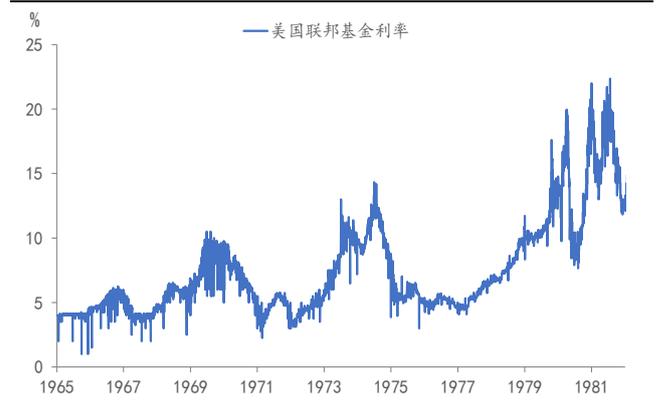
上世纪 70 年代的滞胀萌芽于 60 年代中后期宽松的货币政策, 并由 70 年代两次石油危机推上巅峰。上世纪 60 年代中后期, 美国经济增长放缓, 为了刺激投资和经济增长, 奉行凯恩斯主义的政府实施了扩张性的财政政策, 同时美联储为协调不断扩大的财政赤字采取了低利率政策, 但未能改变经济中长期下滑的趋势, 反而导致通胀走高。70 年代初期, 美国滞胀出现一定好转, 但 1973 年和 1978 年两次石油危机对居民汽车等耐用品消费、工业生产和投资造成了剧烈冲击, 油价上涨导致通胀的大幅飙升, 美联储在面临控制通胀还是刺激经济的选择中选择了后者, 造成美国通胀持续走高, 并于 1979 年达到通胀高峰。1979 年, 沃尔克担任美联储主席, 将稳定物价定为美联储的首要目标, 开始了历史上最严峻的信用紧缩时期, 坚定地收缩货币供应量、提高利率, 联邦基金利率在 1980、1981 年平均高达 13.35%、16.39%。

图 7: 上世纪 70 年代美国大通胀

图 8: 上世纪 70 年代美国联邦货币基金利率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

**高通胀造成美国 70 年代长达十年灾难性的债券熊市，格罗斯预测美联储即将降息，债券牛市将至。**通货膨胀持续上升带动利率大幅上行，美国 10 年期国债收益率从 1970 年 12 月的 6.4% 大幅上行至 1979 年 12 月的 10.4%。因此，到了 70 年代末期，债券熊市让许多基金经理完全丧失了信心，但格罗斯却坚定地认为，为了解决严重的通胀，美联储连续升息已经超过了 15%，过高的利率水平将造成经济衰退，未来降息概率会大大提高。

**格罗斯的判断依据是极高的利率水平拖累了经济增长，美联储为消除经济衰退风险将降低利率。**1978 年 1 月，他在投资展望中指出，美国长期经济增长已经放缓，潜在利润增长正在消失，未来通胀和利率不再抬升，1979 年-1981 年的经济衰退验证了他的预测。1982 年 10 月，他指出尽管在过去两年经济遭遇了严重的阵痛，但当前和未来的股票和债券市场已经出现了改善的迹象，并且提出未来的牛市可能比先前所有牛市都更持久。由于 1980 和 1981 年紧缩的联储政策和财政控制造成了极高的利率水平，最终将变得有破坏性并对经济造成沉重的拖累，造成国内企业容易破产，工人失业增加，因此美联储不会进一步加息。历史经验表明，美联储公开市场委员会的加息一直是经济衰退的一个重要原因，实际（经通胀调整的）短期利率的急剧上升预示着经济疲软。加息后的几个月或几年利率将见顶，经济增长放缓，实际产出下降，失业率开始上升。如果经济出现衰退的迹象，美联储大概率降息以减少或消除经济衰退的风险。

**美联储自 1982 年进入降息通道，格罗斯预期的债券牛市如期而至。**1982 年 7 月，美联储首次降息，并在电话会议中表示未来将逐步降低联邦基金利率，虽然期间经历了两轮短暂的加息周期（1983 年 3 月至 1984 年 8 月，从 8.5% 调整至 11.5%；1988 年 3 月至 1989 年 5 月，从 6.5% 上调至 9.8125%），但 1982 年

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_25047](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25047)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn