

债市:博弈牛尾 不立危墙

□本报记者 王皎

2014年至2015年,似乎没有什么能够阻挡债牛的铁蹄,10年期国债收益率一下再下,轻轻松松从4.6%以上迈进“2时代”,走出史上最波澜壮阔的牛市行情。

连续两年多的债牛已是历史罕见,而在经济转型升级、增速下行的大背景下,目前市场主流观点认为,本轮“历史最长”牛市并未结束,利率新低之后或还有新低,不过机会犹在的同时风险亦在逐渐加大,债牛继续前行还需跨越四道坎:一是经济下行有底,企稳回升的概率增大;二是受制信用扩张传导不畅等风险,货币宽松力度受限;三是美加息后人民币贬值压力加大;四是供给冲击仍将持续,风险事件不断增多。

危墙之下,2016年的债市注定跌宕。投资者注定很难再像过去那样“旱涝保收”,从追逐“高收益”到追逐“低风险”或成定局。



CFP图片 制图/韩景丰

宏观经济下行有底

毋庸置疑,经济增速中枢下移是过去两年驱动债牛前行的核心因素。内外部环境皆不容乐观的情形下,多数分析师预测2016年我国经济大概率仍将处于寻底的过程,并进一步带动利率中枢下移,债券长牛基础未变。

中信建投证券指出,国内层面,经济内生动力不强、投资回报率降低,第二库存周期下行阶段将拉开序幕,供给端收缩;需求端固定资产投资、消费、出口全线回落。国际层面,全球经济增长缺乏动力,国际地缘政治风险较为突出,外贸发展面临的国际环境不确定性依然较大。“GDP将降至6.5%的新台阶,未来1—2年经济继续探底。”

不少分析师预计2016年我国GDP增速将进一步下降至6.5%—6.8%的水平。

经济继续下滑似乎已没有争议,但下行之路并非没有“休止符”。业内人士指出,尽管经济仍然存在下行压力,

但在政策持续放松以及融资环境改善的背景下,积极因素也在逐步积累,GDP增速正接近底部区域,2016年下半年经济企稳回升的概率增大,或影响债牛继续发力,对本已处于历史相对低位的利率形成负面冲击。

东兴证券指出,在化解过剩产能、减轻企业负担得到有效实施后,2016年经济筑底结束也不是完全没有可能,这取决于供给侧改革的政策力度,也即减税和降低企业经营成本,是否能够打破地方保护藩篱,坚决关停僵尸企业,让市场中的企业得到重生机会。

“经济下滑并不会没有底线,中国城镇化仍在继续,对于房地产长期增长状况我们不乐观也不悲观,这构成了我们对于内部经济增长底部将获得企稳支撑的基本判断。对于外部经济增长,2015年全球经济增长最差的时期已经过去,2016年及之后,我们或许能够期盼到全球经济的企稳回升。”中信证券表示。

货币宽松力度受限

2015年,货币环境持续宽松,中国人民银行年内多次实施降准降息,加上2014年11月降息,本轮货币宽松已经6次降息、5次降准。持续的货币政策宽松铸就资金市场低利率,并带动债券收益率下行,长期来看有利于债市走牛。

目前市场主流观点认为,经济探底过程中,通缩压力仍然是主要矛盾,美元加息、大宗商品供需矛盾短期难解决加上国内产能过剩,核心CPI将低位运行,PPI向下压力犹存,货币政策的持续宽松依然十分必要。2016年货币环境仍将维持宽松,全面的降息降准仍会继续。

“为了防止经济断崖式的下跌和债务率上升时期的金融风险,央行必将维持宽松的货币政策,在衰退式需求的大环境之中,债券市场的资金继续处于充沛的状态。”中信建投证券表示。

2015年,央行货币政策量价齐宽,短期利率维持在低位,但利率向长端传导不利,贷款利率降幅有限。同时,不良率上

升—银行风险偏好下降—企业资金链承压—信用风险上升的链条难以打破,融资难融资贵的矛盾仍未彻底解决。

业内人士就此认为,2016年货币政策大概率将保持中性偏宽松,但货币宽松边际力度将不及2015年。目前存款利率已经降至1.5%的历史新低,继续向下空间相对有限,而降准作为对冲外汇占款流失的手段仍有空间。

“2016年央行的货币宽松至少受制于两个因素,不会大幅放松。”国泰君安证券认为,受到汇率贬值预期带来的资本流出风险以及资产价格泡沫风险,货币政策仍然将保持一定的定力。

中信证券同时表示,2016年将迎来经济逐步探底、产出缺口缩窄的过程,所以大幅调低基准利率的政策依据不成立。预计利率汇率联动加强,美联储加息后中国国内利率有底。预计2016年降准400bp,降息0—1次,7天回购利率继续维持在2%—2.5%之间,相应隔夜拆借利率维持在1.5%—2%之间。

资本外流压力加大

2016年,汇率波动依然是影响金融市场的核心变量之一。分析人士指出,在美国正式进入加息周期和中国经济进一步下行的双重压力下,市场对人民币贬值预期明显升温,资本加速流出风险增大,可能成为阻碍债牛前行的又一道坎,窒息操作需注意杠杆风险。

由于美国经济数据好坏不一、全球市场动荡不安,因此市场目前预测美联储加息的节奏将非常缓慢。但中信证券认为,美联储加息的节奏可能快于预期。若美联储加息节奏快于预期,则会导致收益率上行的风险。

不管美联储最终以何种路径加息,美联储收紧货币政策对全球流动性的影响都将贯穿全年。而2015年外汇储备和外汇占款双双下滑凸显出我国资本净流出压力很重。数据显示,2015年11月末央行口径人民币外汇占款下降3158亿元,创历史第二大降幅;当月外汇储备也下降872亿美元,同样创2015年8月以来最大降幅。

“人民币汇率趋势的变化,改变了一部分投资者对人

民币汇率的预期,叠加美元升值以及新兴市场国家资本流出双重影响,外部流动性开始出现大幅波动甚至明显流出,从边际上约束了国内流动性。”国泰君安表示。

银河证券进一步指出,人民币汇率波动风险将是制约人民币债券需求的最主要因素。人民币贬值压力的充分释放将对国际资本对于人民币债券市场需求提供支撑。这依赖于汇率贬值的幅度是否能够充分以及经济基本面是否能够企稳为汇率提供支撑以扭转人民币贬值预期。综合考虑汇率风险,中国10年期国债2.8%左右的水平在国际市场上已经不具备投资吸引力,另外,受制于汇率及中美经济的趋势性差异,10年期国债中美利差的进一步收窄将会加速资本流出,使利率面临抬升压力。因此,10年期国债收益率的下行空间非常有限。

不过也有观点认为,考虑到我国经济增速仍然相对较高、长期维持顺差、外汇储备充足等因素,人民币并不存在长期贬值基础,无须担忧长期资金外逃而导致债市下跌。

供给冲击仍将持续

2015年债券牛市再次超出市场预期,下半年的“资产荒”是主要驱动力之一。尽管2016年“资产荒”格局有望延续,但对债券而言,供给冲击仍将持续,风险事件不断增多,依旧是干扰市场行情的主要因素。

如银河证券所言,随着股市IPO重启,地方政府存量债务置换以及公司债的发行主体扩容,预计2016年债市供给压力依然很大。“受制于财政收入增速下滑,稳增长依托财政发力,2016年利率债供给不会减少。同时鉴于地方政府债务置换2016年压力依然较大,若按城投债到期规模推算,预计2016年置换规模要大于2015年。因此,债券市场供给量较大依旧是干扰债券市场行情的主要因素,阶段性风险偏好的转变和债券供给的释放会造成债市的波动。”

据中信证券测算,2016年,中央政府债务赤字率预计会上升到3%,国债新发3万亿元,地方政府债务置换规模预计在2.5万亿元左右,政策性金融债预计发行2.4万亿元。另据国泰君安数据,预计2016年财政预算赤字率提升至2.9%,国债和地方政府债总发行将达2.65万亿元和4.5万亿元以

上,利率债同比扩容近1.4万亿元。

市场人士透露,管理层已经开始降低公司债和企业债发行门槛、筹划股票注册制,未来产业债规模将继续大幅增加,叠加今明两年为城投债到期高峰,地方债务置换规模也不小,明年债市扩容将继续,供给带来的压力不容小觑,但只要资金面不紧张,供给并不会压倒配置盘。

展望2016年,经济持续寻底,货币宽松延续,配置需求尚佳,都将推动“债牛”继续前行。但财政发力托底经济、货币宽松边际减弱、美联储持续加息、资金外流加速、供给冲击乃至信用风险事件增多等多重因素,都可能对债牛走势形成负面冲击。总体来看,当前债券利率已下行至低位,进一步大幅下降的空间有限,加上多种因素相互制衡,预计2016年“慢牛”主导市场。

如国金证券所言,未来中国债券市场很难再像过去那样“早涝保收”,利率波段操作和残酷的“刀口舔血”将成为主流,而准确的波段操作将是未来获取高收益的重要法则。

■ 论债

趋势

史上“最长”牛市到底有多长,或许是每个债券投资人都想知道的答案。

国泰君安:本轮“历史最长”牛市并未结束,2016年,史上“最长”债券牛市仍将继续。

渤海证券:基本面是影响债市的首要因素,在宏观经济没有确定企稳之前,一切判断债牛结束的结论都言之过早。

申万宏源:“资产荒”反映的资金理财化趋势很可能是具有长期性的。资产荒下,债券不轻言熊市,但收益率下行或遇阻,牛市转入震荡市。

策略

对于本轮牛市的前景,幅度或许比空间更重要,也更难以预料,这可能意味着在投资策略的把握上要更加主动、灵活、稳妥。

东北证券:2016年上半年牛市行情延续,逢收益率上行可加大国债、国开债配置比例;下半年市场阶段性调整较多,应注意缩短久期,保证操作资金的流动性。

华创证券:利率债高位运行,波动比趋势更重要,2016年更应该做“骨头”;信用债需要关注信用风险的释放。

招商证券:利率风险要大于流动性风险,短久期要好于长久期,纯债策略上建议杠杆优先、久期控制。

机会

面对不确定性增加的环境,机会尤为可贵,而最务实策略莫过于在不确定性中找寻相对的确定性。

广发证券:久期策略得到重视,信用风险逐步暴露,利率品将是2016年重点配置品种。

国泰君安:一些过去流动性溢价比较高的非传统品种,如7年左右非国开债、地方债、资产证券化、PPN、私募债等“价值洼地”,可能受到追捧。

中信建投:经济调整中风险事件的暴露将加大,风险资产的高估和无风险资产的低估将逐步改变。2016年的债券牛市将由利率债主导。

兴业证券:中国不是缺融资需求,而是缺风险定价;扩大资产频谱,同时提升信用风险定价能力,寻求并抛弃资产中的价值洼地是方向。

国泰君安:通过提升风险识别和管理能力,寻找市场错杀品种,管理市场不能管理的风险,在获取超额收益中的重要性越来越强。

中金公司:伴随违约案例的多样化,投资者对于问题个券的看法分歧程度增加,在超跌和错杀过程中也会蕴含更多获取超额收益的机会。

警示

2016年,潜在风险可能不少,但哪些又是更应被重视或者更容易被忽视的?

民生证券:在扩容和违约常态化下,个券收益率受企业和行业资质波动影响更大,信用债研究要求“精细化”、“股票化”。

安信证券:一些风险可能会引发债市调整,概括起来无非有三点,即资金外流、资金在金融系统里空转引发通胀压力、私人部门开始增加杠杆。

中投证券:近年来弱周期行业的隐含评级开始出现调整,此类行业受经济回落的影响会相对滞后,而目前估值相对乐观,并未给予足够重视。

(张勤峰 整理)