

■ 多空论剑

# 中美利差难成债牛硬约束

□本报记者 王姣

近两周,中美债市走势再现背离,中美10年期国债利差迅速收窄至24BP,创2010年7月21日以来新低。

中美利差持续收窄的原因是什么?会否继续收窄甚至倒挂?跨境资本流动将如何影响人民币资产?中国证券报本期邀请长江证券研究所宏观部负责人赵伟、中信证券固收首席分析师明明进行探讨。

## 中美利差中枢趋势下移

**中国证券报:** 后续中美利差会否继续收窄甚至倒挂?

**赵伟:** 中美利差本质上由中美两国货币环境和经济形势的差异程度决定。中美基准利率之差与中美利差总体走势基本一致。

今年以来,美联储持续加息,而中国央行多次降准、维护货币环境相对宽松;尤其是近期,美联储加息后,中国央行未调整逆回购利率、再次宣布定向降准,进一步明确中美货币环境差异。这与美国通胀持续抬升、国内信用收缩影响逐渐显现等有关,中国货币政策主要服务于国内宏观形势。在这种背景下,中美货币环境的差异,或导致中美利差中枢趋势下移。

**明明:** 今年以来,中美利差持续收窄是中国国债收益率下行而美债收益率同时上行的结果,其背后是中美货币政策分化。2018年以来,国内货币政策趋于宽松,国债收益率缓步下行;而美联储货币政策正常化过程中渐进加息并缩表,美债收益率上行,中美货币政策分化的深层次原因是中美经济周期的分化。从美联储最新的表态看,渐进式加息将持续,根据市场预期,即便人民币银行不下调公开市场操作(O-MO)利率,中美政策利率将在明年一季度实现倒挂,届时中美市场利率倒挂的概率较大。

## 对人民币资产影响有限

**中国证券报:** 结合中美利差变化,谈谈跨境资本流动将如何影响人民币资产?

**赵伟:** 中美利差变化影响汇率预期和资本流动,进而可能影响国内货币环境。中美利差处于低位回升时,汇率贬值预期趋于修复、资本趋于流入;中美利差处于高位回落时,汇率贬值预期趋于悲观、资本趋于流出,进而影响国内货币环境。

中美利差,常用于辅助判断国内长端收益率变动空间和走势,因而中美利差变化可能导致投资者判断的调整,进而对债市短期交易行为产生一定影响。但中美利差并非国内债市的

核心驱动因素,国内债市中期逻辑,主要取决于国内宏观形势变化。中期来看,信用收缩滞后效应的显现,或使基本面对债市有利,叠加流动性的支持,收益率或趋于下行。

**明明:** 中美利差收窄会加大资金外流的压力,从而对人民币汇率产生贬值压力。但这一过程只有在发生跨境资本流动后才会起作用,因而中美利差和人民币汇率直接存在相互作用。而市场对中美利差的容忍程度不是一成不变的。今年以来,中美利差持续收窄过程中,人民币汇率呈现先升值后贬值的走势,说明中美利差与人民币汇率并不一定成线性关系,影响人民币汇率的因素也有很多。中美利差收窄的很重要原因在于美债利率的持续攀升,而不是我国国债收益率过度下行,在美国货币政策紧缩周期中,美债收益率持续上行最终一定会导致中美利差的收窄,中美利差对于国内利率下行将构成障碍。

## 基本面短期仍支撑债市

**中国证券报:** 海外情绪影响下,我国股债跷跷板将如何演绎? 并请提供投资建议。

**赵伟:** 综合考虑中美利差和通胀预期等因素的影响,利率债短期仍有震荡调整压力;中期来看,债市或回归基本面驱动。短期来看,中美

利差变化或对国内债市交易行为产生干扰,猪肉和原油价格上涨,进一步推升通胀预期;即使考虑地方债供给变化等,利率债仍有震荡调整压力。中期来看,转型框架下的政策维稳,并非走刺激老路,更加注重结构性发力,信用收缩滞后效应的显现,使经济基本面对债市形成支撑;但通胀走势,或朝不利于债市的方向演化。

**明明:** 影响大类资产的因素主要有三点:基本面、海外因素、资金面。基本方面看,国内基建反弹面临时空限制,但经济软着陆下建议上修预期;海外因素看,汇率波动加大和贬值预期管控将削弱货币贬值——资本外流循环;资金面看,11月资金面平稳概率大,流动性对债市扰动不大。

近期针对股权质押风险和民企的各项支持政策推出,以及贸易形势边际缓解,令投资者担忧风险偏好上升将压制债市,在看到更多资金流向股市之前,可能需要看到企业盈利的逐步修复。事实上,历史上一般从“政策底”到“市场底”至少存在3到4个月的时滞,“政策底”夯实后短期债市可能出现回调,此后仍将跟随基本面重回下行。当前市场价格已基本反映风险偏好的部分,而要看到下一步盈利修复,则不妨关注基本面大环境何时能够见底,在此之前债市收益率仍将重回下行。

## 下周央行逆回购操作料重启

□本报记者 张勤峰

本周央行在逆回购操作方面并无动作;货币市场流动性整体宽松,但由于缺少增量资金供给,在超储自然消耗情况下,后半周出现一定的收敛迹象。总的来看,11月流动性基本无忧,但月中税期、国库现金定存到期等因素仍会造成一定扰动,预计央行可能在月中时点重启逆回购操作,为市场注入适度的增量流动性。

本周央行未开展逆回购操作,已连续11个交易日未开展操作。此外,央行对到期MLF进行了续作,操作量与到期量相同,并没有投放增量流动性。央行还首次在香港发行了两只央票,发行央票是回笼流动性,但由于在离岸市场操作,对内地市场流动性无影响。不过,本周央行没有通过公开市场渠道,向市场投放增量流动性是明确的。这恰恰说明市场上资金是足够的。

本周,市场资金面总体延续了月初以来的宽松态势,货币市场利率继续下行,短期品种一度出现较明显下行。以银行间市场回购利率为例,本周隔夜回购利率DR001由上周五的2.46%最低降至本周四的1.96%,下行50bp,并跌破2%;7天回购利率DR007从2.60%降到了2.55%,下行5bp,并降到了与7天期央行逆回购利率相同的水平上。从以往来看,当隔夜利率跌破2%、7天利率跌至2.55%这个位置上,说明短期资金面处于较宽松,甚至很宽松的状态。

一般认为,2.55%-2.70%是当前央行比较合意的7天期利率运行区间。今年下半年以来,7天期回购利率基本上就在这个区间内运行,曾经短时跌破2.55%,但未能持续太久,也曾经超过2.70%,同样不是常态。这样一个既低又稳的运行态势,很好地展现了央行对于流动性“合理充裕”的调控目标。

就11月而言,流动性供求面临的不利因素较少,主要有下面几项:一是月度企业缴税,主要影响月中的流动性;二是外汇因素的影响;三是两笔国库现金定存到期,分别是11月15日到期1200亿元,11月29日到期1000亿元。

下周,税期因素将逐渐显现,到15日前后税期高峰出现时,对短期流动性的影响将达到最大程度。同时,15日还有1200亿元国库现金定存到期。两者可能形成叠加影响。因此,下周央行有可能重启逆回购操作,对税期、国库定存到期等予以对冲。

年尾阶段,财政支出料逐渐发力,财政库款下拨会增加流动性供给,流动性总体上问题不大。另外,如果外汇因素的不利影响加大,央行可能会考虑通过降准、MLF等方式进行对冲。因此,未来资金面继续保持宽松基本没有悬念,倘若外汇占款出现加速下滑,反倒意味着央行采取加量续作MLF或降准的概率将会提升。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年11月9日 单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
505888	嘉实元和	1.1538		11,538,255,624.91	

注:1.本表所列11月9日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。  
2.基金资产净值的计算与:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。  
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。

## 可转债:穿越牛熊的好抓手

□胡玉峰

回顾年初以来A股走势,如果说2017年尚有以上证50为代表的大盘股行情,今年以来各大指数普跌则是典型的熊市行情。至于债市,实体经济投资需求低迷,无风险利率见顶回落的同时,民企债务违约多发。在这样的一个股熊债稳的格局下如何提高资产配置的风险收益比?

笔者认为,可转债兼具股性和债性,其条款设计决定了股票下行时市场风险可控。年初以来,上证综指下跌超过20%,而同期中证转债指数只下跌0.53%。考虑到如P2P、房地产等其他理财渠道并不一定安全,可转债如果运用得当,投资者能够用较少的代价博取未来较大的收益,可以视作当下股熊债稳行情下最优投资方向之一。

国内可转债市场始于1992年宝安转债发行。2017年再融资政策调整后,加之信用

发行方式的引入,使得转债市场迎来大扩容时代。据Wins数据,我国可转债市场存量转债(包括可交换债)共计267只,余额共计3670亿元,遍布国民经济各个行业。相较以往,无论是周期类、消费类、TMT、科创类等,都已有相关转债标的,因此投资者挑选余地较大。

一般来说,熊市股价波动率低,牛市股价波动率高,而且波动率呈现集群效应。当前,转债低估值为擅长逆向投资的投资者带来了较好的介入机会。假设投资者自有资金成本为6%,当前交易所7天资金成本GC007稳定在2.5%附近,AAA级转债的质押率普遍在0.7,另外再计入转债的票息收益,融资买入AAA级偏股性转债的机会成本有限。历史上,上证指数180天年化波动率最低为8.34%。因此,当前买入持有AAA级偏股性转债策略胜率较高。实际上,从历史统计数据来看,市价100买入转债并持有3年的年化收益

基本上都超过10%。虽然股市企稳仍需时间,但是低机会成本,低估值确实给了耐心投资者等待戈多的勇气。

除了偏股型转债,为考察偏债型转债的投资价值,以上一轮熊牛切换中比较典型的转债——南山转债为例。2014年1月13日,南山转债市价创出历史最低895元,对应到期收益率7.48%,虽然很高,但也略低于同日同期限同评级中证公司债收益率曲线对应到期收益率。反观当前,市场中最典型垃圾债形态的可转债——辉丰转债,其市价早已跌破80,到期收益率一度达到11.5%,远超南山转债。随着国内信用违约约纵深态势发展,转债市场中出现上市公司破产等极端违约事件的可能性越来越不容忽视。但随着决策层定调大力支持民企发展壮大,优质民企的流动性问题预计将慢慢不再成为制约其发展的主要矛盾,因此投资者需重点关注这一轮普跌行情中被错杀的优质民企转债。

国内可转债一般都会设置下修条款和回售条款。由于在熊市中,投资者可以在满足回售条件时按照略高于面值的价格回售给发行人。除非发行人违约,熊市中转债的下行风险几乎被锁定。此类下修和回售条款可以视为转债投资者穿越牛熊的定海神针。这也是转债投资者在转债低于面值时可以左侧参与股市的最大依据。

综上所述,熊市预期下投资者容易低估未来股市波动率,这给予转债投资者以低估的转股期权;宏观流动性稳定有助于中小盘纯债型转债回归债底价值,锁定下行风险;上市公司与投资者在转股上利益一致,下修与回售条款保证转债投资者能够有足够资本穿越熊市最后的黑暗。基于以上三点考虑,通过买入持有偏股型,左侧埋伏偏债型,阶段性博弈潜在下修标的的这“三板斧”,转债投资者有望战胜市场指数,在资本寒冬中收获希望。(作者单位:中国社会科学院研究生院)

万报之报 国际消息总汇

党员干部的“头条总汇”

参政消息

权威的中国企业传播平台

新华每日电讯

经济参考报

# 欢迎订阅新华社报刊

半月谈

瞭望

政策讲解 聚焦基层关切

聚焦高端 关注决策层

打开微信,扫描二维码即可订阅。更多报刊请关注 paper.news.cn



半月谈



新华每日电讯



参政消息



经济参考报



瞭望