

■ 多空论剑

民企债:春风何时到我家

□本报记者 张勤峰

随着利率债牛市持续深入,利率水平不断下滑,加上诸多政策力挺,信用债的投资机会开始受人关注。中低等级债券的春天要来了吗?两位券商固收首席分析师告诉中国证券报记者,相比无风险收益率曲折下行,2019年信用债行情可能更有盼头;宽信用取向下,信用债一二级行情均在回暖,中低等级债、民企债中不乏价值洼地,但风险也相对突出,投资时应权衡风险与收益,不能过度降低评级。

利率向下“牛平”可期

中国证券报:一轮跨年行情过后,利率市场显现分歧,对无风险债券中短期走势有何看法?

黄文涛:当前债市交投活跃,但春节前收益率下行空间有限,一方面资金利率存在回升压力,目前“滚隔夜”的操作或难以继续;另一方面,预计2018年12月信贷数据或在1万亿元左右,超预期概率较大,叠加地方债提前发行,或对当前市场情绪造成冲击。中期来看,债券牛市逻辑并没有动摇,增长下行压力没有消除,且工业品“通缩”预期升温,货币政策对冲增长下行仍有空间;在债市初步消化地方债提前发行的冲击后,随着基本面进一步下行,2019年债市牛市也将随之延长。

张旭:短期内利率品有调整风险,理由有三:第一,长端利率的短期波动在很大程度上取决于短端利率。年初以来资金利率处于较低水平,因此长端利率下行幅度较大。而随着信贷大量投放,春节走款开始、地方债陆续发行,流动性有可能从较高水平回归常态。在短端利率的牵引之下,长端利率会承受上行压力。第二,长端利率的估值也受到市场预期的影响。预计2018年12月的信贷增长在1万亿元左右,2019年1月会超过2.5万亿元,均处于较高的水平。信贷的快速增长有可能改变市场对于未来经济增长的预期,从而推高利率品的收益率。第三,无风险利率的供给节奏也会影响其市场价格。地方债或从1月下旬开始陆续发行,至月底前至少会发行2000亿元,大量供给会推动市场向不利方向发展。

中国证券报:2019年无风险债券利率还有多大下行空间?对收益率曲线形态有何判断?

黄文涛:随着经济下行预期验证,2019年10年期国债利率破3%概率增加,当前10年国债收益率位于3.1%附近,初步预计还有30bp左右下行空间。从收益率曲线来看,当前期限利差在70bp~80bp,由于节前资金利率大概率上行,期限利差大概率收窄,短期内收益率曲线或趋



中信建投证券宏观固收首席分析师
黄文涛

在经济触底回升以前,信用风险还有一个出清过程,短期对于民企债投资不能过度降评级博收益,控风险防踩雷仍是第一要务。



光大证券固收首席分析师
张旭

中低等级债券、民企债券的信用利差仍有收敛空间,但其违约风险也相对较高,对于这两类品种的投资需把握好风险与收益之间的关系。

于扁平。中期来看,债券牛市逻辑不改,相较于短端利率,长端利率下行空间更大,收益率曲线大概率从此前“牛陡”向“牛平”转变。

张旭:2019年经济仍面临较大下行压力,但货币政策已经很难出现与2018年相同幅度的放松,因此无风险利率下行空间相对有限。期限利差将会进一步收敛。很显然,货币政策宽松的空间是有限的,而市场对于货币政策宽松的预期是不现实的。在市场过于乐观的预期下,长期期收益率较有可能被过度压低,这将让收益率曲线看上去更为平坦。

信用债一二级行情均有起色

中国证券报:近期信用债一二级市场有何变化?信用利差水平如何?

黄文涛:2018年信用债融资总体较2017年大幅好转,发行量逐季上升,净融资额也在四季度达到最高。近期中短票收益率全面下行,中高等级1年期下行最多,低等级5年期下行最多;信用利差变化不一,1年期走阔,3年期、5年期收窄;信用利差历史分位数AA-基本在90%以上,除1年外中高等级分位数较低。

张旭:宽信用正在起效果,目前一二级市场都在转暖。从一级市场来看,信用债发行量出现较为显著的增长,2018年第四季度信用债发行量达2.98万亿元,环比多发0.41万亿元,同比多发0.89万亿元。从二级市场来看,高等级的信用利差已明显压缩,且利差收敛的趋势正在向中等级拓展。截至2019年1月10日,5年期AAA级、

AA+级、AA级与同期限国债之间的信用利差为90bp、121bp、190bp,分别较2018年三季末下降了11bp、22bp、17bp。但上述“转暖”现象集中在中高等级,低等级主体的融资仍相对困难。目前5年期AA-级中票的信用利差为397bp,较AA级高出200bp以上,基本与2018年第三季度数据持平。

中国证券报:当前信用债投资价值几何?

黄文涛:房地产企业的流动性风险、民企的流动性风险与踩踏风险及城投的尾部风险,短期均在全面缓释;经营风险的走向尚需要经济数据的证实。在这个环境下,风险偏好较2018年是可以适当提高的。

城投债短期政策的风险点已经过去,目前政策基调下,公开债务实质违约风险不大,推动公益向非公益、东部向中西部、高行政级次向低行政级别的利差压缩,但建议投资者谨慎防尾部风险,不过分博高收益。

张旭:前期信用利差的扩大体现出市场过于悲观的预期,目前上述预期正在被修正,预计未来信用利差仍有被压缩的空间。在信用债诸多品种中,民企债将是收益率下行最快的,如果将违约风险纳入分析框架,则城投债将是性价比最高的。未来城投品种的违约风险并不主要来源于政府财政收入的变化,而决定于其产业类资产的状况。建议投资选择产业资产占比高、资质好的城投主体。

权衡低等级债风险与收益

中国证券报:中低等级债、民企债是否值得

关注?

黄文涛:当前民企债和垃圾债信用利差居于历史高位,虽然传导欠畅,但政府相关政策已经出台,后续会逐渐起到作用,信用利差再次快速上升压力较小,其中不乏价值洼地。

2018年以来,民企违约显著增多,数量高于历史中枢,虽然融资收紧因素在政策层面得以强力缓解,但目前来看经营层面压力逐渐加大。在经济周期触底回升以前,信用风险还有一个不短的出清过程要走,短期对于民营企业投资不能过度降评级博收益,控风险防踩雷仍是第一要务。

张旭:中低等级债券、民企债券的信用利差仍有收敛空间,但其违约风险也相对较高,对于这两类品种的投资需把握好风险与收益之间的关系,建立两个变量之间的动态平衡。

在进行风险识别时,需降低对于发行人行业的归因。事实上,我国债券违约的行业规律并不显著,违约的共性更多地体现于发行人公司属性和经营特征上。

从某种意义上讲,建议宁可投资长期亏损但是经营稳健的发行人,也尽量规避前期融资激进的发行人,毕竟亏损是慢变量,经营的恶化是个渐进的过程,不一定会迅速导致债券违约,而融资上的问题具有更大的不确定性。事实上,2014年~2016年的那段时间,部分发行人利用宽松的政策进行过度融资,现在融资收紧了,是风险水落石出的时候,大家还需要理性看待。

主,预计期货跌幅小于现货,FG1905合约下方支撑为1250元/吨。

长期来看,业内人士认为,房地产行业景气下行态势未改,或压制玻璃需求增长。

“2019年无论是新开工还是房地产投资均面临下行压力。政策方面,2018年以来房地产总体政策基调依然趋紧,短期政策转向概率很小。2019年棚改面临规模和货币化安置力度双下滑,对三四线地产的提振作用也将继续削弱。”东证期货分析师曹璐表示。

曹璐表示,“对2019年玻璃需求并不乐观,商品房销售对玻璃需求端的拉动存在大约一年到一年半的滞后期,本轮商品房销售增速高点出现在2016年4月,因此2017年玻璃需求端来自房地产市场的支撑始终较强。预计2019年玻璃需求端的渐进式走弱将延续。”

世事有简有繁,以简驭繁就好。

相对高价圈,低价圈的确认就很简单。

由于“市势永远向上”,也很少有事物会归零”,所以,上一轮牛市的底部区就是这一轮熊市的低价圈。

以1849点这轮牛市来说,高看一点,2478点以下,悲观一点,2270点以下,就是它的低价圈。

明白了这一点,就可明白,2449点、2440点的2次低位阳包阴并不是偶然的,它是大盘已来到低价圈的表现。

至于基本分析、因果推论,在这一点上都是无意义的。

原因无他,因果论是种归因法,哪些因素才

是重要,端赖分析者的选样,会受分析者的知识

结构、理论维度,更重要的是主观情绪影响——

越到五更越叫寒,越是趋势后期,关于这轮趋

势的合理性、必然性的理由被挖掘得越充分,越透彻,充分到四海无遗珠,透彻到横竖都有理。

而在重要关头,从来是一因胜过多因的。那一

因究竟是何因,我们人脑从来无法把握,这或许

就是霍华德·马克斯把周期归为“投资中最重

要的事”的原因。

高价圈和低价圈概念,就是帮助合理取舍、

正确选边的。

我以為,专业投资人和业余投资人最大

区别,不在理论和技巧上,而在心智上。人都有

贪婪和恐惧的弱点,这是数百万年自然进化中,

面对一次次饥馑、一次次突如其来的灾难所养

成的一种生存本能。

人还有厌恶错误的倾向。而最不能容忍的

总是和市势有关:牛市中,我们把“踏空”视

为最不能容忍的错误,几次卖错后,干脆不卖了,

最后套牢在顶部——哎呀,我5000点已经清仓了,

又进去了。熊市中,我们把“套牢”视为最大的错

误,几次买错后干脆不买了,最后踏空在底部——我知道那里就是个底呀。大多数投资者

最后都栽在这个方面。

而专业投资者则善于对错误进行分类,把不合时宜的、没有法度造成的错误看作是真

正的错误,把在高价圈尝试性卖出、低价

圈尝试性买入产生的错误视为“试错”。索罗

斯的“预期→反馈式交易”的精髓其实就在

这里。

就技巧来讲,大多数业余投资人要远远超

过专业级投资人——很多专业投资人的动作其

实都是很粗糙的,但他们胜在法度,胜在心智,

胜在思维方式。要让自己达到专业级水平,首

要让自己的心智和思维方式达到专业级水准,

技巧反而是其次的。

需求成玻璃期货反弹“拦路虎”

□本报记者 张利静

2018年11月以来,玻璃期货震荡走升,目前攀至三个月高位。截至昨日收盘,玻璃期货主力合约收报1323元/吨,日内上涨0.92%。分析人士指出,近期玻璃市场反弹主要是受到宏观方面地产调控放松及货币宽松的利好提振,随着利好兑现,基本面需求悲观压力将逐渐反映到价格中,玻璃期货春节前易跌难涨。

玻璃市场信心有所下降

现货市场上,近期玻璃价格走势尚可,厂家出库情况一般,市场信心表现不佳。

市场人士表示,目前玻璃生产企业以增加出库和回笼资金为主,部分地区市场价格成交

灵活,市场信心环比有所减弱。随着下游市场结束赶工期,采购积极性也有所下降。玻璃市场产销率小幅下滑,厂家出库情况有所放缓,部分厂家库存环比小幅增加。

“国内多地玻璃现货价格下调,淡季影响加剧,需求持续下滑,下游企业订单减少,对原片采购量放缓,市场预期谨慎,冬储意愿不高,生产企业出库继续放缓。冷修生产线增加及多数企业资金情况尚可,使生产企业继续挺价销售。但从历史看,1~2月玻璃库存将进入加速累计阶段。”方正中期期货分析师汤冰华表示。

宏观利好消散 春节前易跌难涨

对于近期玻璃期货的反弹,从宏观来看,汤冰华分析,为对冲经济下行压力,国内宏观政策

不断调整,国内多地房地产调控政策有所放宽,同时央行降准所带来的货币政策进一步宽松,玻璃需求悲观预期弱化,期现货价格迎来反弹。但他认为,这一支撑将逐渐弱化。

“进入元月,随着相关政策陆续落地,影响逐渐减弱,决定玻璃价格走势的天平将向供需面倾斜。北方地区赶工结束,淡季影响增强,而房地产相关政策的放宽,或使下游备货意愿提升,但空间有限,玻璃需求下滑趋势不变,且幅度将会增加。受成本及利润影响,预计仍将有生产线冷修,但数量环比或将减少。相较2018年同期,春节前库存累计幅度将会扩大,且2月受春节假期影响,库存将进一步增加。”汤冰华认为,生产企业在节前将会出台冬储政策以实现库存转移,玻璃现货价格面临下调,基差修复则大概率以现货下跌为

主,预计期货跌幅小于现货,FG1905合约下方支撑为1250元/吨。

长期来看,业内人士认为,房地产行业景气下行态势未改,或压制玻璃需求增长。

“2019年无论是新开工还是房地产投资均面临下行压力。政策方面,2018年以来房地产总体政策基调依然趋紧,短期政策转向概率很小。2019年棚改面临规模和货币化安置力度双下滑,对三四线地产的提振作用也将继续削弱。”东证期货分析师曹璐表示。

曹璐表示,“对2019年玻璃需求并不乐观,商品房销售对玻璃需求端的拉动存在大约一年到一年半的滞后期,本轮商品房销售增速高点出现在2016年4月,因此2017年玻璃需求端来自房地产市场的支撑始终较强。预计2019年玻璃需求端的渐进式走弱将延续。”

世事有简有繁,以简驭繁就好。

相对高价圈,低价圈的确认就很简单。

由于“市势永远向上”,也很少有事物会归零”,所以,上一轮牛市的底部区就是这一轮

熊市的低价圈。以1849点这轮牛市来说,高看一点,2478点以下,悲观一点,2270点以下,就是它的低价圈。

明白了这一点,就可明白,2449点、2440点的2次低位阳包阴并不是偶然的,它是大盘已来到低价圈的表现。至于基本分析、因果推论,在这一点上都是无

意义的。

原因无他,因果论是种归因法,哪些因素才

是重要,端赖分析者的选样,会受分析者的知

识结构、理论维度,更重要的是主观情绪影响——

越到五更越叫寒,越是趋势后期,关于这轮趋

势的合理性、必然性的理由被挖掘得越充分,越透彻,充分到四海无遗珠,透彻到横竖都有理。

而在重要关头,从来是一因胜过多因的。那一

因究竟是何因,我们人脑从来无法把握,这或许

就是霍华德·马克斯把周期归为“投资中最重

要的事”的原因。

高价圈和低价圈概念,就是帮助合理取舍、

正确选边的。

我以為,专业投资人和业余投资人最大

区别,不在理论和技巧上,而在心智上。人都有

贪婪和恐惧的弱点,这是数百万年自然进化中,

面对一次次饥馑、一次次突如其来的灾难所养

成的一种生存本能。