

李海鹏：敬畏市场 相信周期的力量

□本报记者 张焕昀



相信周期的力量

在过去的经验中，一般认为国内债市存在三年的小周期，背后对应的是中国经济的增长阶段。反映在债市上，往往是牛一年，平一年，熊一年。界定的标准在于纯债类产品平均收益率的高低，平衡年份在5%左右，7%-8%为牛市，2%-3%为熊市。

而在李海鹏看来，这个小周期的惯性思维，实际上在2015年-2016年开始被逐渐打破。

国内债市自2014年开始走牛之后，在2015年超出市场此前平衡市的预期，延续了牛市行情，并且在2016年上半年进一步演绎。当时牛市时间已持续接近两年半，市场上已经有人预计债市仍可持续，十年期国债收益率或将下行至2%，甚至喊出了零利率。

理想丰满，现实骨感；物极必反，否极泰来。

2016年10月份，债券牛市忽然来临，十年期国债收益率由低点2.6%两个月内上行超过30bp，此后债市一直囿于经济稳健复苏、资金面偏紧、资管新规等原因持续走熊。

直到2017年底，熊市实际上已经持续了五个季度。而在此前的经验中，债券牛市平均仅会维持三个季度约8、9个月左右，此番熊市远超预期。

在李海鹏看来，这一轮比较长的牛市与比较长的熊市，包含其中的周期转换，实际上是“市场先生”给国内不少债券投资管理人上了深刻的一课。悲观情绪在市场中弥漫，直至2018年初，不少固收组合管理人都表示，对债市熊市难言尽头。

山重水复疑无路，柳暗花明又一村。

周期拐点在2018年2月左右来临，十年期国债由年初高点3.98%左右，一路下行至年末的3.22%，全年下行超过70bp。期间尽管有小波动，但从全年来看，已经是毫无疑问的牛市。

“去年的行情综合来看，还是要

相信周期的力量。所谓周期循环，即市场总会转换的。往往在市场最绝望的时候，总会迎来转机；而在市场最乐观忘我的时候，风险也就即将来临。”李海鹏认为，2016年底和2018年初非常好地诠释了这个概念。

对于固收管理人而言，2018年无论是从收益率下行、资金面宽松度，以及货币政策层面而言，对债市都比较友好，构筑了牛市基础。然而，却有不少业内人士感叹，所谓“牛市”的体会似乎并不深刻。

“身在牛中不觉牛”，缘何至此？李海鹏分析，主要有三个方面原因。

首先，整个行业刚刚从2016年10月到2017年底的这轮债券熊市走出来，“幸福来得太突然”，心态上难以快速调整。这其中一个前提是，此前2015年开始的国内债市高速发展，为了匹配规模增长速度，不少新人入行。没有经过牛熊转换的洗礼，很多新人在顺应牛市趋势上做得更加激进，市场中甚至一度出现老基金经理业绩不如新人，甚至不如交易员的情况。而在2016年底开始的这一轮熊市中，则被市场深刻地“教育”了，不敢轻易接受走牛的现实。

第二，信用风险的进一步爆发与出清无疑是关键。有券商研报统计显示，2018年的信用风险暴露的数量，是此前五年的总和甚至还要多。2018年全年，非国企信用债累计违约率超过6%。如果算上债券主体已经违约但还未到期的实际违约，数据可能达8.11%。实际上，业内10%-20%的民企债持仓水平司空见惯，因此不少固收管理人确实在信用风险出清过程中受伤，心有余悸。

第三，大牛市的特征在于创新低，但此次牛市尚未实现。截至2018年12月31日，十年期国债全年收益率低点为3.22%，而这距离前一轮牛市2016年10月份的低点2.64%仍有50-60bp的空间。因此，2016年低点进场的老组合可能尚未解套。

李海鹏，工商管理硕士。曾任职美国AXA Financial公司投资部高级分析师，南方基金管理有限公司高级研究员、基金经理助理、基金经理、全国社保及国际业务部执行总监、全国社保业务部总监、固定收益部总监、总裁助理兼固定收益投资总监，南方东英资产管理有限公司董事。现任南方基金管理股份有限公司副总经理、首席投资官（固定收益）。

对市场怀有敬畏之心

那么行至2019年，债牛延续性几何？

当前，“债牛尚在半途”、“尚有做多空间”等论调时常见诸报端，但李海鹏的感悟则是“要对市场怀有敬畏之心。”

在他看来，如果没有经历过2016年与2017年的牛熊转换洗礼，业内可能都会单纯认定2019年继续是牛市。但上一轮牛市对于整个行业的投资行为、心态上产生了一定的重塑作用。

“经历过惨痛的打击后，大家会更加谨慎，对市场更加敬畏。做的时候都要有原则，不要过于激进，这样市场才能更加平稳发展。”李海鹏表示。

具体而言，李海鹏说：“2019年，目前来看还是一个比较友好的债券市场环境。”

影响债市的主要因素，首先是看宏观经济。2019年各方面整体都相对偏弱，经济增速有下行压力。通胀方面，猪周期与油价对于债市也暂时不构成决定性负面影响。从宏观基本面来说，这两个因素目前都利于债市。

其次，是政策环境。央行依旧采取稳健的货币政策，但在实际导向中还是偏宽松。2019年央行已经施行一次降准，在市场预期中可能还会有进一步空间，二季度之后可能会有降息举措。李海鹏认为，这些市场预期尚未兑现，即使债市出现拐点，也需要等到利好出清。因此目前来看，2019年债市仍然偏乐观。

“细分来看，我们对上半年会更乐观，而下半年我们会更谨慎。”李海鹏说。

主要原因在于，已经采取各种政策托底经济，比如要求放贷，本质上是希望宽货币向宽信用传导，将资金注入实体经济。但这些政策的施行需要时间，有一定的时滞性，由此市场普遍对上半年的经济数据有悲观预期，确定性也相对较强。

对于下半年，重点取决于政策具体的落实情况。如果宽信用得以实现，外部扰动因素有所平息，出口开始复苏，那么下半年宏观预期可能就要发生改变，至少会企稳，因此债市需要更谨慎。总体而言，从已知条件来看，下半年债市存在一定变数，上半年的把握性更强。

“现在最关注的单一因素是房地产政

策。”李海鹏认为，目前已经采取举措发力基建，消费层面托底经济相对乏力，出口短期内改善空间有限。因此，业内普遍预期，对于国内经济短期影响最大的单一因素就是房地产，后市政策动向需要密切关注。

谈到债市风险点，李海鹏指出，市场担忧的供给压力并不能单纯解读为利空。

去年12月地方政府融资提前，2018年地方政府融资量新增超过3万亿元，由此市场担心今年融资量会增加更多，但债市跌过一段而后企稳。在李海鹏看来，债市供给增加需要辩证地看，并不能完全解读为利空，甚至有可能是利多。中从长期来看，债券供给往往是放大债市在牛市和熊市的表现。在不同的牛熊趋势中，一级对二级的带动，实际存在助涨助跌的效果，因此不能说供给压力建市完全是利空，它在熊市会放大利空效应，在牛市则放大利多效应。

而信用风险问题，仍然是李海鹏关注的重中之重。在他看来，目前信用风险爆发与出清的趋势尚未结束。无论卖方还是买方，建议都做利率债和高等级信用债，“毕竟踩一个‘雷’的影响太大了”。

与此同时，债券估值的风险需要警惕。如果收益率维持当前下行趋势，估值风险则自然显现。李海鹏表示，债券投资要结合绝对收益与相对收益。从绝对收益来看，十年期国债收益率历史均值在3.5%左右。相信周期的力量，收益率会围绕均值反复。高于或低于历史均值，需要基本面以及政策强力的支撑，否则估值泡沫就会出现。

从相对角度来看，中美利差是李海鹏关注的重要变量。在他看来，中美之间经济上相互依存，相互影响，利率难言脱钩，十年期国债收益率肯定也会相互影响。目前，美国十年期国债收益率在2.6%左右，中美利差在50-60bp。

结合绝对和相对方面，十年期国债收益率绝地历史平均水平为3.5%，到了3%就算是低位，破3需要非常强的支撑理由；而从相对来说，中美利差当前位于“舒适区间”。但如果真的压到20-30bp就过低了，至于压到美国的水平，甚至出现倒挂，李海鹏认为绝对难以持续。（截至2019年1月25日，十年期国债利率为3.11%）

相对看好信用债

谈及投资策略，李海鹏表示，主要围绕“久期、仓位和信用风险暴露”三大因素布局。站在当前时点，他倾向于“中等久期、高仓位、信用资质偏好的配置策略。”

基于对债市整体偏乐观的态度，李海鹏建议采取中性久期，不用过低，因为尚未看到太大风险。仓位方面是高仓位、高杠杆，因为目前的融资成本较低，银行间回购利率处于相对较低水平，这意味着资金成本相对较低，对于债券管理人提升杠杆率是一个利好因素。信用资质方面要求高资质，回避信用风险。

但在未来更长一段时间，如果收益率继续往下走，就要注意回避风险，控制久期。仓位取决于市场资金面，如果资金面相对宽松，应该一直保持高仓位运行。如果下半年对冲政策逐渐见效，经济能够企稳，反倒可以做一些信用资质下沉。李海鹏表示，这和传统债券投资正好相反。经济好的时候，