

■ 多空论剑

# 债市“入秋” 两大思路觅“果实”

□本报记者 张勤峰

4月以来,利空接踵而至,债市大幅调整,情绪持续降温。目前看,基本面、政策面、资金面、市场情绪……各方面都在朝不利方向变化,但债市就沒机会了吗?接受中国证券报记者采访的市场人士表示,债券市场仍有调整空间,但可关注盈利预期改善推动的信用利差修复以及市场超调带来的波段操作机会。

## 经济企稳概率上升

**中国证券报:**一季度主要宏观数据相继披露,对当前及未来一段时间的经济运行有何看法?  
**袁慰沂:**今年经济实现平稳开局,一季度GDP实际增长6.4%,高于市场预期。经济增速阶段性企稳的主要原因包括:去年下半年以来货币政策持续宽松,社会融资增速明显企稳,带动地产投资和工业生产超预期回暖;融资条件改善和今年一季度财政支出提前发力作用下,基建投资增速持续稳步回升;外部环境不确定性下降,企业预期有所好转。

从全年来看,央行稳健的货币政策将松紧适度并保持一定灵活性,以结构性政策工具疏通货币政策传导机制,防止大水漫灌加剧扭曲和继续积累风险,并通过多种渠道补充银行资本金,提升银行的抗风险能力和信贷供给能力。在银行放贷能力提升、企业融资环境改善、减税降费等政策的共同作用下,年内经济增长阶段性企稳仍是大概率事件。

**李勇:**一季度主要宏观数据出现回升。二季度经济仍有继续回升的动力,理由包括:首先,3月PMI数据有超预期和超季节性的表现。4月高频数据也显示出向好的迹象。其次,3月社融、信贷大幅回升显示宽信用格局逐步成型,根据历史规律,二季度社融存量增速有望继续走高。最后,生产、消费、投资均显示出超出季节性的回升,汽车、地产下游行业有复苏迹象。预计二季度经济继续企稳,三季度可能重新回落,但不会出现大幅回落。

## 货币宽松惯性思维被打破

**中国证券报:**降准预期下降,货币政策取向再度引发关注,对此,有何看法?  
**袁慰沂:**央行货币政策委员会一季度例会重提“把好货币供给总闸门”,强调“保持战略定力”,货币政策取向出现了边际收紧的迹象。在短期内经济增长失速风险下降、社融增速企稳回升、通胀上行风险初步显现的背景下,逆周期政策对稳增长的诉求有所减弱。此前易纲行长指出的降低小微企业实际利率主要在于降低信用风



合众资产管理股份有限公司  
固定收益投资部副总经理 袁慰沂

未来债券市场的机会主要来自于宽信用政策作用下,企业基本面边际改善带来的中低等级债券信用利差收窄。



东吴证券固定收益首席分析师  
李勇

机会将主要来自于预期差,也就是快速调整的债市脱离了尚未快速复苏的基本面时,就有机会。

险溢价,单纯的货币政策大幅宽松虽然对降低小微企业融资成本也有一定的溢出作用,但推升地产泡沫、金融泡沫等负面效应不容忽视。考虑到5、6月份MLF到期及缴税因素,二季度基础货币仍有较大缺口,央行推动利率并轨也需要降准配合,降低法定存款准备金率仍有一定必要性,但主要侧重于对冲性质而非货币政策进一步放松。预计央行将继续维持流动性合理充裕,但更加倚重结构性的货币政策工具,注重疏通货币政策传导,更多引导资金流向实体经济,避免流动性泛滥。

**中国证券报:**如何看待后续利率走势?债券牛市是否已彻底结束?

**袁慰沂:**经济增长内生动力较弱与逆周期政策调控力量的博弈下,经济增速大概率窄幅波动,债券收益率的变动更多受到市场预期的影响。前期合众资产固收团队提出“债券市场对经济增速下行预期较为充分,政策底已经确认、社融企稳趋势初现,整体债券市场偏弱”的观点得到市场验证,10年期国开债收益率大幅上升20BP以上。短期来看,由于一季度经济增长超预期,全年经济增速维持在“6%—6.5%”区间目标的压力有所缓解,货币政策微调也将对经济增长预期的改善产生压制,政策观察期内,不排除短期内债券收益率小幅回落的可能性。从中期来看,金融条件改善、减税降费等政策效果将逐步显现,预计全年经济阶段性企稳仍是大概率事件,债券收益率仍有一定上行空间。

**中国证券报:**货币市场波动性上升,二季度流动性是否存在大幅收紧的风险?

**袁慰沂:**近期央行货币政策委员会例会中重新提及“把好货币供给总闸门”,强调“保持战略定力”,稳增长与防风险的政策天平可能会阶段性地适度向“防风险”端倾斜,货币政策出现预调微调。但是,4月16日以来央行连续重启公开市场逆回购操作,以对冲缴税期高峰的影响,维护银行体系流动性合理充裕的意图并未改变。整体来看,经济内生增长动力仍然较弱,政策底线思维仍在,二季度地方债发行规模仍然较大,需要相对宽松的市场流动性配合,预计当季流动性大幅收紧的可能性较低。

**李勇:**二季度流动性大幅收紧可能性不大,但小幅收紧有一定可能。央行货币政策目前仅是停止宽松步伐而非大幅收紧,从经济形势来看,货币政策也未到收紧的

李勇:市场对于央行“惯性降准”的预期被打破。目前货币政策宽松步伐停止,但还未到大幅收紧的时刻,同时我们也要意识到,央行没有想要通过宽松去解决经济问题,而是希望通过结构性的货币政策做好货币政策的传导。

**中国证券报:**货币市场波动性上升,二季度流动性是否存在大幅收紧的风险?

**袁慰沂:**近期央行货币政策委员会例会中重新提及“把好货币供给总闸门”,强调“保持战略定力”,稳增长与防风险的政策天平可能会阶段性地适度向“防风险”端倾斜,货币政策出现预调微调。但是,4月16日以来央行连续重启公开市场逆回购操作,以对冲缴税期高峰的影响,维护银行体

系流动性合理充裕的意图并未改变。整体来看,经济内生增长动力仍然较弱,政策底线思维仍在,二季度地方债发行规模仍然较大,需要相对宽松的市场流动性配合,预计当季流动性大幅收紧的可能性较低。

**李勇:**二季度流动性大幅收紧可能性不大,但小幅收紧有一定可能。央行货币政策目前仅是停止宽松步伐而非大幅收紧,从经济形势来看,货币政策也未到收紧的

李勇:市场对于央行“惯性降准”的预期被打破。目前货币政策宽松步伐停止,但还未到大幅收紧的时刻,同时我们也要意识到,央行没有想要通过宽松去解决经济问题,而是希望通过结构性的货币政策做好货币政策的传导。

&lt;p