



点将台

诚如机构所言,2012“牛市非坦途”,把握市场渐变的节奏,在期限与品种上择优鉴别更为重要。基于2012债市先扬后抑的基本思路,机构建议上半年宜拉长久期,从下半年开始逐步缩短久期。相比之下,信用债>金融债>国债”是获得较多认可的一种配置策略。

利率产品

中信证券:当前政策性金融债税率仍处在历史均值之上,预计2012年该隐含税率有望继续下降。政策性金融债的表现将优于国债。

瑞银证券:建议投资者延长久期至5-7年,配置中长期金融债和国债为主。尽管预计中长期利率下行幅度有限,但在相对稳定和有利的基本面环境下,持有一期收益可能是2012年利率产品投资收益的重要来源,而且资金成本下降将进一步提高息差收益的贡献度。

东方证券:未来金融债与国债利差均值将会回落至历史均值,金融债的表现好于国债,10年期金融债仍有40bp的回落空间。

信用产品

招商证券:2012年高等级品种收益率降幅位于50bp-100bp之间,高收益品种收益率降幅有望达到150bp-200bp。建议投资者上半年优配AA+和AAA级的5年期品种,整体流动性宽松后可加大3年和5年高收益品种的配置力度。

海通证券:中短期票据推荐次序为:AA级以上5年期中票>3年期中票>短融。企业债方面,AA级以上评级企业债持有期收益较佳,且长期限品种更佳。

瑞银证券:2012年信用债投资主题包括:资金面宽松推动收益率曲线增陡;相对价值和息差交易压缩高评级债信用利差和长久期期限利差;相对价值和经济趋稳推动部分高收益债信用利差收窄,建议配置城投债和中小银行次级债而规避房地产和部分周期性产业债。

可转债

东方证券:先防御后进攻,2012年中期完成由纯债向转债的切换,重点配置守兼备的品种。上半年,选择防御性突出又不失弹性的品种,例如中行转债、国投转债、澄星转债等;下半年,选择正股稳健或转债弹性大的品种,如工行转债、国电转债、石化转债。

招商证券:在政策相对放松的预期下,重点关注能够分享政策红利的公司转债。由货币政策放松带来的流动性相对宽松的机会,推荐两只银行转债,首选工行转债;火电行业的上网电价有望逐步市场化,利好电力板块转债,首选国电转债;石油石化天然气价格机制的改革有望进一步深化,关注石化转债。

渤海证券:对于债性投资者而言,纯债溢价率低,到期收益率高,债性保护较好,公司业绩较好的偏债型大盘石化转债和中盘钢铁转债配置价值较好。对于股性投资者而言,适合选择以低转股溢价率为主,同时兼顾到期收益率较高,债性保护较好,正股弹性好业绩佳的转债,偏股型转债中大盘工行转债和中盘国电转债可以考虑作为低风险高收益的品种关注。而混合型投资者,可以选择股性债性较为均衡的中行转债和中鼎转债作为自己的投资标的。

牛熊交接班 拐点或在三季度

□本报记者 张勤峰

2011的债券市场“冬暖夏凉”。前三季度,通胀重压与高频紧缩贯穿始终,伴随流动性常态化紧张,收益率曲线将熊市扁平特征演绎到极致。而后物价顶点在三季度得以确认,配合海外主权偿付危机,货币松动渐具雏形,市场在三四季度之交,迎来“牛市增陡”的形态切换。

待债牛一路狂奔,2011年底时行情重归盘整。不过,投资时钟的钟摆还未走完“债券时刻”,经济与物价继续向下,奠定了2012年债券牛市氛围。囿于信贷恢复潜藏的基本面隐忧,2012年年中或成为曲线下一个形变的拐点,全年债市行情或依循先扬后抑的路径渐开展开。

2011,冬暖夏凉

2011年,债券市场上演牛熊更迭。正如机构最初预言的那般,市场在大部分时间里都在熊市煎熬中度过。

面对不断突破预期阈值的通胀数据,2011年1-7月,央行先后六次“调准”、三次“加息”,数量与价格工具交替使用,将自2010年四季度开启的高频紧缩进程一直延续到2011年三季度中。此间,收益率曲线跟随物价与“两率”攀升不断重构,收益率上浮成为债券市场共同特征。

行情局部调整尤其惨烈。例如短债遭遇的深幅下跌。2011年,密集提准导致流动性常态化紧张,短期债券成为政策高压下的重灾区。长债收益率尽管同样上行,但是幅度远小于短债,收益率曲线呈现典型的熊市变平运动。又如信用债估值泥沙俱下,2011年三季度是信用市场的事多之秋,从地方平台风险暴露,到银行间现券评级调降,再到铁道部短融罕见流标,信用事件一轮接着一轮,信用产品先后出现两轮群体性暴跌,伴随着信用利差的显著扩张。

时至2011年三季度中,无论是期限利差,还是信用利差都已临近极端状态,变盘的市场氛围悄然成型。9月下旬之后,国外经济形势恶化、国内流动性改善和通胀预期缓和,以及信用债复苏渐次推动债券市场上扬行情深入高潮,在随后的一个月,债券市场顺利完成由底部盘亘到牛市雏形的切换。进入11月,随着经济物价下行趋势的强化,以停发3年央票、下调央票利率与准备金率为标志,“宽货币”的政策取向逐步确立,债券牛市取得广泛共识。然而,从利率产品长短端齐头并进,到高评级信用债全面盘活,四季度债市行情发展之快、幅度变化之迅猛超过了多数投资者的预期。长债在12月5日“降准”之后未再继续上行,短债则早在11月中下旬便自阶段高位企稳回落,债



券市场在年度最后一个月呈现乐观情绪宣泄后的“歇脚行情”。

借助经济下行的忧虑,长债在四季度债市行情中充当了率先“吃螃蟹”的角色,然而随着行情驱动力由增长放到政策放松的转变,短债、高等级信用债才是最大的赢家。反映在收益率曲线上,即为牛市增陡的形态变化与信用利差的重新收敛。

回头来看,随着经济与物价形势的演进,2011年牛熊更迭几乎完美诠释了美林投资时钟理论,通胀周期与收益率曲线形变特征的经验研究,也再次得到了事实的充分验证。

2012,春暖秋寒

2012年,债券市场承接牛市格局,全年行情或依循先扬后抑的路径渐开展开。

2011年四季度债牛一路狂奔,在通胀下行早期与政策微调阶段,略显透支利好之嫌。11月末尾,三大代表性利率R007、1年央票利率以及10年国债利率企稳于3.50%附近,三线交汇且围绕1年期定存利率窄幅波动。市场看似再一次迎来变盘的节点。不过,经济与物价双下行格局未变,投资时钟的钟摆显然还未走完“债券时刻”,

2012年债券牛市下半程依然可期。

按照机构一致预期,2012年上半年经济与物价将继续向下,以准备金率为代表的数量型政策存在较大放松空间,债券牛市的主要驱动因素将来自于基本面对政策面。

在经济增长层面,中国经济面临进一步下行的风险。一方面,外需堪忧。当前欧元区经济正陷入恶性循环,美国则因资产负债表衰退尚未完结,经济增长还将处于偏低水平。另一方面,内需乏力。尤其是地产调控从严从紧,在融资渠道尚未有效打通的局面下,基建投资、保障房建设恐怕难以对冲因房地产投资下滑带来的投资动力缺失。多数机构预测,2012年中国经济增速将向8%靠拢,季度低点将于一季度出现,并存在阶段性跌穿8%的可能。基本面对支撑还将来源于通胀数据的持续回落。考虑到翘尾因素与周期变化,2012年物价整体涨幅将明显收敛,全年通胀预测值介于2.5%至3.3%,并在月度间呈现前高后低特征,低点或在三季度出现,随后以有限幅度回升。

在政策层面,基于基本面对趋势判断,货币政策趋向放松应是2012年“稳增长”基调的应有之义,法定准备金率

存在多次下调的主观必要,甚至存贷款基准利率下调也并非不可能,在“宽货币”的政策引导下,流动性存在进一步走宽的条件。

除此以外,支持牛市继续深入的依据还在于:年初债券供给给节奏季节性放缓,以及春节后流动性的经验性改善。行情的拐点则可能在年中出现。颠覆牛市的主角依然将来自经济基本面,即经济增长将在2012年一季度见底、二季度后重拾增长动力。这一判断的逻辑,在于信贷将恢复高增。信贷是决定需求的最关键因素,从2008年以来的经验看,如果信贷出现同比多增,那么经济很可能即将环比见底。目前多数机构预测2012年信贷投放将达到8万亿以上。不过,在存贷比硬性约束下,市场对于2012年存款是否有足够的增长动力以支撑信贷投放还未取得一致。

总体来看,至少在2012年上半年,债券行情的脉络依旧清晰。经济、物价双下行局面,决定了大类资产配置策略依旧处于债券“象限”,基本面对政策面良好互动,加上流动性趋势性走宽,收益率曲线具备继续陡峭化下行的基础。2012下半年,不确定性上升,若通胀与经济初重启升势,结合资金宽松依旧的情景,收益率曲线或逐步向熊市陡峭化上行转变。

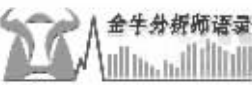
2011债市大事记

5月3日 通过交易商协会注册的非公开定向债务融资工具正式发行。

5月23日 证监会发文将中期票据纳入证券投资基金的投资范围。

6月9日 发改委发文要求地方政府投融资平台公司发行企业债券应优先用于保障性住房建设。

6月27日 审计署公布全国地方政府性债务审计结果,截至2010年年底,全国地方政府性债务余额超过10万亿。



牛市非坦途 “信用”价更高

■申银万国 屈庆

2012年经济增长要弱于2011年。在承认经济整体较弱的前提下,依然要关注经济的阶段性变化。随着经济负面冲击不断释放,并伴随着信贷扩张,经济将在一季度末逐步触底回升。一旦经济触底,该时点也将对债券市场形成显著冲击。

在经济触底前,债市收益率趋势下行,高等级信用债交易空间更大,信用利差收窄。由于经济仍下行,企业信用资质恶化,信贷放松还未传递到中小企业,信用债供给压力大,中低等级收益率下行速度慢于高等级信用债,信用利差维持高位,交易价值较低,配置价值较高。

经济触底后,利率收益率开始回升,并带动高等级信用债绝对收益率回升。但经济好转,企业业绩止跌回升,信贷扩张后导致企业融资环境好转,中低评级信用利差具有回落空间,以此抵御基准利率上升带来的风险。由于经济触底后的反弹力度非常微弱,债券市场在经历了阶段性冲击后,收益率面临再度回落,这个时候,中低评级信用债往往是最好的投资品种,因为经济已经止跌企稳,信用风险降低,而此时资金面也相对宽松。

短融化、做资金、慢配置

■华泰联合 林朝晖

目前代表性利率R007、1年央票利率以及10年国债利率都位于3.50%上下波动,三线交汇且基本围绕目前1年期定存利率水平,表明市场又进入新的临界状态,并且只有通过降息才能将代表性利率乃至整个债市收益率下行空间进一步打开。

2012年降息前景较低,市场期待的紧迫降息将会落空,因此目前债市估值总体已处于较不利状态。预计2012年债市将承受相应估值修复压力。

在国债及金融债估值优势不足情况下,2012年可以“短融化”投资作为操作起点,重点配置AA+和AA级短融及3年期中票。在央行不再单边收紧货币情况下,2012年资金面稳定性应高于2011年,在资金异常波动的高点可更积极进行反向买入操作。具体而言在R007高于4%时可加大交易性买入,尤其是对短融等资金敏感性品种,并待资金正常回落后再卖出兑现盈利。在降息预期对于中长期品种价值已具有一定透支作用情况下,配置盘可放缓投资节奏,可在收益率上行过程中逢跌加仓,而非在收益率进一步“频炒”降息时追涨买入。

信用债与转债俱佳

■国泰君安债券团队

在经济、通胀持续回落的背景下,货币政策已全面转向宽松,央票发行利率、存准率先后下调,预计未来存准下调频率可能加快,一季度甚至可能降息,利率债收益率下行空间将进一步打开,10年期国债收益率可能降至3.2%左右。

当然,利率债也有投资风险。根据历史规律,以信贷同比多增为标志的信贷宽松一般在10年国债收益率显著下行3-6个月后发现,届时经济将环比见底,利率债可能出现调整,中低等级信用债、可转债等高风险资产有望迎来行情。基于这一判断,我们更看好2012年信用债、可转债的表现。

由于资金利率下行,套利空间增大,建议投资者加大杠杆配置信用债。此外,高收益债品种方面,我们偏好资质较好的城投债,以及行业周期性不明显的产业债,规避盈利能力弱、周期性强、且非行业第一梯队的产业债。

可转债有望迎来较大幅度的反弹。从基本面、估值角度出发,工行、石化、中行、国电等大中盘转债配置价值明显,川投、歌华转债可关注债性估值修复行情,巨轮、海运转债则有股性弹性看点。

超配信用债

■中投证券债券团队

2012年,内忧不足虑,外患方堪忧。经济出现硬着陆概率非常之小,全年通胀同比增速将稳步下行,但环比增速或将在年中见底并开始回升。货币政策放松将成为趋势,但放松幅度和速度或有一定的滞后性,这也为利率市场收益率进一步下滑创造条件。预计2012年基准利率将下调50BP,准备金率下调幅度在150-200BP之间。

2012年利率市场超额收益来自于外围市场的“黑天鹅”事件催化,而货币政策放松步伐相对滞后,或将为利率市场带来短暂的交易机会。预计收益率曲线将陡峭下行,金融债的持有收益优于国债,建议投资者可在年初继续保持较长的组合久期,以获取利差收益。

2012年政策基调的逐渐放松将提供更多的流动性,这将使债券发行人的短期流动性得到改善,加之过去三年,企业总体杠杆率上升幅度有限,长期债务风险可控,预计信用风险将逐渐下降,建议投资者逐渐增加组合的信用风险暴露,上半年经济探底阶段以非周期类低评级债券配置为主,而下半年经济回升阶段转向周期类低评级债券,3年期AA债券持有价值最佳。

从“小牛”到“活塞”

■中信建投 黄文涛

2012年上半年,债券市场面临的宏观经济与政策背景总体有利于“小牛”行情的形成。下半年,正面因素趋弱,负面因素趋强,债市变为“活塞”式波动的概率较大。

从基本面的来看,2012年经济景气程度下降。上半年CPI趋势性回落,年中达到低点,这构成债市最大的基本面利好。下半年CPI走势面临很大不确定性,企稳回升的概率较大。从政策面来看,上半年会连续2-3次降低存款准备金率。信贷放松也会降低地方财政、地方平台现金流风险暴露的几率。负利率短暂转正,基准利率保持基本稳定。从资金面来看,资金面会比2011年有所改观。但考虑到资本外流和资产价格泡沫等因素,央行释放流动性的空间存在约束,节奏不会太快。债券供给仍将处于高速区间。因此,债市行情具备“小牛”特征。

牛牛终结时间,则取决于通胀走势的转折点与降息期望能否兑现。下半年受通胀形势变化及其引致的政策变化的扰动,债市会较为复杂,震荡概率较大。总的操作思路还是拉长久期,配置品种的优先顺序是信用债、金融债和其他利率品种。