



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。

面对不断突破预期阀值的通胀数据,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。其间,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多事之秋,从地方平台风险暴露,到银行间现券评级下调,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涨行情深入高潮,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,从利率产品长端齐头并进,到高评级信用债全面盘活,四季度债牛行情发展之快、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



制图/苏振

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,长债在四季度牛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缓到政策放松的转变,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进展开。

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,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,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进展开。

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,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 债券牛市下半场依然可期。

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宽松空间,债券牛市的主要驱动因素将来自于基本面与政策面。

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型衰退尚未完结,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年信贷投放将达到8万亿元以上。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”,基本面与政策面良好互动,加上流动性趋紧,收益率曲线具备继续陡峭化下行的基础。

在政策层面,基于基本面趋势判断,货币政策趋向宽松应是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8万亿元以上。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”,基本面与政策面良好互动,加上流动性趋紧,收益率曲线具备继续陡峭化下行的基础。2012年下半年,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。

5月3日 通过交易商协会注册的非公开发行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管理的投资范围。

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10万亿元。

7月21日 随着平台贷款风险事件频发,发改委下发通知,要求加强债券存续期管理,规范企业资产重组程序,加强债券资金用途监管。

10月12日 发改委发文认定铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券,文件下发后发行的首只铁道债受到市场热捧。

10月24日 银监会下发通知,表示支持商业银行通过发行专项金融债的方式募集资金,用来发放小型微型企业贷款,探

索解决小微企业融资难的解决之道。

10月 10月12日,经国务院批准,2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市地方政府自行发债试点启动,11月四地相继成功自行发行地方债,并获得投资者认可。

11月4日 国内首批区域集优中小型企业集合票据完成发行,广东佛山和山东潍坊两地共11家中小微型企业率先通过区域集优模式成功募集资金5.39亿元。

11月25日 宝钢集团在香港成

功发行36亿元离岸人民币计价债券,这是境内企业首次获批赴港发行人民币债券。

12月19日 银行间市场清算所股份有限公司正式向银行间市场提供现券交易净额清算服务,这标志着银行间债券市场集中清算机制的正式建立。

12月19日 上市公司山东海龙主体评级被降至BB+,展望为负面,短期债项评级为B,在9月15日其已经遭到一次降级,主体评级从A+降至A-,短期债项评级从A-1降至A-2。

5月3日 通过交易商协会注册的非公开发行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管理的投资范围。

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10万亿元。

7月21日 随着平台贷款风险事件频发,发改委下发通知,要求加强债券存续期管理,规范企业资产重组程序,加强债券资金用途监管。

10月12日 发改委发文认定铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券,文件下发后发行的首只铁道债受到市场热捧。

10月24日 银监会下发通知,表示支持商业银行通过发行专项金融债的方式募集资金,用来发放小型微型企业贷款,探

索解决小微企业融资难的解决之道。

10月 10月12日,经国务院批准,2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市地方政府自行发债试点启动,11月四地相继成功自行发行地方债,并获得投资者认可。

11月4日 国内首批区域集优中小型企业集合票据完成发行,广东佛山和山东潍坊两地共11家中小微型企业率先通过区域集优模式成功募集资金5.39亿元。

11月25日 宝钢集团在香港成

功发行36亿元离岸人民币计价债券,这是境内企业首次获批赴港发行人民币债券。

12月19日 银行间市场清算所股份有限公司正式向银行间市场提供现券交易净额清算服务,这标志着银行间债券市场集中清算机制的正式建立。

12月19日 上市公司山东海龙主体评级被降至BB+,展望为负面,短期债项评级为B,在9月15日其已经遭到一次降级,主体评级从A+降至A-,短期债项评级从A-1降至A-2。

5月3日 通过交易商协会注册的非公开发行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管理的投资范围。

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10万亿元。

7月21日 随着平台贷款风险事件频发,发改委下发通知,要求加强债券存续期管理,规范企业资产重组程序,加强债券资金用途监管。

10月12日 发改委发文认定铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券,文件下发后发行的首只铁道债受到市场热捧。

10月24日 银监会下发通知,表示支持商业银行通过发行专项金融债的方式募集资金,用来发放小型微型企业贷款,探

索解决小微企业融资难的解决之道。

10月 10月12日,经国务院批准,2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市地方政府自行发债试点启动,11月四地相继成功自行发行地方债,并获得投资者认可。

11月4日 国内首批区域集优中小型企业集合票据完成发行,广东佛山和山东潍坊两地共11家中小微型企业率先通过区域集优模式成功募集资金5.39亿元。

11月25日 宝钢集团在香港成

功发行36亿元离岸人民币计价债券,这是境内企业首次获批赴港发行人民币债券。

12月19日 银行间市场清算所股份有限公司正式向银行间市场提供现券交易净额清算服务,这标志着银行间债券市场集中清算机制的正式建立。

12月19日 上市公司山东海龙主体评级被降至BB+,展望为负面,短期债项评级为B,在9月15日其已经遭到一次降级,主体评级从A+降至A-,短期债项评级从A-1降至A-2。

5月3日 通过交易商协会注册的非公开发行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管理的投资范围。

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10万亿元。

7月21日 随着平台贷款风险事件频发,发改委下发通知,要求加强债券存续期管理,规范企业资产重组程序,加强债券资金用途监管。

10月12日 发改委发文认定铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券,文件下发后发行的首只铁道债受到市场热捧。

10月24日 银监会下发通知,表示支持商业银行通过发行专项金融债的方式募集资金,用来发放小型微型企业贷款,探

索解决小微企业融资难的解决之道。

10月 10月12日,经国务院批准,2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市地方政府自行发债试点启动,11月四地相继成功自行发行地方债,并获得投资者认可。

11月4日 国内首批区域集优中小型企业集合票据完成发行,广东佛山和山东潍坊两地共11家中小微型企业率先通过区域集优模式成功募集资金5.39亿元。

11月25日 宝钢集团在香港成

功发行36亿元离岸人民币计价债券,这是境内企业首次获批赴港发行人民币债券。

12月19日 银行间市场清算所股份有限公司正式向银行间市场提供现券交易净额清算服务,这标志着银行间债券市场集中清算机制的正式建立。

12月19日 上市公司山东海龙主体评级被降至BB+,展望为负面,短期债项评级为B,在9月15日其已经遭到一次降级,主体评级从A+降至A-,短期债项评级从A-1降至A-2。

5月3日 通过交易商协会注册的非公开发行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管理的投资范围。

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10万亿元。

7月21日 随着平台贷款风险事件频发,发改委下发通知,要求加强债券存续期管理,规范企业资产重组程序,加强债券资金用途监管。

10月12日 发改委发文认定铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券,文件下发后发行的首只铁道债受到市场热捧。

10月24日 银监会下发通知,表示支持商业银行通过发行专项金融债的方式募集资金,用来发放小型微型企业贷款,探

索解决小微企业融资难的解决之道。

10月 10月12日,经国务院批准,2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市地方政府自行发债试点启动,11月四地相继成功自行发行地方债,并获得投资者认可。

11月4日 国内首批区域集优中小型企业集合票据完成发行,广东佛山和山东潍坊两地共11家中小微型企业率先通过区域集优模式成功募集资金5.39亿元。

11月25日 宝钢集团在香港成

功发行36亿元离岸人民币计价债券,这是境内企业首次获批赴港发行人民币债券。

12月19日 银行间市场清算所股份有限公司正式向银行间市场提供现券交易净额清算服务,这标志着银行间债券市场集中清算机制的正式建立。

12月19日 上市公司山东海龙主体评级被降至BB+,展望为负面,短期债项评级为B,在9月15日其已经遭到一次降级,主体评级从A+降至A-,短期债项评级从A-1降至A-2。

5月3日 通过交易商协会注册的非公开发行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管理的投资范围。

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10万亿元。

7月21日 随着平台贷款风险事件频发,发改委下发通知,要求加强债券存续期管理,规范企业资产重组程序,加强债券资金