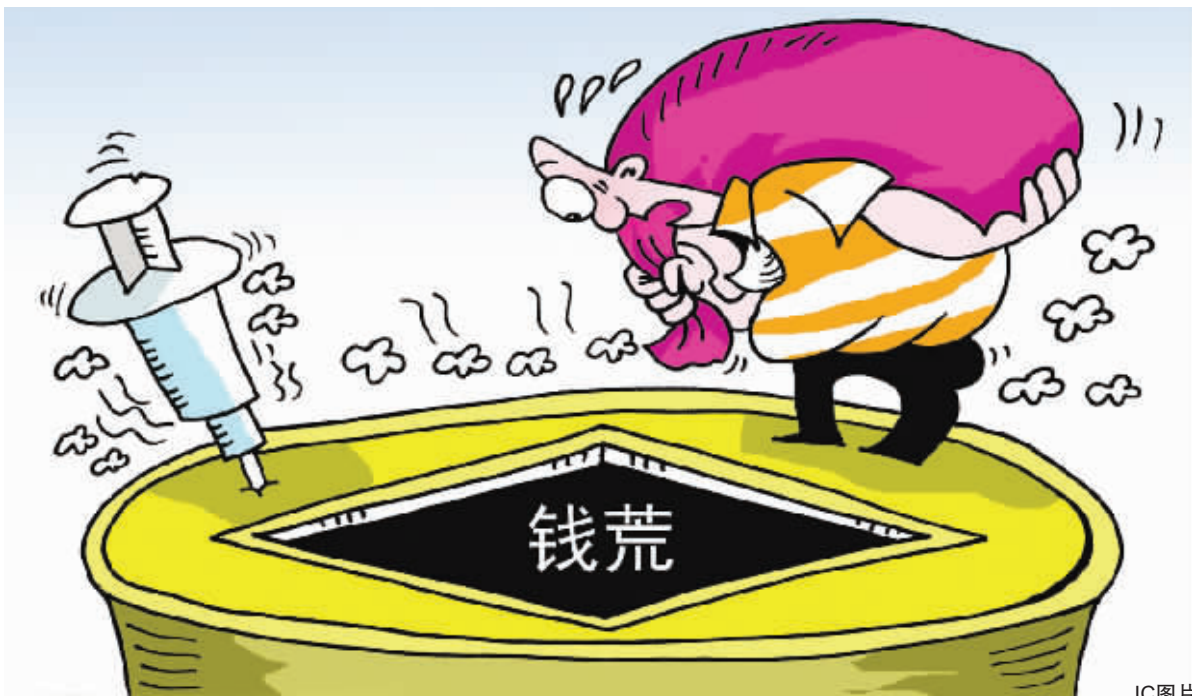


压力测试警报频起 债市熊影步步紧逼

后“钱荒”时代基金经理郁闷 “一债难卖”

□本报记者 曹乘瑜



IC图片

“我们一只AA+的债券，挂了两天都没有卖出去。”7月18日，债券基金经理石凯（化名）无奈地表示。AA+并不算级别特别低的债券，其流动性也不错，然而7月16日，石凯挂出这只债券后，一直没有人接盘。

“一债难卖”的现象最近并不少见。上周，明显的抛售潮出现，各类型的债券价格都在走低，资金面又现紧张之势。有基金经理透露，上周五，Shibor回购利率的单笔报价又出现远高于指导价的现象。这一幕仿佛昭示“钱荒”又有反扑之势。

业内人士认为，大规模卖债潮的出现和货币政策紧缩持续有关。“钱荒”刚过时，流动性缓解，部分投资者还对短端机会存有乐观预期，但随着压力测试不时进行，监管层的态度始终保持谨慎，经济环境恶化，尤其是6月债券降级潮大规模出现，乐观情绪已经消失，市场分歧走向统一，导致7月上旬仅有的两周卖债窗口关闭。

越是卖不出去的时候越要卖，下半年债基调整投资思路已经成为共识。在上述各种因素下，基金经理倾向于缩短久期，降低杠杆，将中低等级信用债“踢出”组合。然而，这并非易事。

债基的收益率也将随之减少。业内人士预计，今年1-5月债基收益率近5%的“壮举”将不复重现。不过，债基经理有着各种“开源”打算，或借着利率不时飙升带来的机会投资协议存款、放回购或通过打新来补偿收益。

“钱荒”魅影又至 “一债难卖”重现

一直到7月19日收盘，石凯的AA+的债也没有卖出去，价格却跌了不少。“没办法，大家都在卖，却没有人买。”石凯说。整个市场上，各类型的债券都在下跌，即使是国债也不例外。根据其他媒体报道和基金经理透露，7月18日，5年和10年期国债的收益率分别收于3.48%和3.69%，较7月11日分别上升9.9bp和10.0bp，净价下跌2%。中低等级的债券价格跌幅更大，刚刚被降级的12中富债的收益率飙升至不可思议的15%。Wind数据显示，中债高收益企业债全价（4年以下）指数自6月底流动性缓解后，随着债券价格的回升开始一路上扬，然而自7月4日起，这一指数走势骤然转成一条横线，长久期的同类指数，则从7月5日起开始下行。

这一幕，仿佛6月下旬的“钱荒”又至，债基经理们疯狂卖债。自7月17日开始，Shibor隔夜利率再次有所上扬，从2.96%上涨到19日的3.04%，一个月期限的协议存款利率则从平常的年化4%上升至逾5%。

“其实现在Shibor隔夜回购利率都是滞后的，从单笔报价上来看，上周五的Shibor隔夜报价更高。”石凯说，脸上带着郁闷的神情。他的AA+债并不算是低级别债券，但是令他郁闷的是，当初拿券的时候，因为自己的基金规模小，在银行间市场上拿券并没有优势，所以只能拿价格比较高的券种。他的这只AA+债和别人同级别债券相比，收益率本来就低两个百分点，确实不好卖。截至二季度末，石凯的债基规模仅有1亿元，其中债券持仓仅有八成。当石凯郁闷不乐地吃着周

五的晚餐时，在北京首都机场，和他年龄相仿的另一位北京基金公司的债基经理张宁（化名），正在等待回老家的航班。和石凯不同的是，他浑身上下透着一股轻松——他是上周“实债”潮的旁观者，更准确地说，他是先行者。

“我早就把券卖掉了。”张宁笑着说，觉得7月5日至15日是卖债的窗口，那之后窗口就会关闭。”

张宁所说的“窗口”，是指债券容易成交的时间段，不过这一时间段的起止并非由行政指令决定，而是市场行为。

张宁认为，时间窗口的打开，是因为投资者对债市的判断存在分歧。钱荒之后，政府表态加强对银行的监管，流动性缓解，6月份CPI同比上涨2.7%，较5月的2.1%大幅反弹了0.6个百分点，也超出此前市场预期。大家觉得经济复苏无望，利好债市的观点又起来了。”张宁说。

但是张宁认为，收紧的货币政策不可能说调整就调整，至少要持续半年，所以他是看空派，至少三季度看空。“很多债基经理都觉得短端有机会，但我觉得已经不可能了，整个收益率曲线还在向上，资金成本在不断提升，等大家都意识到的时候，这个窗口就会关闭了。”张宁说。

因为准确预测到了时间窗口，张宁没有陷入上周的“实债泥沼”，虽然他素来在组合中重仓中低等级信用债。不过，他的脱身，也并非没有代价。为了能够在窗口关闭前卖掉债券，他在窗口期内“不惜一切代价卖券，在两周之内将杠杆降到了5%以内。”

卖不出债的石凯和提前卖债的张宁，都有一个不祥的判断——无论是宏观环境、基本面还是政策表现，都显示债市的熊市隐现端倪。

张宁认为，中国货币政策收紧的根本原因，是美国退出QE3的预期明确，全球资金朝美国回流，外汇占款将持续减少，而国内由于担心会导致泡沫破灭，并不敢采取宽松货币政策，因此，预计货币政策紧缩的持续时间会很长。

据了解，监管层仍然在不时地进行压力测试。7月的第二周，石凯收到了督察长转发的邮件，是监管层要求在公司内部对固定收益类产品做压力测试。某基金公司投资总监介绍，这种压力测试包括历史模拟法和情景法。历史模拟法模拟历史上流动性较差的时点状况，来测试基金的赎回压力有多大。情景法则是在当前情形下，假设各种比例的赎回，测试基金的流动性风险。

这一点石凯早已有隐隐的预感——债市的思路正在转向——上半年债基追求收益率的热潮正在改变，债基经理的风险防范意识正在提升。

在石凯卖券之前，有券商研究员在路演时建议他买AAA级以上的债，并建议适当调整思路。石凯觉得，当券商研究员都在调整思路时，意味着全市场已经达成了普遍共识，即缩短久期，提高组合中债券评级，降低杠杆。

而这并非易事。在“一债难卖”的情况下，调整组合将历时较长，而在这一过程中，还要承受债券价格下跌带来

压力测试警报频响 密集降级突至

这些模拟主要由各公司的金融工程部和运保部来完成，测试完后，基金公司还被要求制定紧急情况应对机制，并将测试情况及流动性风险解决方案上报备案。

监管层对流动性危机的警惕态度也非常明显。多家基金公司的债基经理透露，自6月底开始，各基金公司定期上报流动性指标，这一任务目前还没有被叫停，只不过由于流动性最紧张时期已过，已经由每日一报，变成了每周一报。需要上报的风险指标则由风控部门和法规部门填写，包括旗下基金的偏离度、杠杆比例、久期匹配情况、低等级信用债持有比例、预计未来一段时间内的赎回金额、投资者中机构占比等。

除了货币政策紧缩持续，基金经理们认为，债市熊市隐现的另外一个原因是产能过剩。过高的房价抑制了产能过度投放，央行既不敢降息，也不

敢降准，企业的负债成本比资产投资的收益还高，企业的流动性危机在不断暴露。据Wind数据统计，今年出现了大规模的信用债降级情况。今年年初至7月15日，共有47只信用债被降级，是去年的10倍还多(去年同期只有3只信用债被降级)。其中，公司债22只，企业债13只。调级事件主要集中在6月份。Wind数据显示，仅6月份被降级的信用债达到25只，而去年同期仅有1只被降级。此外，被降级的主要是AA级信用债。

这种密集降级的现象，背后有着信用债发行规模扩大、调级概率提高的原因，但是也有业内人士认为，有可能是评级公司在收紧评级尺度，更有可能是经济环境所致。某位银行系基金公司的债基经理透露，已发行的信用债中，有80%的发债主体财务状况出现恶化，降级事件增多是必然的。观察被降级的企业，主要是一些钢铁、化工、光伏、风电、防

治、机械设备等产能过剩的行业以及城投债。

大量的债券降级、货币政策持续收紧等等，这些因素交互影响，直接或间接地推动着本文开头出现的一幕。一方面，债券调级后，会迫使固定收益类基金经理调整组合。据了解，目前固定收益基金对债券都有级别限制，不符合标准的基金需要被调出组合。部分基金经理如果投资一定级别以下的债券，需要专门报备或提交报告。

“预计下半年还会有债券被调级，低评级的债券确实会有问题，它们中出現实质性违约事件的概率比较高。如果经济继续往下走，现在被降级的企业可能到那时候付息都会有问题。”石凯说。

另一方面，刚刚过去的“钱荒”风波以及监管层的审慎态度，内外交困的宏观环境和企业基本面，都让债市参与者主动“求变”。

降杠杆缩久期成主流 扳回一局瞄准打新

的损失。

今年1-5月，在流动性泛滥的背景下，债基对高收益率的追捧热潮已如昨日黄花。据了解，目前被抛售的主要是3A以下的信用债，“公司领导也在要求卖券。”张宁说。

思路转向的代价，就是债基收益率的下滑。好买基金网的数据显示，今年1-5月，有近四成债基的收益率都超过5%，平均收益率达到4.8%，意味着其年化收益近12%。基金经理们预计，下半年债基收益率将不可能再回到今年上半年的状态，“可能4%都不到了。”深圳某基金公司的债基经理表示。

基金经理们认为，越是上半年表现好的债基，下半年风险可能越大，因为要获取较好的收益，要么是持有低评级债券较多，要么是杠杆较大。考虑到下半年可能出现的资金紧张状况，预计表现持续较好的将是封闭式债基。

基金经理们正在绞尽脑汁，为下半年的收益“开源”。张宁管理着一只高收益债基，专配短融和信用级别在AA+级以下的债券，幸运的是，由于还在建仓期，组合中低等级债券并不多，他最近正用充裕的现金在银行间放回购，或者做协议存款。据了解，目前一

个月期限的协议存款的年化利率已经上升至5%，“可能到7月底时会超过6%，剩下几个月到8%都有可能，9月底季末时将更加紧张。”张宁说。

石凯则希望下半年能参与打新股。他的债基上半年收益率并不高，但因为是二级债基，可以参与打新股。因此，为了扳回一局，打新股成了他的首要目标。IPO重启后的第一批公司质量好，如果能打新，收益应该还不错。”石凯说。

责编：鲁孝年
美编：王春燕