

陈东：宽松政策在途 债券牛市将延续

□本报记者 黄淑慧

宽松政策料继续发力

中国证券报:11月21日,央行宣布不对称降息,贷款利率下降40个BP,存款利率下降25个BP,并推动利率市场化存款在浮动区间上浮。这次政策出台的时间点在市场预期之外,请分析一下这次降息的背景和对债市的影响。

陈东:本次降息启动的根本原因在于三季度我国贷款利率仍然偏高。今年以来,决策层在公开场合多次提到要“降低社会融资成本”,也陆续出台了降低社会融资成本的举措,下半年以来力度明显加大,频率也在提高。但从实际效果来看,实体经济的融资成本并未明显下降。有一组数据可以说明:今年三季度,非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.97%,仍然大大高于去年一季度6.65%的水平,这表明“宽货币”向“宽信用”的转化过程并不顺畅。在这样的背景下,央行开始动用价格手段,希望解决“融资难”、“融资贵”的问题,从而对实体经济形成支持。

这次降息出炉的时间点和方式力度超出市场预期。此前虽然海内外各机构不乏预测降息的声音,但绝大部分将降息开启的时点放在了明年,因此本次降息可谓“意料之中,预期之前”。在这种情况下,降息对于短期市场的正面影响是显而易见的,市

场也以上涨回应了这种判断。

中国证券报:降息靴子落地之后,后续还会有什么政策出台?

陈东:对于后续政策的预测,市场观点分歧的焦点主要集中在企业融资成本是否真正下行、是否开启降息周期、债券市场是否利多出尽等等。这需要进一步观察政策的效果。短期来看,央行价格型措施继续出台的可能性较小,因为在进一步的政策出台前,央行可能保持一个季度的观察期,视后续情况谨慎选择进一步行动的时点。如果后续经济数据仍然得不到有效提振,甚至出现超预期下行的情况,或者社会融资成本难以有效下行,下一阶段价格型工具可能还会继续使用,未来继续降息的空间仍然存在。并且,原先市场预期央行不会轻易动用降息工具,因为基准利率的调整是一个标志性的动作,这次降息从某种意义上来说打开了政策窗口。

与此同时,央行的其他一些工具还会进一步加强。比如此前我们预期,央行会下调正回购利率。事实上,11月25日,央行发行了50亿14天正回购,发行利率下调20bp至3.2%,符合市场预期。预计后续数量型工具的释放空间较大,不限于降准,也可能是PSL或者MLF等宽松工具。

关注信贷关键变量

中国证券报:反映到债券市场上,下一阶段债市行情将如何演绎?

陈东:我们分析认为,当前经济问题并非简单靠一次降息就能解救,在未出现真正经济企稳、信贷反弹的情况下,债市牛市还将延续。

经济增长数据预计在较长时间内仍保持较低的水平。国家统计局11月13日发布的数据显示,10月份,规模以上工业增加值同比实际增长7.7%,比9月份回落0.3个百分点。11月20日,中国11月汇丰制造业PMI初值为50,较上月终值小幅回落0.4个百分点,不及市场预期,结束了持续5个月的扩张并创6个月新低。这些数据都反映了当前经济疲弱的局面。

从经济增长结构来看,短期唯一的亮点在于房地产销售回暖,但是房地产行业整体明显处于供大于求的局面,开发商主要是利用政策放松时间窗口消化库存,全面启动新项目的迹象并不是很明显,经济增长动力方面的亮点不多。

银行信贷方面,人民币新增贷款不理想的原因,除了受到银行存贷比、基准利率高等限制,实体经济融资需求本身也在下降。事实上,银行整个行业存贷比仅在65%左右,远没有触及75%的红线。这并不是影响银行信贷投放的主要因素。更重要的因素在于,在经济下行期,银行开始出现较为明显的风险偏好下降势头。同时,央行对于商业银行信贷的窗口指导作用也在弱化,与2008年-2009年不可同日而语。当年,贷款主要投向的是由政府信用背书的“铁公基”等项目,因此央行的窗口指导作用较强。而目前政府杠杆率已经比较高,无意再提升杠杆。而政策鼓励信贷向三农、小微企业、西部开发等领域倾斜,但商业银行对这些领域的信用风险却持保留态度。

此外,值得一提的是,当前面临多重经济任务和目标:一方面,经济下行提出了托底要求;另一方面,需要同时进行经济结构调整。这与日本、欧洲等经济体通过全面放松来拉动经济的诉求有很大差别。因此,我们预期,在2015年上半年,经济增长局面仍难获得实质性扭转,信贷很难出现大面积宽松,宽信用、紧货币这种对债券市场极为不利的局面很难出现。

中国证券报:下一阶段债券投资应当关注哪些关键变量?和前期有何不同?

陈东:回顾2014年前期的债券投资,最为重要的是抓住一条主线和一条副线:主线是货币政策的转向。今年以来,央行采用多种创新性、定向型货币政策工具以降低实体融资成本,相比去年银行间的资金成本出现了较大幅度的回落。副线就是经济下行。今年以来经济数据一直较为疲弱,出现走好迹象的时间窗口特别短。

接下来还是要看这两个逻辑能否延续:一是货币政策宽松会不会延续,二是经济数据能否得到提振。当然,金融数据是先行指标,最重要的是,看银行信贷数据能否呈现量的增长和结构的优化,即票据占比的下降和中长期贷款的上升。这是下一阶段的主线。

所以,接下来债市投资节奏会有所变化。由于政策滞后于基本面,前期市场主要根据政策预期来作出判断。而站在目前时点,在政策陆续跟进之后,后续判断重心就将从政策预期转为对经济数据的进一步观察,因此,下一步我们要加强对经济数据和金融数据的分析,进一步判断央行政策走向。如果今年是一个“政策市”,明年可能主要就要看经济基本面。

在一轮波澜壮阔的牛市行情之后,“意料之中,预期之前”的降息政策再次给予开始犹豫的债券基金的基金经理以信心。展望后市,华泰柏瑞丰汇债基拟任基金经理陈东认为,宽松政策还将继续发力,债市牛市基础未变,债市行情将进入新的阶段。



陈东,金融学硕士,7年证券从业经历。曾任职于深圳发展银行(现已更名为平安银行)和中国工商银行总行,对债券市场、宏观经济、货币政策等有深入研究,对于债券投资有着深刻的理解,拥有丰富的实战经验。2012年加入华泰柏瑞基金管理有限公司,目前担任华泰柏瑞金字塔稳本增利债券型基金、华泰柏瑞丰盛纯债债券型基金、华泰柏瑞季季红债券型基金的基金经理,以及华泰柏瑞丰汇债券基金的拟任基金经理。

选择长久期品种

中国证券报:12月份新基金将进入建仓期,你具体将采取什么样的投资策略?

陈东:我们希望略为积极些,倾向于选择久期较长的品种,这样在上涨行情更容易胜出。同时关注信用利差的变化进行动态调整。

新基金的建仓期会从12月开始。由于临近年底,往往成为资金面比较紧张的时间窗口,也可能会发现一些较好的介入机会,可以买入一些投资标的。

中国证券报:如何看待可转债的投资机会?

陈东:对于可转债机会,我们总体持看好态度。近几年股市表现受到资金面影响比较大。今年下半年股市欣欣向荣,重要的推动因素就在于无风险利率的下行提升了股票市场的估值中枢,改革提速又提升了投资者风险偏好,A股市场从而迎来了增量资金的入市。如果明年流动性处于宽松局面,将继续为股市提供助力,进而带来转债市场上涨。不管是债性方面还是股性方面,都是正面影响。

事实上,此次降息消息发布之时,一些市场人士担心银行股由于存贷利差的缩小而出现波动,进而波及到银行转债甚至整个转债市场。但此后发现,虽然降息不利于银行基本面,但由于银行股处于估值低位,估值提升的正向作用影响更大。

中国证券报:降息更有利于股市等广义风险资产上涨,那它是会引发资金流出债市,还是会推动股债双牛?

陈东:股市和债市的投资群体有所差别。从历史统计来看,中国市场股债跷跷板效应并不是特别明显。随着货币政策宽松格局的延续,我们认为,未来一段时间股债双牛格局仍是大概率事件。

中国证券报:此前“融十条”出台,尝试从增加贷存比弹性、非银同存纳入存款口径等多方面来解决融资贵的问题。但公布第二天,由于机构补缴准备金预期以及打新资金需求,银行间资金面出现紧张。如何看待存贷比调整对流动性的影响?

陈东:我认为,存贷比调整还是要放在“大标题”下理解,即政策意图是希望采取有力措施缓解企业融资成本高的问题。虽然之前市场一些观点认为,考虑到存款准备金补缴因素,央行下调存准金率的次数恐不及预期,会对银行间资金面有收紧作用。不过,这项政策的实施初衷仍然是要降低融资利率,如果存贷比口径调整如期将非金融企业存款纳入一般存款基数中,预计央行也会出台一些配套政策。

中国证券报:美国加息时点临近,这对国内的流动性会产生什么样的影响?

陈东:美国加息的确对国内流动性可能产生负面影响。首先,就总量来讲,不需要担心,央行总量型工具充足,完全可以采取一些措施进行对冲;但是资金离开新兴市场还存在结构性影响,比如对股市、房地产市场、制造业等实体经济的影响就需要进一步观察。但首先肯定是需要央行进行总量型的宽松政策配套,这对于债市是有提振作用的。

责编:鲁孝年 美编:马晓军