

债牛过半 从“躺着赚钱”到“主动出击”

□本报记者 张勤峰

2014年债券市场“牛气冲天”，涨幅大，时间长。2015年，辉煌能否延续？从目前主流观点来看，经济、物价双下行将继续扮演债券走牛的支撑力量，货币政策存在驱动利率进一步下行的潜力，2015年债券市场整体仍有机会，至少利率不具备太大的上行风险。但不可否认的是，2015年债券利率下行空间可能远不及2014年，而且利率下行这一单向的“常态”被打破的可能性增加，行情波动性或将加剧。“躺着赚钱的时代”已经走远，2015年债券投资需要增强主动性、精耕细作，做好波段操作和善用衍生品将是制胜法宝。



制图/王力

货币宽松有空间 利率下行有潜力

在周期性力量中，2015年比低增长低通胀更加值得期待的是，货币政策仍具备很大的宽松空间，有望给债券行情带来更大的助力。

当前，无论是应对经济下行的风险，还是响应降低社会融资成本的诉求，适度放松货币政策都十分必要。一方面，经济增长持续下行，必然要求货币政策发挥托底作用。中投证券认为，宏观经济的“底线”思维要求至少在2015年上半年应维持较宽松的货币环境。另一方面，货币政策重新回归逆经济周期调控本位，配合降低融资成本这一主题，货币政策调控表现渐进而持续的宽松，促使债券利率下行最终突破估值修复的范畴，最终演绎为一轮大牛、长牛行情的关键。

站在目前时点上看，债券估值已回归中性水平，2013年下半年“钱荒”的伤口被悄然抹平，估值修复的故事很难再继续讲下去。可以预见，2015年周期性力量将在债券利率走势中发挥主导作用。

经济基本面仍是市场利率最基础的决定因素。目前看淡2015年中国经济的观点不在少数。民生证券年度策略报告指出，2015年存量经济调整将向纵深方向演化，体现为房地产去库存、制造业去杠杆、地方政府控债务、中央政府加杠杆；2015年制造业投资继续下滑，楼市高库存将压制房地产投资反弹高度，财税体制改革则会抑制地方基建加杠杆空间，综合判断，2015年GDP增速将回落至7.2%左右。

尽管一些机构提出了2015年经济增长可能在年中触底企稳的看法，但从全年来看，机构对于2015年GDP增速的预测普遍落在6.9%~7.3%之间，低于2014年增速是大概率事件。

与此同时，2015年通胀低位徘徊乃至存在通缩隐忧是市场共识。海通证券年报认为，无论是从货币、产出缺口还是存款余额增速等宏观角度，还是从粮价、油价、房价、油价等微观层面来考察通胀，2015年都不存在现实的通胀风险，CPI增速反而可能步入零时代。广发证券则预测2015年CPI同比增速大概率会在1%~2%的区间中运行。当然，如中航证券等机构表示，虽然2015年整体通胀压力有限，但下半年物价走势的不确定性会有所增加。

总体而言，2015年低增长低通胀将继续给债券市场塑造良好的基本面环境，至少不会成为推动利率趋势向上的角色。

2014年，而经济及物价走势的阶段变化、投资者行为变化、债券供需变化等因素使得2015年行情的不确定性增多，利率下行这一单向的“常态”被打破的可能性增加，市场动荡或将加剧。

目前中长期债券利率基本跌回历史均值附近，部分产品利率甚至处在历史较低位置。考虑到利率市场化背景下，银行资金成本具有刚性，制约资产收益率持续下行，且增长降速，政策放松对于利率下行的边际影响会减弱，机构预计2015年债券利率下行空间将远不及2014年。

较潜在回报空间收窄更值得关注的是，2015年债券利率将难以延续单边行情，利率波动性将会上升。一是，2015年年中经济和物价将逐步触底企稳的可能。尽管机构普遍认同2015年经济、物价整体增速将继续下行，但也不乏认为经济和通胀将在年中逐渐触底企稳的观点。在债券估值较低的情况下，基本面的微妙变化仍可能引发债券利率较大波动。二是，利率下行将推动资产重配，债券收益率吸引力下降以及市场风险偏好上升，可能促使部分资金流向股票等风险资产。三是，2015年债券供给量仍将居高不下。一方面，2015年存量债券到期量继续增多，债务滚动的需求旺盛；另一方面，财政赤字扩增与地方债务清理，或推动政府债券发行量明显扩容，由此带来的债券供需关系的变化值得关注。四是，金融市场的规范过程，可能导致市场摩擦的产生，如理财同业监管、交易所杠杆交易规范等，从而对债券市场形成脉冲式冲击。

在利率下行空间收窄且波动可能加大的背景下，2015年行情将考验机构择时、择券及把握波段机会的能力，操作难度会有所上升，债券投资需转向精耕细作。国泰君安证券指出，2015年需要更多的进行交易，提高换手率，把握利率大幅波动的机会，不存在像2014年那样持续配置就能获取高收益的可能。中信证券表示，2015年做好波段操作和善用衍生品将是制胜法宝。中金公司亦指出，对于债券投资者而言，需要通过金融衍生产品，例如国债期货和利率互换适度对冲市场的波动性增加风险。

总体来看，机构对2015年债市运行特征有两点基本共识：一是，上半年机会大于下半年，原因在于上半年经济与通胀下行压力相对突出，货币政策放松也相对集中，而上半年尤其是一季度机构配置需求旺盛。二是，收益率曲线有望增陡。目前短债利率尚处于历史较高水平，而2015年资金成本还有下行空间，短债将直接受益，但长债利率已在很大程度上透支经济下行的预期，未来向下的空间有限。因此，中金公司等认为，就交易策略来看，2015年上半年可偏向进攻，下半年则应适当谨慎，短债侧重配置，长债注重交易。

■ 机构策略精编

利率债： 政金债执牛耳 杠杆套息为王

2014年国债、政策性金融债均牛气十足。其中，长端金融债表现最优，长期国开债更是成为机构热衷追捧的对象。机构普遍认为，2015年债券利率下行趋势尚未结束，但下行空间或将缩小、波动性有望增强。券种方面，政金债与国债的利差仍有收窄空间，但国开和非国开债谁更胜一筹则有待分晓。

中信建投证券：非国开债相对优势显现。稳增长的大局确定了货币环境的宽松，2015年短端利率有望继续下行，但随着风险偏好的抬升和供需矛盾的加大，长端利率下行空间受到限制。时间分布上，年内低点应出现在二季度，下半年债市风险上升。品种上，政金债的表现将继续优于国债，其中非国开债的下行空间相对更大。首先，牛市中政金债的涨幅大于国债，而在趋势刚发生转变之时，金融债的反应和变动幅度不及国债灵敏。其次，国开债利差整体略低于历史均值，非国开债收益率低于历史均值。目前国开债收益率低于非国开债，但国开债信债问题并未彻底解决，不支持国开债出现负溢价，理财对国开债需求的持续性也尚待观察。

海通证券：机构选择使用国开债进行杠杆套息是大势所趋。未来城投供给稀缺成为必然，原本投资城投债的基金等非银金融机构，将不得不从城投转向其他低风险高收益资产。低风险、高收益的投资要求使得国开债成为最佳策略选择，通过杠杆套息，国开债可获得与城投债相当套息收益率。在宽货币、低利率环境下，“买入国开+买入IRS”可以作为机构杠杆套息的一个拓展策略，其核心是锁定了杠杆套息可获得的基本总收益率，同时还可分享国开利率下行带来的资本利得，比较适合银行和理财产品配置。预计长期国债的收益率上限大致在3.60%左右；由于杠杆套息，长期国开债的收益率会比4.2%更低。（葛春晖）

信用债： 产业强 城投弱——镜像2014

回顾2014年，城投债堪称信用债市场“宠儿”，产业债表现则相对较弱，城投债绝对收益率下行幅度一度远超产业债。究其原因，主要是经济风险增大的情况下，城投债被认为具有政府隐性担保而受到机构青睐，产业债则受到投资者的谨慎对待。而在经济稳增长和利率市场化的背景下，2014年“城投强、产业弱”的市场格局在2015年可能发生逆转。

中信证券：产业与经济协同，城投与经济背道。产业债方面，2015年经济变好将有助于产业债景气度提升，偿债风险降低的情况下，低风险产业债由于违约风险的下降，利率或出现下行。城投债方面，经济变好的时点或是违约事件开始出现的时点，高低等级利差分化或将拉大。这与2014年恰好形成镜像。民企债将在2015年因景气度改善和融资成本的改善而获益最大，即其违约风险溢价的下行将最为明显，收益率从而有望较大幅度下行。2015年城投债违约事件必然出现，从而完成利率市场化中的风险定价，即无风险利率向风险利率的传导。

南京银行：城投债末日，深挖产业债。2015年信用债投资重点应该从存量地方债务甄别价值发掘，转移到发债主体信用资质本身的评估。地方政府债务甄别完毕之后，将有部分存量城投不被纳入政府预算，这部分债券面临清理和整顿，不确定性增强。鉴于到期的地方债务将被不同发债主体融资替代，经济周期和企业经营基本面的重要性明显提升。在城投债逐渐退出历史舞台的背景下，产业债将越来越被投资者所重视，对于行业进行深入研究，深挖公司基本面，是今后信用债投资的主线。我们看好的行业有能源设备与服务、互联网软件、电子仪器、信息技术等非周期性行业。（葛春晖）

可转债： “风大债少”继续飞

在2014年“股债双牛”的背景下，兼具股性和债性的可转债市场掀起了一场波澜壮阔的持续大涨行情。2015年，新增资金有望继续大量涌入，并推动A股和转债市场延续强势，而随着股价上涨导致个券陆续转股退市，“稀缺性”将进一步提升存量转债的估值水平。

中金公司：转债估值的支撑因素仍较多。一是，供求方面，供给速度跟不上存量转债转股速度；二是，来自纯债的机会成本仍不高，相对融资融券的杠杆成本优势；三是，股市预期仍较好，转债尚未完全透支。由于存量快速萎缩，稀缺性正在体现，估值成为正的回报贡献因素，至少抗跌。而股市仍有望在“慢钱”推动下保持相对强势，活跃程度仍较高。这种情况下，转债走势还是和正股走势同向，并由稀缺性提供防御性。绝对价位低、短期没有赎回和转股压力的新券将是供求失衡的最大受益者。

民生证券：机会大于风险，关注金融类转债。2015年经济“有底无高度”，市场仍将保持整体相对强势的格局，主要是考虑到2015年企业盈利增速有底、降息降准等宽松货币政策继续出台、居民资产重配等驱动因素，市场整体估值中枢有20%~30%的上升空间。从更长远的视角来说，目前股票市场的资产配置效应开始显现，越来越多的有钱有闲阶层将资金从地产、矿产等领域转出并投向股市。2015年看好金融行业以及传媒行业的表现，看好金融板块主要逻辑为业绩优、估值低，牛市中表现较好；看好传媒行业是因为景气长期处于上升周期，政策扶持力度大。（葛春晖）

