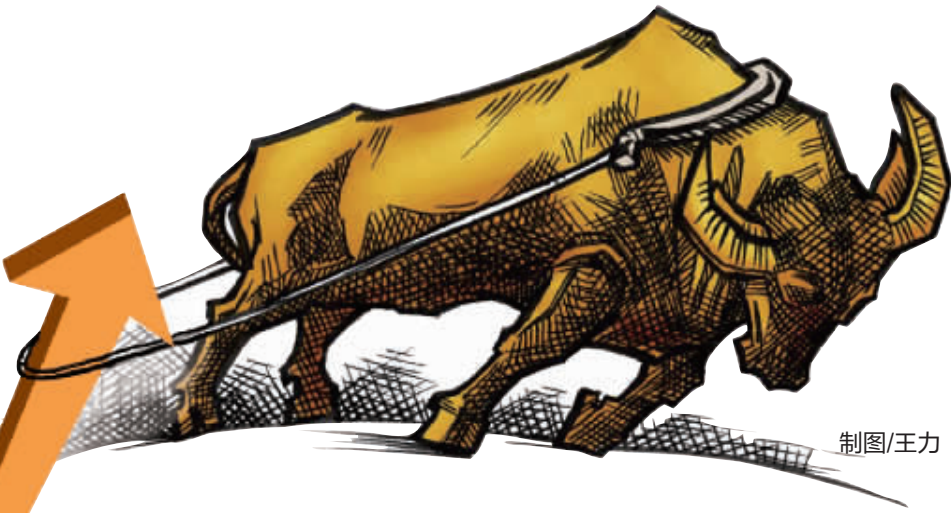


债牛过半 从“躺着赚钱”到“主动出击”

□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

■ 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,长期国债开债更是成为机构热烈追捧的对象。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,非国开债利差高于历史均值。目前国开债收益率低于非国开债,但国开债信评问题并未彻底解决,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套息成为最佳策略选择,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,同时还可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,城投与经济背离。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即将拉大。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。鉴于到期的地方债券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,市场整体估值中极有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)

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放松空间,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,降低企业融资成本依然任重道远,货币政策需继续发力。“降成本”是贯穿2014年央行货币政策调控的一个关键词。民生证券指出,与企业的盈利水平相比,目前的融资成本显得过于昂贵,私人部门投资有加速萎缩的风险,降低社会融资成本的紧迫性仍强。与此同时,低通胀导致实际利率被动上升,为放松货币条件预留了充足的空间。

光大证券等认为,目前货币政策放松还处在上半场,随着地方政府融资政策约束的进一步增强,房地产跨周期拐点,货币宽松掣肘明显缓解,2015年降息、降准的空间明显增大。事实上,有不少机构认为2015年央行将继续降息、首次全面降准。如中信建投证券指出,未来央行货币政策将进入全面宽松时代,2015年至少有1次25基点的降息空间,并伴有多次降准,以应对基础货币缺口,降低社会融资成本。中投证券甚至认为,2015年可能有四次降准。

退一步讲,即便认为2015年货币政策放松与否,或者说放松的方式存在不确定性,但银行体系流动性保持相对充裕和基本稳定的状态仍是相当明确的。中投证券等多家机构指出,2015年7天回购利率波动中枢有望跌破3%,将较2014年下行60基点以上。海通证券更指出,按照泰勒规则,2015年7天回购利率均值应在2.5%以下。在资金成本下行的引导下,未来收益率曲线的长、短端均存在下行机会。

空间窄变数多 单边行情难延续

如前所述,考虑到经济下行压力犹存,物价低位运行局面难改,宏观政策托底需求上升,流动性延续平稳偏松,2015年债券市场整体仍存机会。不过,不少机构亦指出,未来周期性力量对利率下行的边际作用会减弱,2015年债券利率下行空间可能远不及

低增长低通胀 利率上行风险小

回顾2014年,估值修复与周期驱动是债券利率下行的两条主要逻辑。一方面,货币市场流动性走出2013年下半年的非常状态,唤醒了债券估值体系内在的修复动力;另一方面,货币政策重新回归经济周期调控本位,配合降低融资成本这一主题,货币政策调控表现为渐进而持续的放松,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。

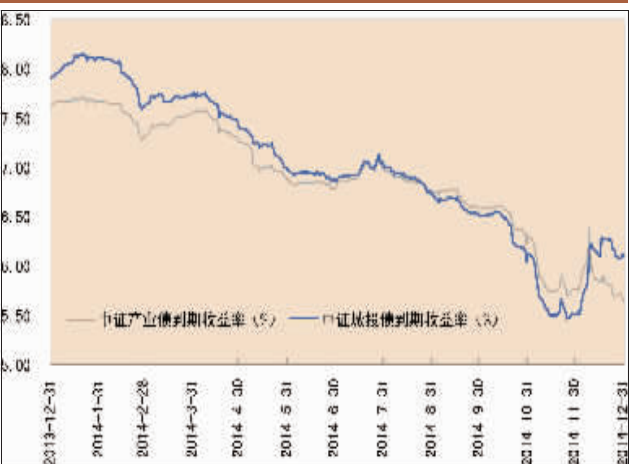
与此同时,2015年通胀低位徘徊乃至存在通缩隐忧是市场共识。海通证券年报认为,无论是从货币、产出缺口还是存款余额增速等宏观角度,还是从粮价、猪价、房价、油价等微观层面来考察通胀,2015年都不存在现实的通胀风险,CPI增速反而可能步入零时代。广发证券则预测2015年CPI同比增速大概率会在1%-2%的区间中运行。当然,如中航证券等机构表示,虽然2015年整体通胀压力有限,但下半年物价走势的不确定性会有所增加。

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。

10年期国债和10年期国开债到期收益率



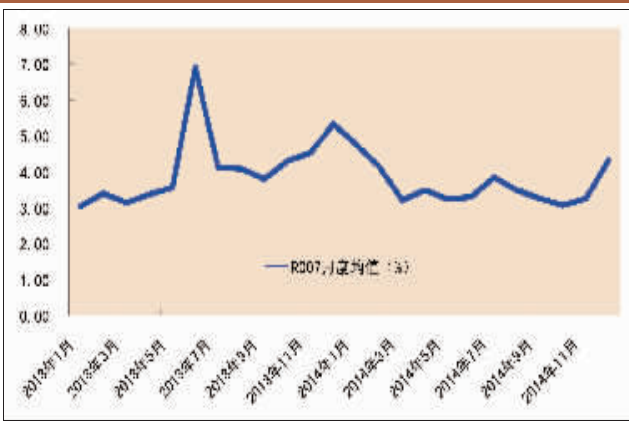
7年期AA级城投债和7年期AA级产业债到期收益率



2008年以来年度债券发行量和偿还量



银行间市场7天回购利率月度均值



2015

新年特刊