

## 新常态下 债市盛宴尚未结束

□摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部  
施同亮

今年我国将进入转型期的深入阶段。这是一个低速增长与改革并存的新格局。新格局主要体现在以下几个方面。

第一,我们面临着低增长的延续。近年来宏观政策一直不断采用维稳手段,但经济刺激效果微弱,固定资产管理增速持续下滑。2013年年初的时候,固定资产投资增速在20%以上,两年的时间已经降到15%,而这两年还是在采用了较多宽松政策,投资项目审批加快,非标准化债务融资兴起、定向降准、MLF等货币政策新工具不断使用的背景下,然而经济内生增长动力依然持续下滑,实体投资意愿较差,私人部门扩张动能较弱。今年,一线城市房地产情况稍显乐观,但制造业整体内需仍不强,上半年经济存在压力。

第二,增长率波动性在减小,即增长弹性减弱。2012年以来,GDP保持在7%的平台上,年内波动一般不超过0.5%,这样低的波动率,在过去是未曾出现的。其原因,是过剩产能与政策维稳长期角力后的阶段性平衡。低弹性意味着经济周期的消逝,对市场而言,经济数据的解释力度在下降。特别是增长数据对债券市场的影响性在变差。

第三,流动性陷阱“正逐渐形成”。2014年全年贷款总额近10万亿,达到近年来的峰值,但CPI全年只增长了2%,货币宽松并没有改变通胀预期,甚至面临通缩压力。这其中自然有大宗商品下跌带来的输入性通缩压力。而中国的食品价格过去一直呈现刚性,易涨难跌。

第四,改革呼声加大,但过程将漫长。比如国企改革,面临着对传统产业链和经济格局的改变,钢铁等大型国企,负担着税收和就业的多重压力,市场化转型困难重重。农地流转和土地改革,又牵涉到地方财政收入稳定性的问题。改革不可能立竿见影。

因此,经济新常态是一个纠结而漫长的过程,2015年,我们仍大概率处于增长下滑与政策宽松的大框架之中。货币政策有继续调整的需求,以降低融资成本,放松流动性刺激实体需求。基准利率和准备金率都有下调的空间。随着外汇占款流入减少和人民币升值阶段性见顶,内生性制造基础货币是未来趋势,准备金率和货币存贷比宽松是短期需要也是长期趋势。而随着理财收益、货基收益下降,基准利率下降并不会对银行存款产品冲击,也是顺应实体经济下行趋势。

从货币宽松政策的初衷看,央行期望着从宽货币向宽信用的转折,但并不能轻言转折,即使目前信贷增长较快,也应看到贷款流向都集中于基建和地产等领域。私人部门信贷需求较差,企业融资额度空闲,票据融资不紧。宽信用是否能转变成功要待二季度节后新开工确定。从年底反应的情况看,一季度仍可能是虚拟经济流动性宽松,实体融资意愿不强的阶段。

在这样的背景下,我们仍然看好2015年的债券投资,一季度是个基本面支撑较强的时间窗口,一方面,降息刚刚开始,未来预期仍然较强,连续暂停回购后,降准也在市场预期中。另外,增长和通胀数据低迷,国际原油价格下跌引发全球通缩压力,有利于利率债上涨。一季度新增的银行机构新年配置需求也将支撑市场。

信用债市场上,地方债务管理办法改革引起短期内发改委对债券审批与发行的态度趋紧,一季度城投债供给压力不大。而理财产品规模仍是银行角逐的焦点,信用债需求端并不会减少。在基准利率稳中有降的基础上,信用债收益率和利差有缩窄空间。上半年是债市持有期回报可以期待的时点,资金成本预计较为稳定。短融、中等级的城投债和产业债表现预计相对乐观。

此外,债市的主要风险点在于,第一,信用风险发生预期仍然较高,反腐引发政治风险,民营企业高管频繁跑路下马,排名前二十的地产公司遇偿债危机等,暴露了民营企业脆弱的经营环境。大宗价格持续下跌,将对有色金属、煤炭等行业产品价格产生负面影响,全年暴发信用事件的概率很大。第二,股债跷跷板效应仍将持续施压。蓝筹股在连续上涨后估值仍有吸引力,还有进一步吸纳流动性的空间。

# 不确定风险弥漫 债基新年投资“刀尖上起舞”

□本报记者 李良

虽然未来充满变数,但对于债券基金的基金经理而言,2015年却可以确定一件事情,那就是躺在无风险利率上数钞票的舒服日子,真的一去不复返了。

去年底,来自于中国证券登记结算公司的一纸通知,给偏爱加杠杆的债券基金一记“当头棒喝”;而某些地方政府突然撤销对部分城投债的“保函”,更是让债市的不确定性信用风险弥漫。某债基的基金经理向记者感叹,相较于以往债市投资重在把握机会,2015年债市投资的重心或转向对风险的甄别,尤其是那些有可能超预期的“黑天鹅”事件。“可预期的风险还好说,可以通过操作来规避;但‘黑天鹅’是我们难以对付的。问题在于,天知道今年会有多少‘黑天鹅’!”该基金经理无奈地说。

### 重构收益率曲线

对于众多债市投资者而言,中国证券登记结算公司去年底发文调整企业债回购资格,显然是一次超预期的政策冲击。而政策“炸弹”骤然出台的背后,则引发了众多基金经理的深思。

海富通基金认为,中登公司的政策,从长期而言,是为了优化利率市场,降低杠杆风险。通过对于目前的质押库进行清理,对信用资质欠佳的城投债进行去杠杆,以避免潜在违约事件对质押库带来的冲击。海富通基金指出,先前资质不佳的城投债仍可有很高质押比率的现象,不仅大大拉升市场违约风险,债券本身的风险溢价亦不能充分反映债券特性,即高风险不一定是高收益。而伴随着中登公司的政策调整,将使债券发行和收益率更趋市场化,而少了可质押的特性,质地较差的债券为吸引投资人青睐,势将提高风险溢价,充分发挥债券



CFP图片

“价格发现”的功能,同时更能洞悉发行单位的偿债能力。

不过,伴随着政策引导债市收益率曲线向正常回归,债基的投资操作也将随之变得更加复杂。上海某债基的基金经理向记者表示,这意味着,投资债市需要更好地把握个券的风险收益特征,这不仅需要基金经理有较深厚的投资功底,而且需要基金经理对个券的基本面有准确认识。换句话说,在收益率曲线逐渐回归正常的债市,考验基金经理投资能力的将不仅仅是人脉关系和加杠杆能力,还包括对风险收益的判断能力。

### “黄金坑”与“控风险”

值得注意的是,虽然去年底“黑天鹅”频出,但许多债基基金经理仍认为,在降息通道预期形成的背景下,债市的上升通道未改,短期市场波动不会影响债市中期投资机会。

某基金公司固定收益部负责人表示,为了满足中证登的规则,债券市场短期抛盘较大,从而短期内对债基等固定收益产品业绩形成较大冲击。但客观地看,由于目前仍处于降息通道之中,在市场吸收了短期抛售的冲击后,债市会重新回到上升通道,今年债市投资的开局应该会不错。“在未来一段时间,债基或迎来一个投资的‘黄金坑’,中期债市投资的介入时点会出现。”该负责人说,“不过,市场需要适度降低对债基业绩的预期,毕竟,由于杠杆投资实际上受到了较大限制,债基的业绩很难像以前那样迅猛。”

不过,业内人士强调,相较于投资收益,今年债基更应该关注投资风险,因为在经济不断下滑以及政府有意打破“刚性兑付”的背景下,信用风险“黑天鹅”事件有可能越来越多,这对债基投资形成严峻考验,建立自己的信用风险评价和控制体系迫在眉睫。

## 转债基金业绩出色 货基吸引力逐渐下降

□招商证券 宗乐

可转债配置应是这些债券基金去年取得出色业绩的重要原因之一。

为了剔除可转债对债券基金业绩的影响,我们考察了所有在合同中明确规定不能投资可转债的纯债基金的投资业绩。结果显示,在这些质地纯正的纯债基金中,2014年业绩表现最优的三只基金分别为广发纯债A(19.24%)、大摩纯债稳定增利(19.16%)和新华纯债添利A(17.96%),显示了较强的固定收益投资能力。

### 纯债基金: 关注业绩的长期性

在挑选纯债基金时,投资者实际上是在挑选基金经理的固定收益投资能力。换言之,这类基金的投资收益仅来源于固定收益资产的价格变动以及票息收入,而不会受到股票市场波动的直接影响。因此,基金经理固定收益投资能力的稳定性是决定纯债基金投资回报的关键因素。

债券基金经理对固定收益市场的把握主要是通过对宏观经济、货币政策以及市场利率走向的判断等来实现的。由于这种宏观分析判断能力的延续性较强,加上债券市场波动受投资者情绪的影响较小,因此债券基金业绩的延续性比股票型基金强。对于纯债基金的投资者来说,要关注基金历史业绩的稳定性,同时选择风控能力强、基金经理管理年限较长的产品。

### 一、二级债基: 重大类资产配置能力

除了那些合同中明确规定不投资可转债的纯债基金之外,其他类型的债券基金都将或多或少的受到股票市场波动的影响,因此,大类资

产配置能力(包括券种配置能力)成为这些债基能否获取理想收益的根本。

经济增速放缓、货币市场环境宽松以及通胀水平持续处于低位,仍然是债券市场继续走牛的基础,但由于债券市场已经历了去年一年的大牛市,2015年将呈现相对均衡的市场格局,未来的债券投资难度将会加大。

可转债方面,近期转债价格在正股的带动下一路上行,未来能否继续向上则主要取决于正股的价格走势。基于对2015年A股市场的乐观预期,我们认为可转债仍有较高的配置价值,积极的投资者可以适当关注转债配置较高的债券基金。选择单只基金时,还需关注基金经理的个券选择能力。

此外,根据2014年的经验,可转债基金在牛市中的进攻性并不亚于偏股型基金,预期收益和风险处于中高等水平。因此,看好股市的投资者可将转债基金纳入投资组合,而高风险偏好的激进投资者则可在二级市场上直接买入转债分级基金B份额,获取更高收益。

### 货币市场基金: 投资吸引力逐渐下降

此外,货币基金2014年的平均收益为4.6%,尽管略高于2013年的4.1%,但由于近期偏股型基金和债券型基金收益理想,赚钱效应吸引投资者将资产转投至预期收益更高的基金品种,相比之下货币基金的投资吸引力逐渐下降。投资者可以将货币市场基金作为现金管理工具,满足日常的流动性需求,在选择单只基金时要精选那些规模较大、流动性管理能力出色、静态收益较高的货币基金产品。