

资金成本逐渐降低 货币基金吸引力下降

□招商证券 宗乐

李克强总理5日作政府工作报告时指出,今年经济社会发展的主要预期目标是:国内生产总值增长7%左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上。即稳增长、稳物价、稳就业。对于上述目标,市场普遍解读为,经济增长目标从7.5%降至7%,是一个合理的主动降速过程。政府对经济下行的容忍度有所提高,同时也充分考虑了就业需要。政府工作报告强调,稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2预期增长12%左右,在实际执行中,根据经济发展需要,也可以略高些。加强和改善宏观审慎管理,灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具,保持货币信贷和社会融资规模平稳增长。加快资金周转,优化信贷结构,提高直接融资比重,降低社会融资成本,让更多的金融活水流向实体经济。

可见,2015年的货币政策将会保持松紧适度,并根据经济发展的需要灵活调整。目前我国宏观经济整体仍比较疲弱,通胀处于温和水平,这些基本面因素都对今年的债市有支撑作用。此外,央行2月底再次降息,也传递出了较强的货币宽松信号。

尽管2014年债券市场经历了一波较强的整体修复行情,我们认为在宽松的货币环境下,今年的债券市场仍有很多投资机会。例如,从收益率曲线的估值水平衡量,目前长期限无风险利率基本在历史均值的附近,而短期限收益率则高于历史均值。可见,现在的中长端收益率处于历史均值水平,从宏观需求看,未来有进一步下行的空间,有利于债券估值的提升。

但是,由于今年债市的起点较高,加上股市回暖对资金有一定的分流作用,未来债市的波动将会加大,债券投资的难度也将随之提升。择时能力突出的投资者有望通过短期的波段操作,获取资本利得收益,而选券能力出色的投资者则可以通过甄选性价比高的信用债获取由高票息带来的超额收益。

我们认为2015年债券基金仍具配置价值,但平均回报率不及去年。在选择单只债券基金时,纯债基金可以关注那些信用风险识别能力较强、信用债配置比例较高以及时机把握能力较强的基金,偏债基金则更应关注基金经理的选股能力。

可转债投资方面,前期涨幅过高的转债,其未来价格走势取决于正股的表现。因此,较强的个券选择能力(相当于正股选择能力)是获得超额收益的重要来源,而个券选择的差异也是今年1、2月份转债基金的收益出现明显分化的主要原因。此外,由于今年以来多只转债触发强制赎回条款,已经陆续转股,因此去年四季报披露的债券基金可转债持仓数据的参考价值大大降低,投资者不宜过分解读。

货币基金方面,数据显示,在2013年、2014年和2015年1-2月份这三个时间区间内,货币基金的区间万份基金单位收益均值分别为1.64元、1.51元和1.33元,呈现出了逐渐下滑的趋势,这是由于渐趋宽松的货币环境导致短期资金利率下滑,对货币基金的投资收益带来负面影响。我们认为,随着资金成本的逐渐降低,货币基金的平均收益还将继续向下。

与此同时,近期偏股型基金收益理想,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,货币基金的吸引力下降。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。在新股密集发行期间,资金面趋紧有望推高货币基金的短期收益,投资者可适当参与。



CFP图片

降息支撑债市慢牛 债券基金业绩靠“股性”

□本报记者 常仙鹤

降息后利率下行有利于债券市场的慢牛走势,虽然股市表现将好于债市,但“股性”强的债券基金仍然表现不错,今年以来,最牛债基收益率已超过10%。业内人士预计,由于经济未好转,年内再次降息可能性较大,基本面仍然对债市有支撑作用,在此期间,“股性”较强的二级债基仍有望走强。而纯债基金也能够以高于存款利率的优势获得中长期收益。

二级债基以“股”为贵

众禄基金研究中心数据显示,2月,受节日资金紧张因素以及沪深股市调整的影响,债券型基金整体小幅上涨,仍取得正收益,全月上涨0.93%。其中,二级债基取得1.34%的涨幅,在所有类型中表现最好;定开类债基上涨0.81%;可转债基金表现不佳,整体上涨0.01%。上市交易的分级债基B类份额凭借杠杆优势涨幅较大,整体上涨1.92%。

值得注意的是,在表现较好的二级债基中,单只基金的净值上涨来源于对股票仓位的配置占比。在2月排名前五的基金中有3只二级债基,其共同特点是均配置了较高的股票仓位,在投资方向上也偏中小盘成长类,契合了今年以来中小盘股票反弹的市场风格。

从今年以来的情况看,截至3月6日,民生加银信用双利债、中银转债增强、诺安双利债券排名今年以来的收益在8%以上,民生加银信用双利债券基金的净值更是达到10.57%。基金四季度报告显示,民生加银信用债的股票资产占净资产比例为18.22%,诺安双利债券基金的股票资产占净值比为15.82%。

据介绍,二级债基以不超过20%的仓位投资股市,可以兼顾股债机会,在股市向好时可以为投资者带来超越一级债基的收益。由于受到债市及股市波动影响,二级债基近三年来收益波动较大,2012年平均赚6.82%;2013年平均仅赚0.88%,不少基金亏损;去年股债

双牛,二级债基平均赚23.3%,媲美偏股基金。从过去三年来看,二级债基平均收益仍超过10%。业内人士认为,随着今年结构性行情的演绎,二级债基对个股的选择将成为业绩走向的重要影响因素。

债市在波动中延续慢牛

综合当前经济和流动性的判断,业内人士认为,虽然目前债市整体估值已经升至高位,在高位稳固之后,仍有望延续慢牛格局,且可能持续较长时间。

“从较长时间来看,降息周期的启动以及经济增速的下行将带动市场利率的下行,债市慢牛的基础仍在,但是波动相对加大。”众禄基金研究中心认为,目前从宏观经济和流动性层面来看,PMI等经济数据显示基本面仍有下行压力,消费价格指数预计生产者价格指数继续下移。继降准之后,央行2月底再次降息,3月3日央行公开市场操作,7天逆回购利率下降10个基点,央行的动作继续传递出强烈的货币宽松的信号。基本面仍然对债市有支持作用。在债券型基金投资上,债市小幅震荡调整对指数型债基的业绩有一定影响,而对主动型的债基影响有限。

“当前适宜选择信用债、可转债、产业债等券种,利率债可暂时回避。”有基金经理人士表示,虽然中长期来看债市有望维持慢牛,但收益率曲线继续下行的空间并不大,相比利率债,信用债回调风险较小。

预计短端利率先行下降 近期看好短端品种

□摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 施同亮

在2月4日央行全面降准后,时隔不到一个月的时间又进行全面降息。考虑到中间还包括了一周的春节假期,实际的宽松频率更快。去年央行一直采取定向降准、SLF、MLF引导市场的创新工具,能起到释放总量流动性的作用。逆回购、再贷款、MLF利率也可以发挥引导市场利率的作用。如果仍然沿用这样的定向货币工具,尚可能认为货币政策仍然处于结构性宽松的窗口。但自去年底开始,三个月的时间内,已经全面降准一次、全面降息两次。

全面宽松是否有必要呢,我们认为有必要而且还将继续宽松。首先,最重要的一点是货币增速失控,一月M2数据仅有10.8%,为近年来罕见的低谷。货币增速失控的外部因素是外汇占款减少,自去年年底人民币兑美元贬值和外汇占款减少来势汹汹,外汇占款出现了负增长直接减少了基础货币。当定向工具无法对冲货币收缩,全面宽松则是顺势而为。毕竟通缩比通胀可怕。其次,信贷需求低迷导致的货币乘数下降,才是货币增长缓慢的根本原因。外汇占款下降可以靠定向释放流动性来对冲,但信用体系收缩,则需要一个有力的宽松周期来扭转。尽管资金成本、融资成本呈现刚性,较难打破,本次存款利率区间上浮后实际存款成本下降甚微。但降息可以降低大型企业财务费用、改变企业对政策的预期,有利于改善信贷需求。而贷款基准下调,可有效刺激房地产市场回暖。第三,通缩预期打消宽松顾虑。而央行的直接目标应是管理通胀预期和货币增长,调结构并非央行职责。通缩意味着失业,意味着债务负担加重,意味着信心难以重建,此时宽松本身的负面影响式微。

降息将给钢铁、有色、煤炭等大型企业直接减负,并刺激地产需求的恢复。对于债券和货币市场虽也有较强的信号指引作用,但利率下行或较有限。

银行负债结构的改变和利率市场化是导致目前资金成本刚性的主因。市场化定价的同业存款取代一般性存款抵御了基准利率的下调影响,以致机构资金成本难降,这也是很多人不看好债券市场的最重要一点原因。事实上今年以来,7天回购利率一直保持在3%以上,同业存款利率仍接近5%,确实没有下降。

然而这并不意味着资金成本能永远维持在高位。打破成本刚性是一个漫长的过程,中国正处在这一趋势中。打破利率刚性,将是通过资产端倒逼负债端成本下降的方式,两者螺旋式下降。从国际利率市场化经验来看,金融机构的利润收缩,盈利收窄甚至亏损,倒逼转型,是利率市场化期间不可逃避的宿命。

发改委集中批复项目,中小企业税收优惠等政策红利纷至沓来,财政政策支持力度不断加大。然而应注意到目前是地方财政最捉襟见肘的时刻。土地出让收入、企业税费收入锐减,对于基建投资来说,资金来源是最大的问题,并不是资金需求。因此,离开了宽货币,宽信用就没有了发展的土壤。中国经济不大可能绕开宽货币而出现信用膨胀。同样,调结构是在稳增长的前提下进行的。调结构可以循序渐进,迂回发展。但失业和通缩是我们很不愿意看到的。增长不强调数值,但有底线。

对于债券市场而言,利率债进一步启动行情需要短端先降,否则长端下行空间有限。一是,目前收益率曲线过于平坦,利率债10年期与1年期利差在30BP左右,而绝对收益率在历史序列中处于低位。二是,资金成本偏高,回购利率仍在3%以上,限制了债券下行空间。债券融资成本要优于信贷和非标,从这一角度看,货币政策需要先普惠债券市场,才能降低信贷利率,宽松并没有进入尾声。

预计短端利率会先行下降,看好短端品种的表现。宽松周期和当前宏观环境决定了系统性信用风险不可能爆发,中低等级产业债具有挖掘空间,预计其全年表现将优于政策并不明朗的城投债。