

## 新常态下的 债市猜想

□交银施罗德固定收益部 李娜

进入2015年以来短短两个多月,央行已经进行了一次降准和第二次降息,但是近日公布的经济数据依然低迷,工业增加值同比增速快速回落至6.8%,金融数据有所回升,但未来经济动能的逐步恢复尚待时日来进一步观察。开年以来,债券市场的运行也非常有意思,10年期国开债收益率自年初的4.09%持续下行,最低在2月底达到3.66%,而在降准和降息后的第二个交易日收益率均出现明显回升的走势,同时由于年初以来资金面宽松不达预期,银行间7天质押式回购利率春节后还维持在4.6%附近,收益率曲线倒挂的情况已持续月余,这反映了收益率曲线隐含了较多的货币宽松预期,曲线走在了央行的前面。债券市场似乎也随着经济进入新常态的同时,出现了一些微妙的新特征和不同于往常的交易模式。

处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的三期叠加下,今年经济增速的目标调整为7%,实际上将对经济增速进行区间管理,更加注重质量和效率,力促中国经济从中低端向中高端升级,未来很难看到短期强刺激政策。新常态下要素规模驱动力正在减弱,经济增长将更多依靠人力资本质量和技术进步;自然环境的承载能力正在逐步达到或接近上限,将大力推动形成绿色低碳循环发展新方式;整体经济运行的风险总体可控,但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间;仍然着重全面化解产能过剩,也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向。可见经济运行面对多重下行压力风险下,政策将更加着力于托底,而不是刺激。由此,在未来数年经济增速逐步下台阶的背景下,固定收益类资产将具有长期投资价值,理应成为居民投资组合中不可缺少的一部分。

在两次降息的同时,央行都扩大了存款利率的上浮空间,利率市场化正在如期有序推进中。预计今年存款保险制度将推出,距离完全放开存款利率已不那么遥远了。在两次降息后,商业银行适度提升了存款利率上浮比例,负债成本下行幅度相对有限,再加上财富管理时代居民存款再分配,银行理财等金融产品收益率居高不下,恐怕在有效打破刚兑之前,很难看到银行间资金成本中枢的大幅下行。外汇占款大幅减少的背景下,基础货币的投放将更多依赖央行的货币政策工具。而央行在稳健的货币政策基调下,总量政策的同时还要体现适度的结构性特征,其货币宽松的力度或时点可能将低于市场预期。也就是说,不排除资金利率中枢维持偏高并出现阶段性抽紧可能成为常态。

在上述两股力量的交织下,面对债市市场新常态,投资者可以在长期慢牛的期待中注重交易节奏。一方面,在把握经济增速短周期波动的同时,对于固定收益类资产不放弃,原则上在经济下行阶段重视利率债波段交易,在经济企稳阶段切换至信用债投资机会,有望带来持续稳定的投资收益。另一方面,资金利率的变动也是杠杆操作的重要变量,要特别重视流动性风险和曲线短端的投资机会,危和机之间往往只有一线之隔,特别警惕流动性风险的超预期释放将成为利率市场化进程中债市投资不可忽视的一大要义。



## 利多利空交织 基金谨慎眺望债市“暖春”

□本报记者 李良

国家发改委要求各地高度重视今年企业债券本息兑付工作,绝不允许发生资本市场违约事件的消息在业内流传,强化了债市对今年“刚性兑付”的预期,也显著提振了债券基金经理们对债市“暖春”的信心。

不过,相较于昔日的“疯牛”,基金经理们在信心中多了一份谨慎。某债基基金经理就表示,A股市场的急速飙涨,会在一定程度上分流债券市场的资金,如果A股牛市延续一到两年,对于债市的慢牛行情会形成威胁。另一方面,虽然中国经济仍在下滑趋势中,但“稳增长”政策力度加大的预期却在升温,这在未来将会利空债券市场。因此,在债市利多频出时,投资者仍需保持一份冷静。

### “慢牛”或延续

尽管自去年以来风波不断,但许多债基基金经理对债市的表现依旧抱以信心。安信基金固定收益投资总监李勇表示,债券市场的牛市还没有结束,目前仍有投资机会。他认为,2014年4月至11月是债券牛市第一波,2014年12月至2015年6月是牛市第二波慢牛行情,2015年下半年是债券牛市第三波,中短期债券会有较大的上涨空间。而目前债券处于牛市的第二阶段,等到流动性真正的宽松和隔夜利率进入“1时代”,第三波债券牛市将随即展开。

利率的进一步下行预期,是支撑债基基金经理们看好后市的重要因素。富国基金表示,上周市场流动性逐步宽松,虽有季末因素扰动,但资金面整体依然向好,短期资金价格显现回落迹象。而公开市场方面,上周共计进行350亿元7天逆回购操作,中标利率意外走低10BP至3.65%,反映出央行对短期资金价格进一步下行的期望。

而万亿地方债务置换额度的消息和国家发改委摸底企业债还本付息状况,强调今年不能出现违约事件的消息,则成为支撑债基基金经理们看好后市的另一个重要因素。上海某债基基金经理向记者表示,这两则消息的陆续出台,极大地缓解了市场上对于“刚性兑付”大面积打破的担忧,尤其是低评级的城投债迎来了实质性的利好,或为债基提供了

不错的短期投资机会。

### 谨慎心态升温

值得关注的是,虽然对债市仍抱以信心,但在A股市场急速上涨的背景下,基金经理们的谨慎心态也在升温。

德邦基金指出,此前公布的各类数据显示,先是CPI高出市场预期,然后是经济数据低于市场预期,工业增加值同比增长6.8%,创近六年的最低点,但是随后公布的金融数据表现优于预期,贷款规模增长、结构改善。经济数据和金融数据出现了背离,使债券市场面临较为尴尬的局面。

富国基金则表示,上周前半周机构对超预期的金融数据及其隐含的实体经济或已逐步企稳的信号表现出担忧,加之资金价格维持高位,且股市表现强劲,债市整体走弱,各期限品种收益率均有所上行。虽然此后资金价格逐步走低,悲观情绪稍有缓和,中短端得到一定支撑,但对长端投资者多仍选择谨慎,等待基本面进一步变化的指引。

事实上,A股市场的快速上涨已然成为债基基金经理们心中的隐忧。上海某基金经理向记者表示,债市和股市向来有跷跷板效应,如果股市走牛的时间过长,势必会对债市造成严重的资金分流,对债券市场的压力可想而知。因此,今年债市投资虽然仍有慢牛预期,但如果A股市场出现超预期的上涨,债市的慢牛格局有可能会被打破。

## 构建完备债基组合

□海通金融产品研究 单开佳 孙志远

在公募基金中,债券基金绝对属于高性价比的品种。随着中国经济增速持续下台阶,这种波动小且收益稳定的品种,越来越受到市场的关注,基金公司也纷纷增加了产品线投入。值得注意的是,债券基金内部收益风险特征存在明显分化,高风险的转债基金,在利用质押式回购放大杠杆后,其弹性甚至高过普通股票型基金,而只能投资于短期债券的品种,波动则接近于货币基金。在琳琅满目、花样百出的债券基金中,怎样才能找到一个最适合自己的产品呢?

数星星是最为常见的一种选择方法。市场上有不少提供基金评级的服务机构,一般来说,历史业绩越好的基金,获得的评级也越高,也越容易获得投资者的青睐。但事实上这种方法至少存在两点不足。首先,这种方法好比看后视镜开车,市场风格变化无常,没有人能够适应所有环境,一旦风格发生切换,之前历史业绩好的产品,很有可能在来年名落孙山。其次,这种评级多针对基金而非其管理人,即使这个基金经理能力超群,但一旦其跳槽走人,基金业绩和其风格或许会有翻天覆地的变化。

现代投资理论讲究组合投资,通过分散化获得目标收益下的最低波动水平,将宝押在一只“明星”债基上的做法并不可取。一个完备的债券基金组合构建流程包括下面4个步骤:了解自身投资需求,做出战略资产配置;了解你的基金经理;需求与标的相匹配;定期回顾和调整。

投资需求通常与投资者的年龄、教育和收入有关。年纪越轻、教育程度和收入越高的投资者,风险承受能力越强,也越能参与如可转债型、偏债型等高风险债基的投资。反之,则应该买入纯债型债基。另外,从人力资本和分散风险的角度来说,职业也是风险承受能力的重要影响因素。如果投资者的职业与证券市场高度相关,例如经纪人、保险代理人,就越不应该配置高风险债基,因为一旦证券市场出现波动,不仅当前投资组合受到影响,未来的收入也会因此而下降。有了对自身投资需求的判断,就可以做出所谓战略资产配置,即不同风险债基的长期配置比例。当然,这个配置比例是需要动态调整的,随着年龄的增长,距离退休越来越近,风险承受能力也是逐步下降的,所以需要不断降低债券基金组合中高风险资产的比例。一个简单的方法是拇指法则,每10年将可转债和偏债型基金的比例降低10%。虽然看起来不够精细,但做到了模糊的正确,其实效果并不差。

接下来则是了解你的投资经理,注意,不是基金。基金由人管理,管理人一旦变更,基金风格必然转变,因此投资基金,实际上是投资于人。虽然从每年业绩排名来看,基金经理业绩并不稳定,但这更多是因为市场风格在不断变化,导致基金经理难以适应每种市场环境。从数据统计来看,其实基金经理的投资风格是相对固化,不易改变的。鉴于此,我们可以将市场切分为不同环境,例如股票强市、债券强市等,看每个基金经理在这些环境下的业绩表现,排名靠前的,自然是偏好这种投资风格,这样,就可以把每个基金经理进行风格分类。当然,这个工作涉及到很多数量化运算,还需要通过调研加以验证,因此可以向专业的基金研究机构咨询。

第三步就是将投资需求与基金经理风格相匹配。如果你是一个风险承受能力较强的激进型投资者,可以选择偏股型风格的债券基金经理,而风险能力承受能力较差的话,偏好利率债或高等级信用债的基金经理将更加适合。选择出相应风格的基金经理,再按照之前制定的当前战略资产配置比例进行配置,即完成了组合构建。

最后一步是定期回顾组合和调整。因为基金经理时常会发生变更,人的职业和收入水平也会变化,只要风险承受能力和组合内的基金经理风格出现变化,就应该对组合进行修正,重复上述步骤,直到重新实现需求与标的匹配。