

多空论剑

降准未必有戏 债市或有可为

□本报记者 张勤峰

面对极低的超储率,近期人民币快速升值引发降准的讨论。与此同时,进入季月,债券投资者再次憧憬市场会像今年3月、6月一样走出一波上涨行情。那么,降准到底有没有戏?没有降准,后续利率会怎么走,季月行情还会不会出现?对四季度债市有何研判?对于这些问题,本次请中信建投宏观固收首席分析师黄文涛和中信证券固收首席分析师明明进行讨论。

货币政策难放松

中国证券报:近期人民币升值较快,降准呼声渐起,如何看待这一情况?

明明:降准呼声从上个月开始涌现,随着近期人民币升值势头较猛,呼声越来越高,我们认为在人民币币值稳定、国内基本面下行压力较大、金融体系流动性结构不均衡三重因素叠加情况下,“中性”降准是一个可能选项。首先,从人民币汇率上看,“8·11汇改”以后人民币持续贬值的制度基础和预期已经消失,而5月以来的持续升值证明了人民币贬值基础不复存在,对人民币贬值的忧虑目前不再是影响降准的主要障碍。其次,从最新公布的数据显示,8月国内投资、消费、出口均已步入下行通道,经济的韧性再次受到考验;展望四季度,环保限产压力、地方政府财政刺激意愿低迷、房地产调控打击房产销售、中美复苏遭遇“天花板”等诸多因素叠加,国内基本面下行压力或将更明显,降准存在一定的必要性。最后,由于央行越来越偏向于开展公开市场业务投放流动性,这种面向大型银行等金融机构的批发式流动性投放会导致金融体系流动性结构不均衡的现象,表现为中小型金融机构流动性水平明显低于大型金融机构,是引发系统性风险的隐患。央行通过流动性净回笼搭配降准的“中性”操作,保持流动性总量大体不变,化解流动性结构失衡,或许是一个值得考虑的选项。

黄文涛:人民币近期出现快速升值,在很大程度上是由于在美元走弱的背景下,预期的自我强化所致。在人民币对美元升破关键位置后,部分美元头寸持有者恐慌性结汇引发了连锁反应,使得客盘结汇量突然大幅增加。在央行追求人民币汇率双边波动的背景下,人民币汇率出现持续的单边升值可能与央行的目标相悖。从目前来看,汇率水平可能仍在央行合意的政策区间内,央行更倾向于通过放松对于外汇交易的管制,通过市场化力量使外汇供求趋于平衡。

尽管降准有助于抑制人民币升值,但是汇率并不是货币政策决定因素。在年内增长目标压力不大,且货币政策围绕金融监管主线波动的情况下,货币政策并不具备宽松基础,我们不看好年内央行降准。

中国证券报:货币政策松动的必要条件是什么?对四季度货币政策有何研判?

明明:今年以来一直坚持货币政策保持稳健中性,短期内该政策取向也很难转变。在金融稳杠杆取得初步成效后,稳杠杆是经济基本面维稳和金融体系稳定发展的要求。目前,国内经济正处于从金融去杠杆



中信建投宏观固收
首席分析师黄文涛

未来何时会出现交
易性机会,取决于经济
何时会超预期下滑,进
而引致政策边际转向和
监管趋缓。相持阶段,票
息为王。



中信证券固收首席分析师
明明

多重因素有利于债
市,四季度长端收益率不
会突破此前的3.6%顶部,
债市存在一定的交易机
会,长端熊陡难现,短端
机会犹存。

向实体去杠杆的过渡阶段,货币政策难言松
动。不过,在目前越来越强调政策协调配合
的背景下,监管政策的边际收紧或将带来货
币政策边际转松。

黄文涛:目前来看,货币政策松动的必
要条件是经济出现超预期下行。本轮中国经济
企稳回升是经济长期下行中政策作用的
结果,并非需求改善所致。因此随着政策的
渐次退出和需求趋弱,下半年经济下行压力
逐渐加大,但经济硬着陆的概率并不大。

我们认为,四季度货币政策有望维持真
正中性。一方面受欧美货币政策收紧以及国
内资产价格、金融去杠杆、外汇储备压力等
因素制约,货币政策不具备宽松条件;另一
方面在国内融资成本约束下,货币政策也不
会主动收紧,当前中美利差也提供了缓冲空
间。在货币政策紧平衡态度下,资金成本刚
性,也有助于促进金融去杠杆。

短端下行空间更大

中国证券报:经历一番波折后,本周后
半周债市重拾升势,类似3月、6月的季月行
情会否重演?

明明:总的来看,9月债市回暖比较明
显,10年期国债到期收益率也回落到3.6%以
下,9月债市进一步走高已是大概率事件。资
金面方面,央行9月上旬超额续做MLF并重
启28天逆回购操作表明了央行呵护资金面的
态度,这些操作与6月份相似,而6月份资金
利率水平不高且波动降低;从央行9月中
旬以来的公开市场操作来看,9月14、15日两
日在当日均无逆回购到期的情况下均开展
大额逆回购净投放,共投放3000亿元,如此
大规模的资金净投放已经超过了3月、6月的
同期水平,在央行保持市场流动性总量适度
中性的态度下,9月资金面保持平稳仍是大
概率事件,这有利债市回暖。短期来看,资金

面难有负面影响,而经济基本面和海外因素
的助力更有利债市上行,9月存在一定的
波段交易机会。

黄文涛:从历史数据来看,3月份10年国
债利率从月内高点回落了17.05BP;6月份10
年国债利率从月内高点回落了15.97BP,均出
现了一小轮波段行情。其中6月份情况与当前
有相似之处。8月份以来,监管有加强态势,但
9月份同业存单再度扩大发行,此前市场对同
业存单到期压力的担忧迅速消散,当前阶段
性维稳是重心的情况下,资金面有望持续稳
定,给债市带来喘息空间。此外,本周发布的
经济数据不及预期,对债市也带来边际利好。

整体来看,当前资金面利好已经基本被
消化,而下半年经济下行已经在市场预期
内,收益率接下来大幅下行的概率并不大,
即使有也大概率弱于前面两次。并且随着货
币政策阶段性维稳目标完成,货币政策继续
围绕监管保持真正稳健中性,收益率也不具
备持续下行动力。

中国证券报:近期收益率向下的空间如
何,阻力位在哪里?收益率曲线将如何变化?

明明:理论上来说,10年期国债到期收
益率的下限是1年期MLF操作利率3.20%,
但目前偏离较大;但就目前来看,10年期国
债到期收益率将稳步降至3.6%顶部中枢以
下,不排除在基本面和海外因素配合的情
况下再有10BP-20BP下行的可能。

目前我们正处于我国历史上持续时间最
长、最为严重的利率期限结构平坦时期,从历
史上看,收益率曲线平坦后的形态走势存在
着3种可能性:央行货币政策转向宽松,短期
利率下行,出现“牛陡”;经济基本面向好,
PPI及CPI持续走高,债市出现“熊陡”;曲线
持续平坦化。从目前看,下半年基本面下行压
力较大,地产及库存周期接近尾声,外需难以
依靠,内需也难大幅好转,通胀回升难度较

大,货币政策或将继续保持稳健中性,长端上
行的“熊陡”难现,短端下行仍有可能。

黄文涛:从目前长短端利率走势来看,
短端利率前期大幅上升后,下行态势不明
显,10-1年国债期限利差目前仅11.79BP,
收益率曲线被大幅拉平。在9月份资金面大
概率平稳的情况下,期限利差难以继续收
窄,收益率曲线有望重新变陡。在收益率曲
线修复背景下,短端利率下行空间更大,长
端利率下行空间取决于短端利率下行幅度。

收益率高点基本明确

中国证券报:对四季度债市有何预期?
有何投资建议?

明明:多重因素有利于债市,四季度债
市仍然不会突破此前的3.6%顶部。首先,8月
经济数据下行,四季度经济基本面下行压力
加大;同时,近期上游商品价格和周期行业
股票上涨趋势受到遏制并出现快速调整,市
场对经济后续复苏的预期发生扭转,投资、
需求和出口的普遍下行导致CPI增长乏力,
货币政策难以收紧,有利于债市回暖。其次,
随着实体经济去产能的初见成效、金融杠
杆的稳健去化,实体经济去杠杆被提上日程。
实体经济去杠杆将压缩实体经济信贷规模,
货币需求将有所下行。货币供需的再平衡将
缓解金融去杠杆过程中货币需求大于货币
供给导致利率上升的情况,有利于债市回
暖。最后,人民币升值、境外资金流入,美联
储加息和缩表步伐放缓,欧央行年内退出QE
概率不大,海外因素同样有利于国内债市。
目前来看,债市存在一定的交易机会。

黄文涛:我们认为,四季度债市仍处于
艰难的筑顶阶段,收益率沿上轨窄幅波动。
未来何时会出现交易性机会,取决于经济何
时会超预期下滑,进而引致政策边际转向和
监管趋缓。相持阶段,票息为王。

流动性隐忧未散 债市突破尚待时日

□本报记者 王姣

继周四(9月14日)大幅上涨后,中国银
行间债市周五继续反弹乏力,10年期国债期
货主力合约收盘微涨0.02%,现券收益率则
小幅上行。市场人士指出,8月经济数据全线
回落并低于预期,一度点燃市场压抑已久的
做多情绪,不过随着季末临近,流动性收敛,
短期内收益率走势将主要看资金面变化。从
更长的区间来看,在后续流动性相对宽松的
预期下,四季度经济基本面下行压力显现,

很可能引发新一轮交易性机会。

反弹乏力

15日,债市交投情绪收敛,市场缺乏继续
反弹的动力。截至昨日收盘,10年期国债期货
主力合约T1712收涨0.02%报95.355元,5年期
国债期货主力合约TF1712收盘报97.690元,
持平于上一交易日;与此同时,银行间现券收
益率小幅上行,10年期国开活跃券170210收
益率上行1.25bp报4.3125%,10年期国债活
跃券170018收益率上行0.25bp报3.60%。

而此前一日(14日),最新公布的8月经济

数据大幅回落,显著刺激债市做多情绪。当天
T1712合约收盘大涨0.41%,创6月19日以来最
大单日涨幅;银行间现券收益率全线下行,10
年期国开债活跃券、国债活跃券收益率均明显
下行逾4bp,收益率创近一个半月来的新低。

在业内人士看来,经过周一至周三的小
幅震荡后,周四(14日)债券市场迎来“加
速上涨”,主要受益于8月份宏观经济数据全
线低于预期,央行公开市场净投放1000亿
元、商品价格再现暴跌等。

从最新公布的8月经济数据看,生产、投资
和消费的数据均低于预期及前值。数据显示,
2017年8月份,我国规模以上工业增加值同
比实际增长6.0%,低于市场预期的6.5%与前值
的6.4%;全国固定资产投资同比增长7.8%,增
速比1-7月份回落0.5个百分点,也低于市场预
期的8.1%,整体跌至近期最低水平;8月份社会
消费品零售总额同比名义增长10.1%,低于前值
10.4%和预期10.5%,扣除价格因素实际增长
从9.6%降至8.9%,回落较为明显。

短期看资金面

市场人士指出,尽管经济基本面面对债市

反弹形成一定支撑,但临近季末资金面维持
紧势压制多头情绪,市场也在等待8月金融
数据的发布,机构情绪整体偏谨慎,短期需
继续关注季末资金面状况及金融数据等。展
望四季度,在年内流动性较宽松的预期下,
经济增速下行预期的强化,很可能导致后期
债市出现交易性机会。

招商证券固定收益首席分析师徐寒飞指
出,目前来看,当前债券市场短期的交易机会
已经出现,市场已经酝酿了相当的乐观情绪,
“误判”货币政策走向的逆转,叠加中期的基
本面重回偏弱的利多因素,债市出现“加速”
上涨实属正常。短期内回调就是上车机会。

进入9月后,此前困扰债市的资金面

紧张、风险资产大涨、央行货币紧缩等利空
因素持续退潮,随着8月各项数据继续不及
市场预期,结合市场反应来看,熊市反弹的
趋势进一步明朗。”国泰君安证券固定收益
首席分析师覃汉表示。

不过华创证券认为,经济数据的不及预
期只能带来短暂的交易行情,没有货币政策
的配合难以带动趋势性机会,3.6%依然是10
年国债年内的底部,未来利率上行风险高于

下行空间,交易仍需牢记安全边际。

中长期而言,中信证券固定收益首席分
析师明明在最新研报中指出,从基本面来
看,8月宏观数据表明经济如期放缓,市场对
经济基本面强力复苏的预期开始修正。此
外,虽然8月CPI同比增速远超预期,但随着
食品类价格涨幅收窄和基数效应显现,预计
下月CPI同比增速或会收窄。基本面因素很
难进一步推动利率上行。从货币政策和金融
监管的协调配合角度看,下半年我国可能实
行“松货币+强监管”政策以促进资金脱虚向
实。从海外的角度看,美联储年内加息概率
不高,欧央行仍维持宽松态度,人民币汇
率仍将保持相对强势。综合多种因素来看,
3.6%仍是10年期国债收益率的顶部中枢。

中信建投证券固定收益首席分析师黄文
涛同时表示,三、四季度经济将如预期和下
行。PPI保持适度回落态势,CPI全年1.7%左右,
通胀无忧。货币政策不会宽松,金融监管还有
下半场。债市收益率难上难下,难以选择方向,
处于僵持阶段,收益率在上轨波动。未来两个季
度仍处于论持久战的相持阶段。利于配置帐
户,对交易账户而言没有较大的交易波段。

不同的指标派不同的用场,世上没有包打天
下的指标或神奇公式。投资不是预测未来的游
戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会的游
戏。PEG就是这样一个指标,所以它的G,一般只
需用当季数字,而且也以当季数字为好。对很多股
票来说,PEG就是给市场一个炒作的把柄。

举例说,凯撒旅游,该股去年每股收益0.2647元,
年初股价15元上下,PE约56倍。一季度EPS为0.0289元,
同比增长44%。我盯了这只股票一段时间,开始PEG=1.27
倍,没优势,而且一季度的EPS太低,导致动态PE太高,也
没意义。后来它跌到11元,PE降到42倍,PEG降到0.94,也
没优势。且一季度EPS过低导致的PE(动)过高,没吸引
力,这问题也没解决。但二季度一出就不同了:每股收益
0.1674元,同比增长136%;PEG降到0.5以下,PE(动)变为
30几倍。一个“眼前的机会”就出现了。其后它迅速涨到
17元。至于17元后能不能买,就要做另外分析了。仅次
凯撒旅游而言,就可看出业绩预测其实并不可信。
比如,你能明确告诉我某公司未来10年的复合增长率为
20%,我就敢以30-40倍PE,也就是1.5到2倍的PEG去买。
为什么不呢?20%复利,意味着10年累计净利32.27元,
成本收回,溢价就是净收益!一切指标,包括PEG,其实都是
因“朱来不可测”而创立的。

不同的指标派不同的用场,世上没有包打天
下的指标或神奇公式。投资不是预测未来的游
戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会的游
戏。PEG就是这样一个指标,所以它的G,一般只
需用当季数字,而且也以当季数字为好。对很多股
票来说,PEG就是给市场一个炒作的把柄。

举例说,凯撒旅游,该股去年每股收益0.2647元,
年初股价15元上下,PE约56倍。一季度EPS为0.0289元,
同比增长44%。我盯了这只股票一段时间,开始PEG=1.27
倍,没优势,而且一季度的EPS太低,导致动态PE太高,也
没意义。后来它跌到11元,PE降到42倍,PEG降到0.94,也
没优势。且一季度EPS过低导致的PE(动)过高,没吸引
力,这问题也没解决。但二季度一出就不同了:每股收益
0.1674元,同比增长136%;PEG降到0.5以下,PE(动)变为
30几倍。一个“眼前的机会”就出现了。其后它迅速涨到
17元。至于17元后能不能买,就要做另外分析了。仅次
凯撒旅游而言,就可看出业绩预测其实并不可信。
比如,你能明确告诉我某公司未来10年的复合增长率为
20%,我就敢以30-40倍PE,也就是1.5到2倍的PEG去买。
为什么不呢?20%复利,意味着10年累计净利32.27元,
成本收回,溢价就是净收益!一切指标,包括PEG,其实都是
因“朱来不可测”而创立的。

不同的指标派不同的用场,世上没有包打天
下的指标或神奇公式。投资不是预测未来的游
戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会的游
戏。PEG就是这样一个指标,所以它的G,一般只
需用当季数字,而且也以当季数字为好。对很多股
票来说,PEG就是给市场一个炒作的把柄。

举例说,凯撒旅游,该股去年每股收益0.2647元,
年初股价15元上下,PE约56倍。一季度EPS为0.0289元,
同比增长44%。我盯了这只股票一段时间,开始PEG=1.27
倍,没优势,而且一季度的EPS太低,导致动态PE太高,也
没意义。后来它跌到11元,PE降到42倍,PEG降到0.94,也
没优势。且一季度EPS过低导致的PE(动)过高,没吸引
力,这问题也没解决。但二季度一出就不同了:每股收益
0.1674元,同比增长136%;PEG降到0.5以下,PE(动)变为
30几倍。一个“眼前的机会”就出现了。其后它迅速涨到
17元。至于17元后能不能买,就要做另外分析了。仅次
凯撒旅游而言,就可看出业绩预测其实并不可信。
比如,你能明确告诉我某公司未来10年的复合增长率为
20%,我就敢以30-40倍PE,也就是1.5到2倍的PEG去买。
为什么不呢?20%复利,意味着10年累计净利32.27元,
成本收回,溢价就是净收益!一切指标,包括PEG,其实都是
因“朱来不可测”而创立的。

不同的指标派不同的用场,世上没有包打天
下的指标或神奇公式。投资不是预测未来的游
戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会的游
戏。PEG就是这样一个指标,所以它的G,一般只
需用当季数字,而且也以当季数字为好。对很多股
票来说,PEG就是给市场一个炒作的把柄。

举例说,凯撒旅游,该股去年每股收益0.2647元,
年初股价15元上下,PE约56倍。一季度EPS为0.0289元,
同比增长44%。我盯了这只股票一段时间,开始PEG=1.27
倍,没优势,而且一季度的EPS太低,导致动态PE太高,也
没意义。后来它跌到11元,PE降到42倍,PEG降到0.94,也
没优势。且一季度EPS过低导致的PE(动)过高,没吸引
力,这问题也没解决。但二季度一出就不同了:每股收益
0.1674元,同比增长136%;PEG降到0.5以下,PE(动)变为
30几倍。一个“眼前的机会”就出现了。其后它迅速涨到
17元。至于17元后能不能买,就要做另外分析了。仅次
凯撒旅游而言,就可看出业绩预测其实并不可信。
比如,你能明确告诉我某公司未来10年的复合增长率为
20%,我就敢以30-40倍PE,也就是1.5到2倍的PEG去买。
为什么不呢?20%复利,意味着10年累计净利32.27元,
成本收回,溢价就是净收益!一切指标,包括PEG,其实都是
因“朱来不可测”而创立的。

不同的指标派不同的用场,世上没有包打天
下的指标或神奇公式。投资不是预测未来的游
戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会的游
戏。PEG就是这样一个指标,所以它的G,一般只
需用当季数字,而且也以当季数字为好。对很多股
票来说,PEG就是给市场一个炒作的把柄。

举例说,凯撒旅游,该股去年每股收益0.2647元,
年初股价15元上下,PE约56倍。一季度EPS为0.0289元,
同比增长44%。我盯了这只股票一段时间,开始PEG=1.27
倍,没优势,而且一季度的EPS太低,导致动态PE太高,也
没意义。后来它跌到11元,PE降到42倍,PEG降到0.94,也
没优势。且一季度EPS过低导致的PE(动)过高,没吸引
力,这问题也没解决。但二季度一出就不同了:每股收益
0.1674元,同比增长136%;PEG降到0.5以下,PE(