

■ 多空论剑

# 穿越政策迷雾:债券牛市仍处中场

□本报记者 张勤峰

央行逆回购持续停做,引来对货币政策取向的猜疑。此时,美联储高声放“鸽”,让形势更加扑朔迷离。政策向松向紧?利率是上是下?两位分别来自买方和卖方的债券市场人士均认为,当前宏观政策仍有放松的想象空间,随着外部约束减轻,利率下行更具底气,在大类资产中,债券牛市依旧相对明确。

## 货币难收紧 降息亦有可能

中国证券报:央行持续停做逆回购,叠加正回购传闻,市场对货币政策取向的判断出现微妙变化,货币政策是否可能收紧?

李连山:上述操作和推断并不能说明央行货币政策将要收紧。央行官方解释,临近月末财政支出力度加大,银行体系流动性总量处于较高水平,因此暂停逆回购操作。即使央行开展正回购操作,也大概率是因前期降准及投放MLF后,银行体系内流动性总量较高,央行需通过一定的工具回收流动性避免淤积,并不是货币政策收紧的表现。

另外,对冲外汇占款下行、缓解实体经济债务压力,分别从资金供给和需求的角度限制了货币政策收紧。

孟祥娟:近期资金利率确实略有回升,但R007尚处于2.5%-3%的合意区间内,并不能由此判定货币政策将收紧。

目前缺少货币政策收紧的条件:第一,经济下行压力仍在,虽然基建反弹,但制造业投资、房地产和出口下行压力仍在。第二,今年下半年宽信用以来,只看到票据,债券利率有所回落,一般贷款和非标利率仍处高位。在提升金融市场资金利率的同时,降低实体融资成本,这样一个组合很难实现。

中国证券报:市场上也存在关于降息的讨论,后续降准、降息可能性大吗?对后续一段时问货币政策取向有何判断?

李连山:目前来看,短期降准、降息的可能性不大,从3-6个月以上时间跨度看则仍有必要。短期内,一方面随着银行体系杠杆率下降,资金需求较以往下降,另外,实体经济虽然资金需求强,但投放时滞仍限制了资金流入实体经济的速度,导致短期内银行间资金充裕,短期再降准必要性下降。

中长期来看,一方面,外汇占款若持续下降,在MLF投放成本较高的情况下,需要降准来对冲并提供便宜的中长期资金,为宽信用提供



民生加银资产管理有限公司  
固收部执行总经理 李连山

目前来看,短期降准、降息的可能性不大,从3-6个月以上时间跨度看则仍有必要。债券牛市还将继续。



申万宏源证券首席固定收益分析师  
孟祥娟

当前来看,海内外经济均面临下行压力,降准和降息都是可选操作,概率高。债牛尚未结束。

支持。另外,实体经济投资回报率下行,虽然非金融企业及其他部门贷款加权平均利率有一定的下降,但仍不足以缓解实体经济的债务压力,未来为稳经济保增长,降息仍然有必要。

孟祥娟:当前来看,海内外经济均面临下行压力,降准和降息都是可选操作,概率高。降准可以释放长期的低成本资金,提升货币乘数。降息可以引导资金利率更快的下行。

货币政策预计将保持实质性宽松,如我们在今年3月所提示,从2018年下半年至2019年,金融市场资金利率和实体融资成本将趋向统一回落。此前市场很多人担忧美元走强带来汇率压力,制约国内货币政策宽松空间,但近期美联储主席鲍威尔也释放出加息节奏放缓的信号,美元走弱,汇率的掣肘在减弱。2019年中美货币政策有望从分化走向统一。

## 震荡很正常 牛市将继续

中国证券报:债市收益率在近期创出本轮牛市新低后,出现了一定的震荡,原因何在?当前制约债市上涨的因素有哪些?

李连山:通常来看,牛市中出现一定震荡是正常现象,在收益率突破8月底点后,踏空的机构涌人市场,而前期加仓的机构止盈是交易上很难克服的心理,在基本面和资金面没有明显变化的情况下,止盈的出现导致震荡也是市场正常现象。

经济基本面似乎找不出制约债券上涨的因

素,从短期扰动来看,年底同业存单收益率的上行,制约了短端收益率的继续下行,同时,若年底资金面出现超预期波动也将形成扰动。另外,若正回购落实并还有续作,一定程度上也将制约债市上涨。

孟祥娟:引发债券市场短期调整的主要因素是流动性略有所收紧,以及市场对货币政策边际收紧的猜测。目前债市的利多因素要大于利空因素,短期偏空因素主要有:第一,临近年底,部分机构兑现利润,获利了结,追涨意愿不强;第二,临近年底,资金面面临季节性扰动。

中国证券报:债券牛市是否已经到头?未来到期收益率将如何变化?

李连山:目前分析来看,债券牛市还能继续。基本面方面,经济增速仍处在下行通道中,近期油价大幅下行,猪肉价格震荡,普遍预期2019年CPI不会大幅超过今年的情况下,名义GDP仍将继续下行,支持债市收益率下行。货币政策方面,稳增长、促进民营企业发展的大环境下,宽信用不支持货币政策收紧,市场资金面若能维持目前水平,有足够的利差支持收益率下行,在不排除未来继续降准并降息的情况下,未来收益率仍将延续下行。另外,随着美联储的表态趋于鸽派,未来加息预期及次数弱化情况下,美债下行将一定幅度带动国内债券收益率进一步下行。

孟祥娟:债牛尚未结束。我们在2017年11月最早提出看多2018年和2019年债券市场,2019年预计10年期国债收益率低点到3%-3.1%左

右。2019年将是海内外经济同步下行的年份,国内经济将面临被动去库存,出口、生产、投资和消费都将面临下行压力。同时,海外从紧政策边际放松以及国内财政货币政策进一步放松,资金利率中枢有望进一步下行,这都将带动债券收益率从当前位置进一步下行。

## 股票性价比升 比价拐点还没到

中国证券报:一轮债牛过后,股债相对性价比引起关注,如何看待这个问题?后续转债市场是否存在机会?

李连山:今年权益走熊及债券牛市大背景下,站在目前,从资产配置角度,剔除时间维度单纯从价格维度来看,股票性价比的确高于债券。部分投资机构或者产品对股债性价比有一定的选择,边上的性价比比较在市场中会产生一定的影响。在选股较难的情况下,市场对股票市场估值低点的认可,从今年股票ETF基金热卖追涨可见一斑。

目前转债市场随着前期股指低点反弹有一定的上行,若未来随着贸易形势趋于缓和,权益市场风险逐渐解除,转债市场存在较大的机会,尤其是股性较强的品种。

孟祥娟:随着债券的上涨以及股票的下跌,二者的相对性价比确实在发生变化,股票的吸引力在上升。但结合对2019年海内外宏观大环境的判断,目前难言股市已经见底、债牛已经结束。但2019年伴随股票市场的下跌,确实可以逐渐布局有性价比的板块和个股以及可转债。

李连山:今年权益走熊及债券牛市大背景下,站在目前,从资产配置角度,剔除时间维度单纯从价格维度来看,股票性价比的确高于债券。部分投资机构或者产品对股债性价比有一定的选择