

债市:蛰伏待曙光 寻觅结构性机会

□本报记者 王姣



视觉中国图片

走过2017年的单边熊市,10年期国债收益率最终险守4%大关。冬去春来,市场流露出对债市“复苏”的渴望,“新一轮债牛前夜”的预期重现。

当下,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,积极的财政政策取向不变,稳健的货币政策要保持中性,去杠杆、严监管将持续推进,金融生态链重塑仍在路上,由此市场主流观点认为,尽管2018年债市配置价值渐现,但经济韧性较强、通胀压力犹存和流动性环境中性略紧,市场暂时还看不到有趋势性机会,应慎言“债牛前夜”,蛰伏中博弈结构性交易机会。

基本面仍是“地心引力”

2017年债市全面入熊,10年期国债收益率大幅上行近100基点,10年期国债收益率年内最大涨幅近130BP,调整的时间和幅度均为历史罕见。

本轮债市调整与以往一个明显的不同之处在于,基本面对债市的影响有所弱化。回顾近几年的市场表现,2012年之后名义经济增速的波动被熨平,无风险利率的政策驱动特性变得更为明显。但恰如机构所言,经济基本面作为无风险利率的“定价中枢”,仍然起着牵引利率走势的作用。

“基本面影响看似弱化,但仍是债市的‘地心引力’。”中金公司指出,从目前的格局来看,2018年实际GDP增速小幅放缓的概率偏大。

这一判断也是当前市场的相对一致预期。中信证券认为,2018年经济将“韧性”不要“周期”,GDP增速预计在6.6%-6.8%，“韧性”预计来自宏观调控的适度托底。东方证券表示,2018年,地产增速预计小幅下滑,制造业投资企稳回升,基建是平滑剂,总量经济大起大落的概率都

不大,预计总体平稳。

不过,以招商证券、安信证券为代表的部分机构对2018年经济看法相对谨慎。招商证券认为,2017年稳增长靠的还是“融资扩展”+“财政扩展”+“出口改善”,但2018年三大因素的边际改善空间有限,预计2018年GDP增速可能会探底6.5%。安信证券同时表示,2018年中国经济增速将降至6.5%附近,经济增速将进一步回落的原因主要有全球经济的共振走弱、去杠杆对非金融企业的压力、家庭部门去杠杆对房地产行业的影响将较为严重,经济出清之前财政货币政策难言放松等。

总的来看,目前市场已经形成了经济有韧性、增速稳中略降的预期,但分项判断千差万别,后续需谨防尾部风险和预期差。此外值得注意的是,许多市场人士对2018年物价表示担心,认为CPI中枢可能在2.3%甚至更高,通胀阶段性超预期可能是未来的潜在风险点。不过多数机构认为,2018年整体通胀压力仍较温和,尚不会给货币政策以明显压力。

“紧货币+严监管”延续

如果说基本面是债市的“地心引力”,那么政策面或许仍是左右2018年债市的“主旋律”。目前来看,2018年“紧货币+严监管”的政策组合大概率延续,由此债市面临的压力依然较大。机构普遍认为,2018年稳健中性的货币政策基调不会改变。

中信证券指出,在保持稳健中性的货币政策取向,放量和加价的“量价分离”的政策组合将得到延续,从量上看,央行将继续通过定向降准、公开市场投放、SLF等定向投放的方式进行数量供给,并加大对普惠金融的支持力度进行结构调控,保证经济稳步增长和经济韧性;价格方面,央行将根据实际情况渐进跟随美联储加息以维持中美利差、稳定汇率水平的有利条件,很有可能延续2017年12月加息的步骤,加快加息节奏、缩小加息幅度,小步快走加

息,此外,央行可能对存贷款基准利率进行非对称加息,即提高存款基准利率同时保持贷款基准利率处于当前水平。

与此同时,金融防风险政策逐步落地,对金融生态链和资管生态的重塑仍在进行当中。机构分析指出,去杠杆虽已取得一定成效,但政府加强监管的决心并没有发生变化,未来金融监管依然是影响债市的核心因素。

硬币的另一面是,后期随着监管政策的落实及无风险利率对实体经济传导的显现,也不排除货币政策边际放松的可能。

“假使2018年货币政策出现松动,触发剂有可能是经济出现下行压力、金融去杠杆成效或金融机构出现流动性事件冲击。”中金公司指出,货币政策的适时软化也许在2018年看得到且可能是债市面临的一个机会,在融资需求回表、监管趋严背景下,降准的必要性会逐步提高。

供需力量再平衡

除基本面和政策面的因素外,市场交易主体由配置型机构转向交易型机构,也使得最近本轮债市调整有别于以往。对2018年债市而言,供需力量再平衡也可能是一个突破口。

供给层面上,2018年债券的发行量或在预期之内,尤其地方债供给冲击将减弱。海通证券指出,地方债方面,13.4万亿元的地方债务置换将在2018年到期,置换额度边际下滑;国债方面,中央弱化经济数量,强调经济质量,这意味着财政刺激出现概率较低,国债净融资额将较为平稳增长;政策性金融债发行量相对而言更加根据市场利率情况进行调整,如利率大幅抬升的情况下政金债发行量锐减。

另据中信建投证券测算,预计2018年国债供给量为3.37万亿元,地方债供给为4.08万亿元;此外,预计2018年国开行、进出口行和农发行债券发行规模分别为1.43万亿元、5400亿元和1.02万亿元。整体而言,2018年债券整体供给压力大概率减轻。

对于需求层面的判断,目前市场存在一定分歧,但总

体而言,理财监管仍然存在较大的不确定性,债券需求释放的关键仍然在于银行。

天风证券预计,2018年银行对利率债的配置需求将略有收缩。首先,总量上,2017年以来银行业金融机构总负债同比增速不断下降;其次,负债端结构不稳定,压制银行配置利率债需求。

“银行配置需求较难明显修复,交易型需求也可能继续受到压制。”长江证券认为,同业存单纳入MPA考核的实施,或削弱部分银行配债能力;地方债的发行和较为旺盛的实体经济融资需求等,也不利于银行配债需求的修复。同时,随着防风险的持续推进,银行同业业务或继续收缩,理财等规模或趋于回落,债券交易型需求也将趋弱。

不过中信建投证券认为,2018年银行配置需求存在改善的空间,尽管理财净值化管理仍可能给银行带来流动性压力,但是2018年融资需求的下滑可能刺激银行加大债券的配置力度。此外,保险和海外配置力量也有望边际上提振债市需求。

博弈结构性机会

自2016年10月以来,本轮债券熊市已经持续了近14个月,以10年期国债和国开债为代表的长端利率债收益率水平,调整幅度已高达130BP和184BP,调整时间和幅度已经不下于2013年。从绝对水平来看,目前10年期国债和国开债收益率分别接近4%和5%,3年期和5年期中票AA+中票收益率也已突破5.5%,均接近历史高位,配置价值逐渐显现。

在此背景下,近两月市场对债市正处于新一轮“牛市前夜”的看法重新增多,主要逻辑包括经济增速下行、通胀压力不大、融资需求回落下银行配债增多等。如海通证券2017年11月底开始高呼“新一轮债券牛市前夜,不要倒在黎明前!”

但综合机构年报来看,多数观点认为,2018年经济有韧性、增速稳中略降,“紧货币+严监管”的政策组合将延续,供需面临再平衡挑战,整体环境并不支持债市出现趋势性机会,2018年如何抓住结构性机会也许更为关键。

长江证券指出,从传统经济基本面和流动性视角来看,较强的经济韧性、明显回升的通胀和中性略紧的流动性环境,均不支持债市出现趋势性机会。同时,超额准备金率持续低位下,地方债的发行和较为旺盛的实体经济融资需求等,也不利于银行配置需求的修复。此外,金融防风险的推进,继

续对交易型需求形成压制。综合来看,债券配置价值逐渐显现,趋势性机会难觅,慎言债牛前夜、前夜或较漫长。

那么2018年长端利率是否存在下行机会?“我们觉得可能会有,这里面会有两个逻辑支撑:一是2018年货币政策虽然整体是稳健中性,但存在边际放松的可能性;二是2018年债市供需的局面会有改善。”中信建投证券表示。

中金公司指出,2018年一季度初,由于是传统的供给淡季,美联储加息利空兑现,MPA、LCR考核结束,定向降准推出,保险开门红,容易产生交易性机会,但资管新规、信贷开门红等导致市场做多的空间和可持续性都存在不确定性。2018年二、三季度则建议关注融资需求萎缩、金融和资管生态链重塑进程、事件性冲击以及货币政策软化隐含的“绝地重生”机会。

整体而言,2018年将是危中有机的一年,债券市场既面临着全球货币环境趋紧、国内金融去杠杆、严监管等压力,也有经济增速下行压力犹存、债券配置价值提升、货币环境或边际改善等因素的支撑,收益率大概率区间震荡,其间不乏阶段性或结构性交易机会,建议投资者合理控制组合久期,耐心等待利空进一步释放,择机参与波段,并合理利用对冲工具,降低组合波动的风险。

信用债:利差走阔 分化加剧

□本报记者 王姣

展望2018年,经济增速下行压力犹存,监管放松的信号难觅,刚性兑付在逐渐打破的过程中,目前多数机构对未来一年信用债的预期整体偏悲观,信用债收益率有再创新高的压力。

市场人士认为,尽管过去一年信用债经历明显调整,但当前信用利差仍处于历史中位偏低水平,对未来可能面临的信用风险、监管风险和流动性风险覆盖不足,后续信用利差有进一步走阔并加剧分化的风险,尤其低评级和长久期信用债面临更大的调整压力。

信用利差大概率走阔

中金公司的最新调查结果显示,50%的绝大多数投资者认为,2018年,以AA+中票为代表的信用债信用利差整体将“明显扩大”,32%的投资者选择“基本持平”。这一调整结果也代表了当前多数机构对2018年信用债的判断。

中金公司在点评中称,2018年信用利差扩大的风险较大,因资管新规等金融防风险政策弱化了信用债的需求群体,收缩了再融资的渠道,过去多年推动信用利差维持低位的三大因素——违约少、杠杆容易、需求力量膨胀均出现了弱化。

尽管机构普遍认为信用利差将面临结构性调整,但对年内变化的节奏存在一定分歧。如申万宏源认为,2018年的信用利差变化节奏先下后上,等级间利差走阔。上半年在信用债供给仍然较少的情况下,预计信用利差仍然稳定在较低位置甚至继续收窄,5月以后企业偿债及再融资压力显现,行业内主体分化加剧,同时理财、刚兑、资管监管政策细节逐步落地,可能出现赎回压力,利差上行压力较大。

民生证券则认为,2018年信用利差上半年压力大于下半年,在利率率大幅调整的压力下,信用用品由于流动性差调整相对滞后。预计上半年信用利差在流动性和信用风险压力下有走阔的趋势,后续逐步回暖,期间也伴随着高收益债的投资机会。

分化将进一步加剧

尽管2018年信用债收益率有再创新高的压力,但机构同时认为,信用利差抬升的过程中分化也将进一步加剧,尤其低评级和长久期信用债面临更大的调整压力。

“2017年信用债市场呈现三大分化:中上游盈利好转程度高于下游,信用资质国进民退,城投债区域间、不同行政级别间、个体间利差拉大,2018年上述三大分化趋势不改,企业属性和城投信仰之间的分化还将进一步加速。”海通证券表示。

中信建投证券同时指出,虽然2018年信用债市场面临监管加强以及信用风险增加的不利影响,但是当前信用债收益率已经处于历史高位,尤其是高等级短久期债券历史分位数更高,信用利差分化显现,高等级短久期债券信用利差保护相对更充分。预计长久期低评级风险更大,短久期高评级未来有望获得更大的配置需求。

投资策略上,综合机构观点,建议以高等级和中短久期品种为主展开配置。值得一提的是,机构普遍认为,城投债2018年出现违约的可能性很低,但短期仍建议高评级、短久期策略。

转债:市场扩容 精心择券

东方证券:市场将继续扩容

2017年以来转债市场政策频频出台,先是定增新规,再是信用申购,最后是私募可转债的推出,对转债市场的未来格局产生了深远的影响,2018年市场还将继续扩容。伴随着市场扩容,长期中性指标的利债指标的将持续分化,估值整体水平呈压缩趋势。

中信证券:正股仍是核心变量

2018年溢价率并不成为导致转债市场波动的关键因素,影响价格的核心变量主要是正股。既然估值难起波澜,可能会导致2018年难以出现类似于2017年二季度转债市场整体“黄金坑”的机会。择券大于择时可能成为转债市场长期的操作法则,进一步细分到个券层面需要认真考虑择时问题,最终市场内部分化可能愈发明显。

中信建投:择券需谨慎

整体看,2018年转债会是一个近期呈现估值调整和正股调整的双重压力、而远期拟跟随权益市场呈现分化的局面。个券选择方面,首先,可以寻找跟踪通过当前市场分歧考验的具备长期价值的行业龙头正股对应的转债个券,其次,可以以一些具有较高YTM(到期收益率)的转债的绝对收益为底,蹲守涉及产业、消费和技术升级类的新兴行业和高科技企业,多关注优质中小盘转债在磨底中的低吸机会,博弈经济转型升级发展带来的相关机遇。(王姣 整理)

