

债市风险收益的天平未来倾向何方？

——国寿安保安瑞纯债债券基金经理 方旭赞

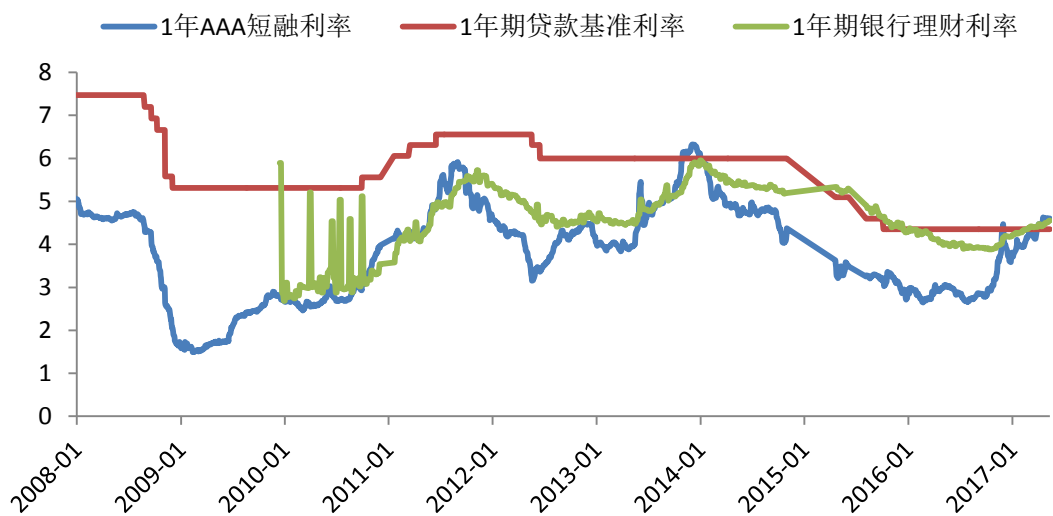
2017 年行将过半，中国债券市场仍然笼罩在熊市的阴霾中，尽管市场在 16 年末暴风骤雨般的恐慌性危机后一度有所恢复，但是部分利空因素的阶段性缓和并未扭转债券利率在上半年震荡上行的趋势，纯债基金 17 年上半年的表现也差强人意，投资机构普遍心态谨慎。站在当前的时点，中国债券市场虽然还未到峰回路转，豁然开朗的关口，但是市场积极乐观的因素在孕育，结构性投资机会在显现。从大类资产配置的角度，债券类资产的吸引力和性价比都在提升，合理的资产结构配置有望使得债券基金取得超越银行理财的超额收益。

首先，在持续调整后债券市场的绝对收益率水平逐渐展现出吸引力，尤其是短期信用债对于利空的反映已经较为充分。目前 1 年期各信用等级短融利率水平都处于历史 70% 分位数以上，短期信用品种的信用利差的分位数水平也高于长期限品种。AAA 等级的 1 年至 5 年的信用债利率均已超过同期限贷款基准利率，1 年期 AAA 短融利率甚至超过了同期限的银行理财利率，而上一次出现类似情况时恰好是 14 年初债市由熊转牛的时点。从调整幅度来看，本轮熊市中债券利率自 16 年底部以来的回调幅度已经很大，相比 13 年那轮罕见的熊市

而言也不遑多让，相对而言短期利率债与高等级信用债的回调幅度更加充分。

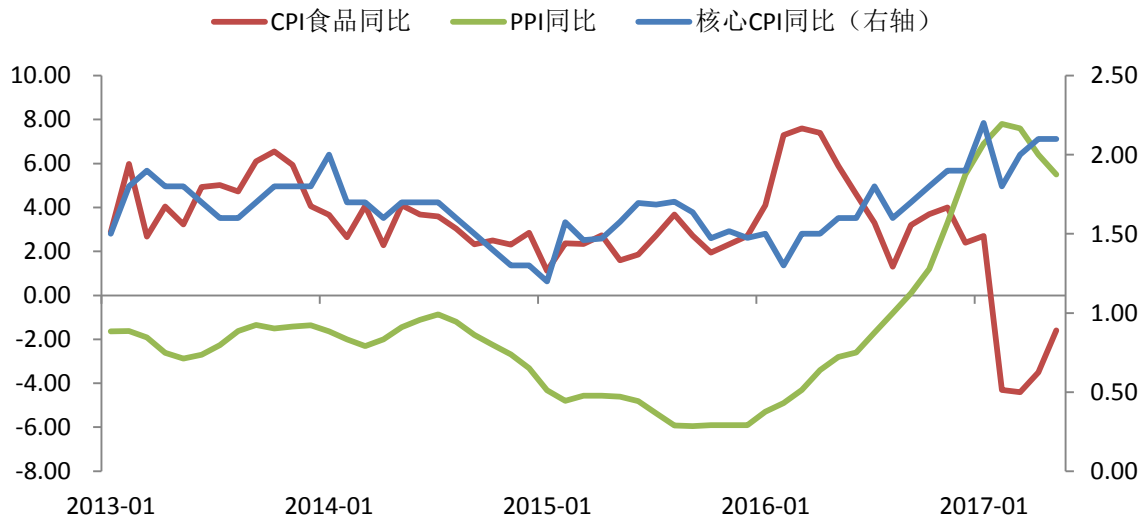
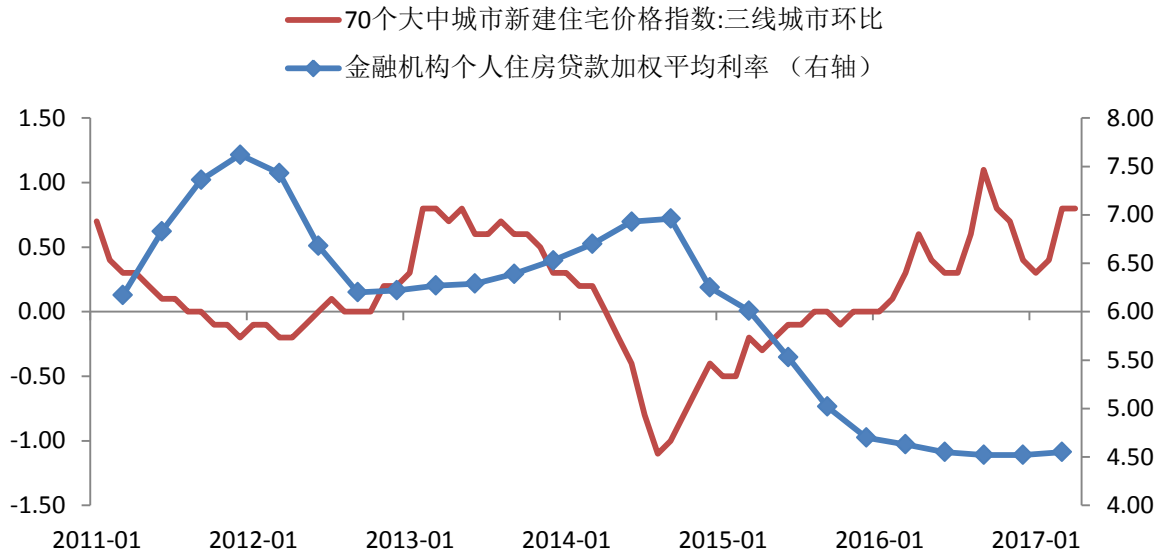
2017/6/9	中债收益率/历史分位数					
等级	1Y		3Y		5Y	
口行债	4.28	87%	4.35	80%	4.41	79%
超 AAA	4.51	73%	4.65	73%	4.75	66%
AAA	4.66	76%	4.80	72%	4.88	65%
AA+	5.04	78%	5.23	74%	5.31	62%
AA	5.37	80%	5.58	72%	5.66	59%
AA-	5.99	75%	6.64	76%	6.76	67%

	信用利差/历史分位数					
等级	1Y		3Y		5Y	
超 AAA	23	3%	31	30%	34	34%
AAA	38	14%	45	29%	47	26%
AA+	76	35%	88	36%	90	20%
AA	109	44%	123	34%	125	15%
AA-	171	43%	229	52%	235	43%

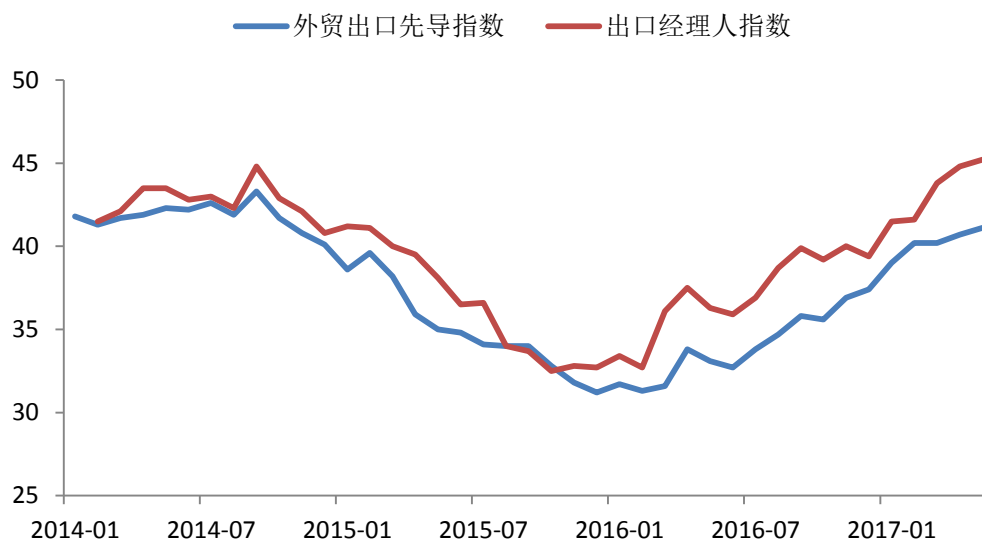


	本轮熊市迄今调整幅度 (bp)			13 年债券熊市调整幅度 (bp)		
	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y
利率债						
国债	160	121	99	161	143	132
国开债	202	154	132	234	200	182
非国开债	201	153	141	230	203	182
信用债						
AAA+	188	184	173	231	190	174
AAA	201	194	183	249	208	181
AA+	225	218	205	277	238	210
AA	242	244	223	297	256	226
AA-	237	197	175	312	248	221

其次，经济基本面对债市的利空冲击已在接近尾声，名义经济增速和核心通胀回落的方向确立，但是步伐仍然偏缓。具体而言，一二线房地产市场趋冷与工业品价格的回调是名义经济增速阶段性见顶的征兆。在政府对房地产市场分城施策的背景下，三四线楼市与一二线楼市的分化显著加大，17年前5月30大中城市的新房销售累计同比增速已经大幅下滑至-39.88%，但是统计局全口径新房销售面积仍然维持了较高的增速。随着各地限购政策的升级与房贷利率的逐渐升高，三四线城市地产销售的热度预计后期会步一二线城市的后尘，全国性的房地产市场可能都将面临逐渐趋冷的压力。此外年初商品市场的暴涨与特朗普新政效应曾经一度导致市场担忧17年通胀中枢会显著上移，但近期PPI见顶回落与食品价格的持续低迷也降低了市场的通胀预期，央行上调存贷款基准利率的概率大幅下降。



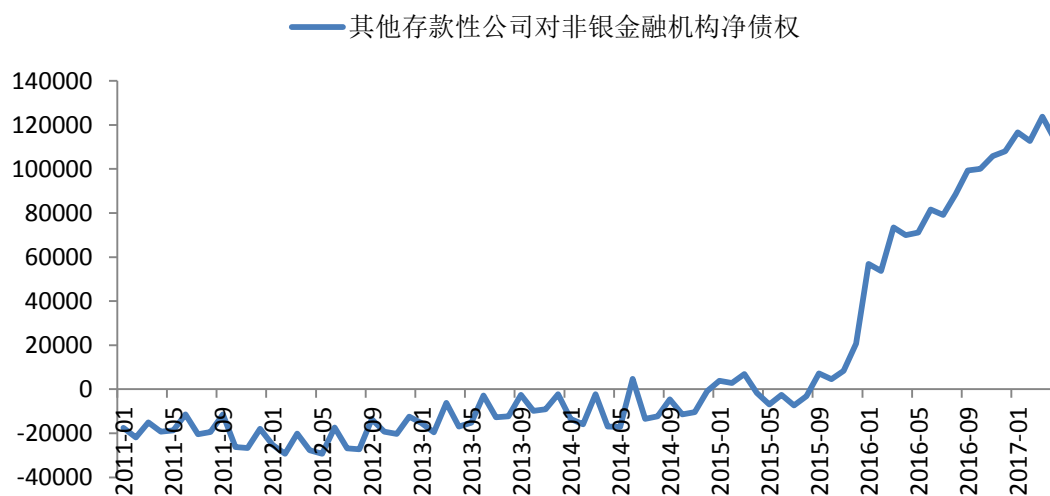
不过也应当承认当前中国经济的韧性仍然较强，房地产市场也尚处于量变初显，质变未现的阶段。17年海外经济回暖带动出口好转，特别是欧元区经济动能持续加强，出口的回升无疑对中国经济提供了有力支撑。此外17年房贷利率的回升幅度仍然较温和，1季度住房贷款加权平均利率仅仅从前期最低水平回升了3bp，对比上一轮楼市的转折点，13年住房贷款加权平均利率从底部上行幅度累计达31bp后，全国房地产市场才开始显现明显的颓势。而且当前房地产企业的现金流状况良好，楼市的待售库存也处于低位，房地产投资增速可能也仍将保持一定的惯性。

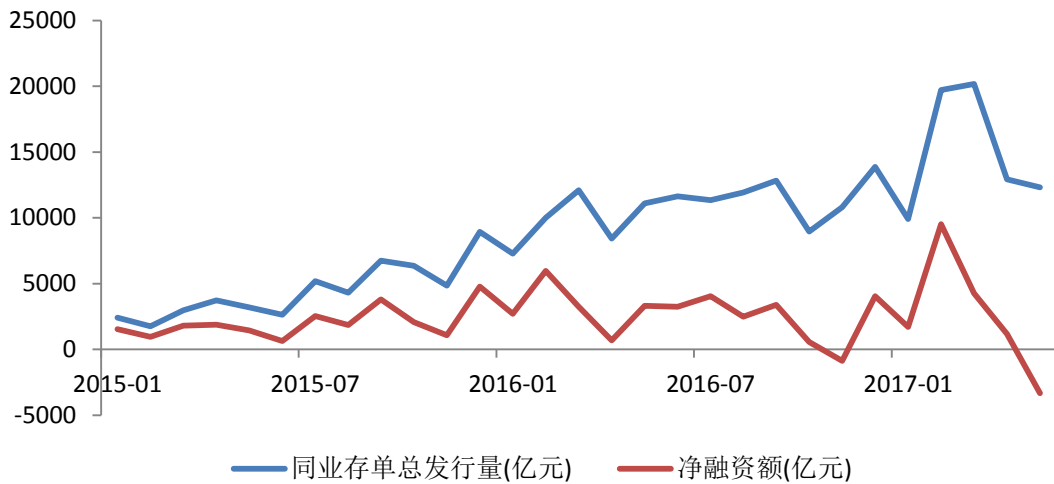


尽管目前经济基本面因素的边际有利变化开始驱使债市情绪回暖，但是金融去杠杆的监管风险仍然是短期内债市的主要矛盾。始于16年末的这轮债市调整是非典型性的债券熊市，经济基本面因素的

利空冲击仅仅发挥了次要作用，金融机构杠杆的反复嵌套才是深层次的风险根源。16年商业银行通过大量发行同业存单吸纳资金，并通过购买银行同业理财，券商资管产品，加大委外债基定制等方式实现

套利，商业银行对非银行金融机构的净债权的净增加幅度一度超过10万亿，银行与非银机构的再杠杆是造成16年债市大起大落非理性波动的主因。在债市经历16年末流动性冲击和17年上半年的去杠杆后，目前仍然难以断言金融机构16年加杠杆的后遗症已经痊愈，事实上17年6月在资金面较为宽松的背景下，同业存单与Shibor利率仍在持续攀升，反映了商业银行仍在消化资产负债结构调整的压力。近期金融监管政策的阶段性缓和也仅仅是消除了政策叠加引发尾部风险的担忧，唯有金融去杠杆取得实质性进展后，债市的金融生态环境才有望回归常态。





所幸的是在收益率曲线趋于扁平化，监管机构政策协同加强的背景下，金融机构的杠杆去化进程在逐渐推进，中小银行 5 月的同业存

单净融资量首次转为负增长，商业银行对非银机构的净债权增量也有见顶回落的迹象，预计仍然需要一到两个季度才能看到商业银行资产负债调整逐步到位，届时非银金融机构的杠杆水平预计也将明显降低，

非银机构回购融资利率与银行回购融资利率的差值也会有效收敛。

总体而言，当前债券市场的利多因素在逐渐累积，短端信用债的回报率已经不逊于同期限的银行理财与贷款利率，经济基本面走弱的方向逐渐确立，货币政策加码的概率显著下降，但是金融机构去杠杆的压力仍然从供需关系层面压制着债市表现，趋势性的牛市行情仍需要耐心等待。对于 16 年下半年的债券投资而言，黑暗中已隐隐出现曙光，守正出奇不失为更加明智的投资策略。“守正”意味着基础投资组合配置于短端中高等级信用债以保证组合获得不亚于银行理财的绝对回报率，同时尽可能规避调整压力尚未充分释放的长期限信用债，“出奇”则要求基金管理人在阶段性的流动性冲击时勇于尝试博弈利率债的交易性机会。我们有理由相信债券的市场天平开始缓慢地倾向于收益，时间正在成为债市多头的朋友。

注：文中数据均来源于 wind 资讯。

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供其他服务。

指尖理财 轻松便捷



国寿安保服务号



国寿基金APP