

## 内忧外患纷至沓来，债券市场何去何从

——国寿安保尊益信用纯债一年基金基金经理 李一鸣

回顾 2017 年，中国宏观经济走势总体平稳，海外经济复苏延续使得出口保持回暖态势，房地产投资与基建投资仍然维持动能，制造业投资在企业利润改善的推动下呈现底部企稳特征。物价方面，环保督察升级造成了上中游行业产品价格大幅上涨，PPI 环比涨幅扩大，CPI 核心通胀处于相对高位。在这一宏观背景下，货币政策基调仍然是稳健中性，对金融机构的监管则不断加码，各项去杠杆政策卓有成效。

监管加码是导致债券市场走熊的重要因素，且今年宏观增长保持韧性和供给侧改革背景下通胀上行也较超预期影响。在过去一年多的时间中，债券市场深度调整。尤其进入 10 月份之后，在经济下行势头渐显、流动性也相对稳定的背景下，债券市场出现暴跌，国开债跌幅远超国债，10 年国开利差快速升至历史 90% 分位数，信用债市场也随之调整。

弃我去者，昨日之日不可留，摒弃 2017 年债券市场的阵痛，站在新年的起点上，扰乱债券市场的内忧外患纷至沓来，仍将给债券市场带来一定的负面情绪。

海外方面，发达国家经济呈现持续复苏态势，且通胀中枢回升，带动主要经济体货币政策进入紧缩周期。从数据上看，2017 年美国及欧元区的经济加速扩张期略早于中国，考虑到欧央行 QE 延续，美国减税政策有望落地，依靠消费

拉动的欧美两大经济体在 2018 年有望维持经济扩张。与此同时，美国劳动力市场保持强劲，综合考虑经济扩张及税改有望继续提升居民收入水平，2018 年美国核心通胀可能温和上升。并且，欧央行也小幅上调 2018 年通胀预测 0.2 个百分点至 1.4%，但对 2020 年通胀的预测为 1.7%，仍低于此前宣称的将在 2020 年实现 2% 的目标。受经济持续复苏及通胀中枢回升影响，美联储已于 2014 年 10 月结束宽松货币政策，2015 年 12 月开始加息，至今已加息 5 次，并于 2017 年 10 月启动缩表。未来美联储将沿既定路径继续缩表，市场预期 2018 年美联储将加息三次；另有英国、加拿大及韩国央行于 2017 年启动加息。欧央行与日本央行 QE 实质性减量。在海外央行多数进入货币收缩或减量宽松阶段的环境中，中国央行难于遗世独立，更大概率将加入货币政策边际收紧的大潮中。

国内方面，通胀水平确定性抬升，且通胀预期存在升温可能，降低了央行放松的概率。虽然供给收缩及需求升温是导致 2017 年工业品价格大幅抬升的主要原因，但由于猪肉价格与工业品价格走势持续背离，过去几年 CPI 中枢都相对稳定。但 2018 年通胀面临较多的不利因素：1)、农业供给侧改革对 CPI 的影响逐步消退，压低 17 年食品价格涨幅的因素在 18 年将不复存在；2)、医疗改革将持续推进，并继续拉升医疗服务价格；3) 受地缘政治不稳及弱势美元影响，全球油价面临较大的上行压力，历史规律显示原油价格上升 10% 对 CPI 的直接拉动大约在 0.1%；4) 18 年 CPI 翘尾因素明显高于 17 年水平。综合而言，2018 年 CPI 水平温和上升、伴随 PPI 回落基本成为市场共识，春节月份 CPI 或达到年内高点水平，存在瞬时高点突破 3% 的可能性；而随后受基数影响逐步回落，全年 CPI 水平有望抬升至 2.3% 附近，仍处于相对温和的水平。但在海外温和复苏及通胀回升的大环境下，需警惕大宗商品价格波动引起的通胀预期升温。尽管

年度 CPI 水平的确定性抬升并不造成加息的压力,但也降低了央行放松的可能性,尤其是通胀预期升温,将使得央行货币政策更加审慎。

虽宏观杠杆率已基本趋于稳定,但加强金融监管的政策环境难以逆转,债券市场将继续受到来自监管层面的压力。通过 16-17 年对非金融企业杠杆的约束和向政府及居民杠杆的腾挪,同时伴随工业企业盈利水平的明显改善,非金融企业的杠杆率已出现触顶回落迹象,总体宏观杠杆率也已基本趋于稳定。当前资金价格对杠杆的影响已开始蔓延,房贷利率上行抑制居民杠杆,政府杠杆率提升空间不大,国企债务扩张面临一定约束,而民间投资在高利率环境中也难以有显著提升。因此,2018 年宏观杠杆率大概率仍将延续稳中趋降的态势。但根据中央经济工作会议传达的观点,金融监管部门继续落实防风险要求,虽然实施力度会根据经济形式和防范风险的需要适当微调,但严监管的政策导向将贯穿三年。今年年初监管机构发布的一系列政策也验证了我们的判断,监管机构从各个层面进一步规范和细化债券市场业务,给本已脆弱的市场雪上加霜。

债券市场交易性机会有限,但配置价值逐步出现。受海外复苏及通胀上行、全球进入货币紧缩周期、国内通胀水平抬升及金融强监管政策延续影响,2018 年债券市场仍难言乐观,整体收益率将继续呈现高位震荡态势,交易性机会并不明确。但本轮债市熊市调整幅度与时间已超过 2013 年和 2009 年,10 年国开债收益率已突破 5%,这在政策性银行金融债的历史走势中也并不多见。并且由于流动性仍处于紧平衡状态,在经历 18 年年初的快速下行之后,随着央行不断回笼资金,短久期债券品种收益率有再度上行的势头。当前收益率曲线虽然较 17 年末有所增陡,但在未来温和去杠杆的氛围下,偏平的收益率曲线仍有继续陡峭化的空间。长端利率处于筑顶过程中,继续上行的空间可能相对有限。而信用债

方面，各等级短融和中票的收益率处于 70%分位数以上，高等级品种处于 80%分位数以上，利率及信用债收益率均已上行至有一定配置价值的区间。

虽然面临国内外众多的不利因素，但从历史上看，真正的牛熊转换都是以全国性商业银行、保险等负债稳定的配置型机构发起的，当前国有银行对国债已经开始主动增持。并且，全年来看名义 GDP 增速或略有回落，社融增速与 M2 增速收敛，而金融监管政策的加强会导致金融条件继续收紧，债券市场或有一定投资机会。因此，2018 年债券投资需摒弃过于悲观的熊市思维，把握逐渐出现的配置机遇，并积极参与短久期品种的波段操作，相机而动。

**关注短久期品种的投资机会。**如上所述，虽然债券市场当前过于平坦的收益率曲线面临一定修复压力，短期品种具备较高的配置价值。因此，短期内建议控制久期，获取短段确定性的收益，同时防范信用风险，等待经济下行压力加大或者融资需求增速明显回落时的债券投资机会。

**防范信用风险。**信用产品方面，大资管模式在过去几年迅速发展，在货币放松的环境下，通过期限错配、信用下沉等方式获得利差收益，把信用债期限利差压制较低水平。目前信用债利差尽管有所修复，但仍处于较低水平，未来在资管新规实施后面临一定修复压力。因此，对于中长期信用债应持谨慎态度，防范信用利差扩大、期限利差扩大的风险。

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。