



我们所需要的零时差

齐平

9月6日，睽违18年的国债期货终于再次登台。另一个正在候场的，也许是同在1995年因过度投机被叫停的T+0交易制度。

T+0在中国股市里只短暂地停留两三年，却留下很多思念。在此后十几年的日子里，每逢大盘好或者不好，它都是一个话题。最近的“8·16事件”，更是引发了对T+0的千呼万唤。

A股从T+1转到T+0，应该是件不太难的事。20年前交易所还在手工填单的时候，当日回转交易已没有技术上的障碍；2005年证券法修订，取消了“当日买入的股票不得当日卖出”的规定，也不存有什么法律上的障碍。

2010年股指期货推出后，其所采用的T+0交易与股票现货市场的T+1交易不对等的制度缺失广受诟病。光大事件后，更多人提出如果A股普通投资者能够当日卖出及时纠错，本来可以减少损失。亡羊补牢，犹未晚也。关键是要找到真正的漏洞加以修补。

关于实行T+0交易制度的利弊，可谓众说纷纭，但最没有争议的一点是其有助于提升市场活跃度。但一个有目共睹的现象是：即使在T+1的条件约束下，中国股市每年400%至500%的换手率，也已经远远超出世界上大多数实行T+0制度的市场。看看眼下A股市场炒地图、炒地皮的热闹劲儿，谁也不能说它缺乏活跃度。

以如此之高的活跃度，A股整体仍难以走出低迷。可见，市场活跃度与市场表现之间，前者是果不是因；中国股市缺的不是流动性，而是持股的信心。如果不能吸引增量资金进入，自拉自唱的活跃只能使A股更深陷熊市。有专家测算，在A股总市值保持不变的情况下，只要来回交易几十次，目前市场6000多亿元保证金就可以全部转化为印花税和交易费。

目前，具备做空功能的股指期货和转融通门槛都设定在50万元，这基本把散户排除在外，而机构、大户实际上已经具备了当日回转交易的工具。在9月5日举行的2013金融论坛上，中国证监会副主席姜洋说，上一年有64家券商利用股指期货进行了对冲，较好地管理了市场波动的风险。因此，各方认为中小投资者最需要A股T+0。

但是，在信息不对称、诸多规则不对等没有改变的情况下，只是引入一个交易时间的变量，可以设想，散户增加的所谓“即时套利机会”无非是超短线进出给券商打工。在涨跌停板的交易规则下，发生暴跌时，散户依然很难抢到逃生通道。

重提T+0，我们的底气常常来自市场的变化。20年间，监管手段的完善确实化解了很多问题，但市场的发展同样制造了很多没有想到的问题。

留在老股民记忆里那种纯手工打造的“高频交易”，与目前机构普遍采用的电脑量化交易平台相比，就像跑得再快的运动健将也跑不过闪电。

在现货市场巨资拉高权重股，在期货市场用空单获取数倍暴利，这样野蛮的牟利方式，并非光大一家独有。中国石油的K线图上，最显眼的并不是光大证券留下的那根长上影线，而是此前“暴力哥”明目张胆连拉11阳的大象起舞。

跋足的不仅是一脚快、一脚慢的市场交易规则。在市场创新的快速推进与市场环境的建设之间，相隔不是一天。有时候，稍微放慢脚步，等待市场监管、制度设计那只脚的“零时差”跟进，只是为了走得更快。

本刊执行主编 刘 溟
编辑 谢慧姚 进
联系邮箱 jirblm@live.cn

债市入秋

本报记者 陈果静

◎债基“踩雷”

固定收益产品一定能够带来“绝对收益”的“定义”正在投资者心中悄然改变。这种改变来自于对风险的担忧。今年1月至7月，我国债券市场主体评级下调数量为52家，已超过2006年至2012年下调数量的总和。除此之外，发债主体评级展望调成负面的企业有74家，一些信用等级较低的公司甚至出现了跨级别下调的现象，中冶纸业集团有限公司由AA-级评级直接降至BB-级，曾爆发信用危机的上海超日由BBB+直接降至CCC级。

仔细分析评级遭遇下调企业能够发现，其行业景气度低的企业明显“上榜”较多，行业出现的低迷状况导致了部分信用债主体评级遭遇下调。我国宏观经济仍处于弱势复苏阶段，经济下行压力较大。以钢铁、有色金属等为主的原材料行业，以及涉及光伏设备、风电设备等大型设备的资本品行业面临产能过剩和需求疲软等突出问题，经营风险较高，这使得行业内一些抗风险能力较弱的企业信用质量出现恶化，导致偿债能力下降。

投资者开始担忧的是，随着信用债评级的下调，从未在中国债市出现的债券实质性违约可能出现。

这种担忧直接传导至市场，使得债市波动加大。在大面积的评级调降事件的影响下，债市特别是信用债市场表现疲弱。从评级下调最密集的时段来看，中债高收益企业债净价指数6月1日还处于94.86的阶段高点，7月1日略有下调至94.27点，8月1日则降至93.58点，与此前较平稳的表现相比，近期的低点甚至比6月末“钱荒”出现时的位置还要低，至此债市经历了“云投”信用事件后最大的一次波动。评级的下调也使得基金频频“踩雷”，让原本求稳的债基投资者体验了一把类似股基的节奏。一些配置了评级遭到调降的债券基金，在价格出现大幅“跳水”后，只能“打落牙齿和血吞”，承受短期资本净值大幅下跌带来的损失。

根据好买基金研究中心的数据显示，5月1日至8月16日，债基的涨幅跌落至排行榜倒数第三的位置，-0.25%的表现甚至跑输了货币型基金，仅好于QDII基金和开放式指数型基金，与同期股基7.34%的涨幅更是不可同日而语。

从今年基金二季报来看，“踩雷”排行前三已经出炉，工银瑞信基金共持有8.27亿元遭到降级的债券，鹏华基金手握6.17亿元降级债券，博时则为5.55亿元。其中，工银增利分级债券B的7月收益下

跌了6.07%，由于持有跌幅近20%的11华锐01债，鹏华丰泽分级债母基金净值自6月以来也下跌了近4%。仅仅一个月内，544只债券型基金中就有360只的收益为负，占比超过60%。

而收益的下降使得债基更加谨慎。7月共有21只新债基面世，规模为221亿元，其中纯债型基金新增规模大幅下降，比6月减少了140亿元。

在国际债市牛熊转换渐趋明朗之际，我国债市近期债券评级密集下调，市场波动正在增大。买债，还安全吗？

◎债不安全？

连基金的专业团队都失算了，买债是否不再安全？

虽然近期一些“踩雷”债基损失惨重，但今年以来，债基的表现并非最差，相反，在十类基金产品中，债基排名第5。今年以来，截至8月16日，债基的收益上涨了2.70%，同期货币基金涨幅为2.2%，保本型基金为2.17%，QDII和开放式指数基金则出现了下跌。这意味着如果从今年年初就持有债券产品，一季度还呈现慢牛态势的债市，其平均收益能够覆盖近两个月的亏损。

那些“踩雷”基金的损失也在可控范围内。与股市投资不同，即使评级遭遇下调，并不意味着债券发行人就失去了偿债能力。“在不发生信用违约的前提下，如果持有到期，投资这些评级被下调债券仍可收取本息。”好买基金分析师卢杨表示。

与股基的历史波幅相比，债基一直是较稳定的投资产品，其最差的表现也仅亏损1%至2%，相比之下，2008年股基曾经下跌80%。“但不能把债券类产品视为无风险投资品，债券是中低风险的产品，一般表现较稳定，却并不意味着就没有风

险。”卢杨表示。

“由于债券主要是作为银行理财产品的流动性资产配置，因此，债券市场收益率的波动对银行理财产品的整体收益影响不大。”平安银行零售产品管理部邢瀚晟表示。与债基的表现不同，银行理财产品受到评级下调的波及并不明显。虽然6月受到“钱荒”影响，理财产品的发行量有所下降，但为了弥补6月底时点密集到期的理财资金缺口，7月份理财产品发行只数重新跃上新台阶。从收益水平来看，6月和7月，银行理财产品的收益率不降反升，显著跳涨40个基点至50个基点。“银行理财产品的收益率主要受非标资产以及流动性的影响，目前来看，6月份以后整个理财产品收益率抬升的局面主要是受到同业市场流动性中周期趋紧的市场预期影响。”邢瀚晟说。

截至目前，今年以来的评级下调潮已经接近尾声，而之所以在近几个月密集下调，是因为近期是评级机构密集发出跟踪评级报告的时段。事实上，评级下调只是债市调整的导火索。今年以来，债券市场“黑天鹅”事件频频爆发，使得今年的债市行情极为特殊，4月开始的监管风暴，使得债市一度陷入低迷，交易量大幅减少，虽然这种情况近两个月明显缓解，但6月末“钱荒”袭来，流动性的极度紧张使得债市再次经历震荡。

投资者更担心的是债券违约这只“黑天鹅”。近年来，虽经历过“云投”事件、“海龙债”危机等信用风险的冲击，但至今还没有债券出现实质性的违约。加之政府的隐性担保和兜底的思维，监管机构对债券发行主体的严格控制，包括机构投资者在内的债券投资人在进入债市时并不担心会出现违约。

不过，随着宏观经济转暖的信号较弱，实体经济的持续低迷、评级的密集调降使得本来对风险已经视若无睹的债券投资者再生忧虑。“评级调降并不意味着一定会出现风险事件。”好买基金研究中心主任曾令华表示，“如果未来债券违约是一个必然出现的事件，那么此次债券出现评级大面积下调，相当于对债券投资者信用分析能力的一个测试。”

◎四季度=机会？

“后期市场流动性将是决定债市走势的重要因素。”卢杨认为，债市目前已经到了阶段性的底部，经历了三季度资金面紧张的情况，四季度资金面情况将有所好转。如果债市在9月份延续调整，四季度

或迎来下一波机会，在此期间，债基可能需要调整配置，近期成立的一些新债基能够逐步买入“抄底”的债券，存在较好的建仓机会。

虽然基金业人士对四季度债市表示乐观，但在国泰君安证券固定收益部研究主管周文渊看来，目前市场的逻辑已经发生了根本的转变，四季度债市预期不宜过于乐观。

与去年三季度收益率走势一样，今年同期，债市也经历了收益率的陡峭化上行。但不同的是，去年三季度的逻辑是，政策周期见底和经济基本面预期发生了改变，后期在金融体系加杠杆和资金面好转的情况下，收益率掉头向下。今年的逻辑是，由于进入了去杠杆的新一轮周期，去年四季度的加杠杆行为在今年看来难以出现，再加上债市开户的暂停，四季度债市表现难言乐观。

虽然看法存在分歧，信用债的风险问题越来越凸显确是不争的事实。虽然系统性风险还未出现，但投资信用债的风险可能越来越大。“尤其是高收益信用债风险更大。”邢瀚晟认为，由于国内经济已处于较为一致的去杠杆、去库存的周期，加上外部需求不振的情况继续存在，投资于高收益债及相关基金和理财产品，遭遇信用风险的概率将会提高。

那么，在这样的情况下，如何才能提高买债的安全性？由于对信用评级、流动性影响较为敏感，高收益债的波动幅度远远大于高评级低收益债券，一旦出现信用事件或流动性事件，该品种往往最先被抛售。在市场预期流动性趋紧将处于较长周期的情况下，很容易出现由于期限错配导致的成本收益倒挂。邢瀚晟建议目前应重点配置短久期、中高评级、流动性较好的债券品种，谨慎回避无担保的高收益债投向。

而从债券相关产品的选择来看，投资者需要选择风控能力更强的基金公司和产品。经历了“踩雷”事件后，基金公司对于债券投资的风险意识正在增强，但仍需要专业团队密切跟踪信用债各种影响因素的变化。对于个人投资者而言，可以选择实力较强的基金和理财产品投资债市，通过产品的不同组合将风险降至最低。

市场跑调了？

交银施罗德固定收益部副总经理 赵凌琦

类产品大有分庭抗礼之势，这种变化符合一国金融市场深化发展的逻辑、规律和趋势。然后，投资者风险偏好增强，突出表现为各类机构普遍加大了杠杆运用，以及对中低等级信用债券的偏好程度。最后，投资者风格发生转变。以银行理财、资金池为主要代表的机构成为影响行情的主力，他们的关注点是票息率，只要利率能够覆盖其成本，就会大举介入，该类机构在2011年下半年、2012年引导了债市的一波大牛市，其高举高打甚至使其他机构的表现有点相形见绌。

进入2013年，债市演绎展现出新的特点。4月份监管风暴、6月份“钱荒”洗礼，债券市场如履薄冰。单纯从收益率的角

度，现在绝对收益率比上半年高不少，上半年一级市场尚且一片火红，现在一级市场反而噤若寒蝉，一度发生新债发行流标事件，也带动二级市场收益率芝麻开花节节高。

风向变动的背后，毫无疑问隐藏着新的逻辑。第一，在利率市场化的大背景下，债券的定价中枢或已经发生根本改变；第二，在流动性紧平衡的大环境下，交易型机构暂时偃旗息鼓，一切行情视配置盘而动；第三，美国国债收益率的一路上行，对国内国债收益率必然产生倒逼压力。6月“钱荒”以来，由于传统大户银行对债券的配置需求明显减弱，造成一级市场利率不断抬升，并推动二级市场调整。银行配债乏力，主要由于其机会成本

和资金成本抬升所致。在当前利率市场化背景下，多家股份制银行的存款利率已上浮到1.1倍，加之理财产品发行，使得存款利率的短端大幅抬升，银行必然对资产端的收益率要求提升到更高水平。这也就是在10年国债高企至4.0%的收益率水平下，仍然未见主力资金进场的原因。虽然10年国债新债发行招标后市场出现了一波难得的做多行情，但是这波行情的主力仍然是交易盘资金所致，更大规模的银行配置盘仍然虚位以待，何况外围还有一路飙升的美国国债大山在前。

在这种形势下，谁能准确把握利率市场化条件下债券重新定价，谁就能在这场债市新赛跑中占得先机。

