

# 风险定价 主导债券市场

——实力机构2014年债券市场投资报告

本报记者 周琳



即将过去的2013年，债券市场意外变身，上半年小牛，下半年大熊。展望2014年，利率市场化加速推进，美国QE退出进程、国内外流动性开始收缩等因素的叠加，让债券市场投资不确定性日渐增多，调整配置的机会若隐若现。

## 基本面应无意外

“2014年宏观经济处于下行趋势中的平缓期，但对于债市来说并非没有压力。”申银万国证券研究所债券研究部总监屈庆认为，2014年在我国经济发展中，一方面，人口因素、资本、环境约束等导致经济下行压力增大的因素存在；另一方面，互联网金融的发展、房地产景气度的延续、城镇化因素、海外经济好转、企业补库存行为等也会支撑经济稳中求进。

从基本面看，2014年我国宏观经济整体上处于上有顶下有底的弱周期格局，将呈现窄幅波动的特征。西南证券表示，我国经济弱复苏的态势较为明显，但下行担忧并未完全消失。

“总体看，GDP距离下限的缓冲空间不大，经济增长动能减弱，而融资成本上行。”宏源证券固定收益研究部主管邓海清认为，本轮复苏是需求主导，生产维持高位难度很大。

在通货膨胀方面，屈庆认为，2014年CPI上下波动区间不大，但通胀翘尾的压力仍然不小。就全年走势预计，高点在2014年5月

份出现，下半年通胀压力稍小。

“我们对2014年债券市场比较乐观。中央经济工作会议已经定调，如果明年不进行收入分配改革，2014年的通胀水平不会对债市有太大影响。”邓海清表示。

除上述传统债市视角，自上世纪90年代开启的我国利率市场化改革是一个无法回避的特殊因素。邓海清认为，2013年债市由“小牛变大熊”的原因之一，是利率市场化导致资金成本上行预期增大。而目前利率市场化已进入中期阶段，2014年是完善和收尾期，对债市的不确定性将减弱。

但从国际经验看，利率市场化不必然导致债券收益率上行。例如利率市场化期间，韩国、德国国债收益率下行，而其他国家利率市场化期间国债收益率上行更可能是基本面因素导致。

广证恒生证券认为，随着利率市场化进程的推进，未来债券融资占比将获得更大提升，信用债的配置需求将稳步提升，利率债收益率中枢有上移趋势。

## 资金面收缩债市仍“钱紧”

2013年6月的流动性紧张成为债市的重要转折，下半年债券市场进入熊市，债券收益率急剧攀升。放眼未来，债市“钱紧”会否重演？

“2014年，国际、国内、企业、债市4个层面的流动性均有收缩的趋势。”屈庆认为，从国际看，美国QE退出进程已然清晰，未来2年内我国面临资金流出压力。2014年美元有望继续走高，但人民币面临贬值压力；国内M2数量高于目标，流动性将继续收缩；企业端流动性随着央行货币政策的紧缩可能继续恶化；债市流动性也面临收紧。

在货币政策方面，机构的观点则有一定差异。邓海清认为，经济增长动能放缓，不具备货币政策收缩空间。

而国泰君安证券研究所首席债券研究员徐寒飞则认为，2014年再次重启正回购等概率比较大。因为货币政策不会主动放松，去杠杆和去产能的过程可能长于预期，融资需求将保持在高位。

对此，屈庆表示认同。“央行的货币政策易紧难松，其目标没有改变。”屈庆说，目标有几方面。一是汇率稳定。如果形成贬值预期，负面冲击太大，因此从利率平价看，货币政策不容易过度宽松。二是宏观经济稳定。经

济目标已明显降低，因此也不会单纯为了经济发展而大幅放松货币。三是通胀水平。潜在增长下滑背景下，通胀更加敏感，货币政策放松将触发通胀。四是房价稳定，目前房价上涨压力大，不容货币政策放松。

放下货币政策的争论，外汇占款受汇率影响利好资金面，则是实实在在的。

邓海清认为，外汇占款的变化对资金面影响很大，若外汇占款持续保持高位，随着“外汇占款—货币市场”传导路径畅通，资金面将逐渐宽松。

不久前，央行发布文件，提出汇率改革将通过上海自贸区试点，人民币国际化要求资本账户开放和汇率制度改革。这意味着国际资本进入国内市场，将提高国内外债市联动性，势必降低国内外利差。

对此，屈庆有不同看法。他认为，新兴市场面临资本流出压力，2014年人民币将面临贬值压力。汇率走势取决于几方面力量的博弈，一是外部贬值压力，二是内部人民币国际化等改革红利，三是央行维稳态度。

除了资金面，影响债市的供需因素也不容忽视。招商证券预测，受债券发行、银行监管和流动性等因素影响，预计2014年债券市场将继续呈现一定的供过于求局面。

## 结构性机遇与风险并存

2013年上半年债市整体呈现小牛市的行情，主要经历了一季度由流动性宽松所带动的上涨行情，以及4至5月在基本面下行和债市监管博弈下的慢牛行情。展望2014年，债市会有哪些投资机会？

招商证券认为，在结构性因素影响债市的背景下，交易性机会主要由资金面主导，而通胀走势可能会影响趋势性投资机会。

“2014年的利率债是牛市，利率债的价值将会在配置的主体中充分体现出来。”邓海清认为，考虑到基本面、资金面等因素，利率债2014年上半年配置的机会比今年4季度好，2014年下半年要比上半年好。

屈庆表示，当前资金面与2011年紧张程度相似。国债可比收益率极有可能再次突破贷款上限，而以同业拆借利率上限作为参照，对应的

国债收益率或达到5%甚至更高的水平。

在信用债方面，城投债的总体系统风险无忧，区域性风险爆发难免。产业债中，申万二级行业的环保、白色家电等行业投资价值相对较高，煤炭开采、造纸、航运、钢铁、有色金属冶炼与加工、化学纤维、化学原料、畜禽养殖、林业、航空运输等行业需要重点规避。

“2014年信用债信用风险有提升的可能。”徐寒飞认为，企业现金流状况堪忧，产能过剩企业的资产负债率偏高是信用债风险增加的主要因素。2014年开始，债券到期量开始明显上升，届时交易所将有27只债券有可能因连续2年亏损而退市，并将丧失质押资格。主要分布在黑色金属、新能源、采掘等行业。

在可转债方面，供给短期压力仍较大，但2014年仍具有结构性机会。

# 海外投资要看美国“新消费”的脸色

——2014年QDII基金投资策略

张宇

展望2014年，全球经济增速将保持与今年持平或略低的水平，风险点依然不少。预计美国2014年经济增速为2.5%，欧元区的增长将继续疲弱下去，经济复苏极为缓慢，而短期看，新兴国家则面临利率、汇率、通货膨胀等诸多压力。

从宏观来看，2014年世界经济较2013年有所回落，全球流动性充沛的局面在美国退出货币宽松政策的节奏控制下，会有序改变，新兴市场阶段性面临经济下行与流动性收紧的双重约束。因此，海外2014年全年的机会，仍然要看美国“新消费”的发展，而财政上限与美QE退出成为上半年可预见的风险点。

目前QDII基金主要涉及的大宗商品投资主要为油气能源、贵金属（黄金、白银）等投资标的，并且，此类品种以指数化或FOF投资为主。不过，原油、贵金属（黄金）的风险收益比欠佳，可能难以找到明显的趋势性投资机会，但阶段性投资机会尚存。对于大宗商品基金，可立足于短期投资，阶段性关注地缘政治风险对于原油价格带来的波动性影响，以及黄金在前期出现较大幅度回撤之后可能出现的反弹机会。

2013年初至今，QDII-权益类品种的平均净值增长率为5.5%。其中以投资港股为主的广发亚太和富国中国中小盘股票基金排前两名，净值增长率分别达38.59%和38.58%；其次为投资欧美奢侈品消费的易方达标普消费品指数基金，净值增长28.35%；投资美国科技成长股的广发纳指100与国泰纳指100基金的净值增长也达到26.49%和26.2%。而易方达黄金、汇添富黄金与贵金属、嘉实黄金等则净值损失较大。

总的来说，历史风险收益配比较佳的美股，仍然是2014年重要的配置品种。投资者可以全年保持对于成熟市场（以美股为主）的关注，并根据经济形势动态调整其比例；港股中则可以抛开指数，寻找在中国内地市场改革深化中受益于放松管制、要素价格调整、释放消费等措施的中小盘品种，博取阿尔法收益。

值得一提的是，2014年一季度，影响美股波动的最大潜在因素是财政上限谈判。两党谈判带来的各种不确定性可能比今年更大，对实体经济和金融环境冲击可能比今年更强，不排除在今年大

幅上涨之后，美股投资者在相关节点上，利用事件性的冲击提前减仓或做空。

因此一季度建议采取侧重港股、美股为主的配置。2013年以投资港股为主的广发亚太和富国中国中小盘股票基金业绩排在最前，表明即使在港股指数没有大的表现的同时，优秀的基金经理同样能够通过精选个股策略，取得超额收益。

此外，今年包括港股在内的新兴市场涨幅，远落后于成熟市场，这使本已存在估值优势的新兴市场，更成为一片估值洼地。一旦伴随着中国内地经济出现超预期的情形，港股市场则会随之反弹。

明年1月QDII组合配置上，新兴市场品种为华宝海外中国股票、广发亚太（除日本）精选股票、富国中国中小盘，鉴于中国基金经理在港股研究方面具有本土优势，我们选择以港股为主的主动型基金。美股基金品种为广发纳指100和国泰纳斯达克100指数，美国经济未来主要受益于企业创新，纳指100指数基本涵盖了美国创新型企业和成长性极佳。

## 年终增配美股基金

国金证券

时近年终，投资者在布局年底行情时，同时也要预判2014年的行情特征。今年3季度，美国标普500成份股企业整体盈利创出年内新高，美国经济增长态势良好，且有较宽松的货币政策支持，预料美股呈现强势的表现依旧。

预期成熟市场的强势表现，会延续到明年一季度，新兴市场相比历史，增长明显迟滞，且有通胀压力和资源价格约束，难以配合宽松的货币政策，而更多需要从区别的财政政策和调整结构的改

革措施入手，因而经济近期再上台阶的难度加大。短期建议仍以表现稳健的美股基金为主进行配置，或者受益美国房地产市场回暖的美国房地产行业基金。

在新发基金中，建议关注广发全球医疗保健指数基金，该基金是目前国内首只跟踪全球医疗指数的基金产品，采用被动式指数化投资策略，所跟踪的标普全球1200医疗保健指数，由全球医疗保健领域的代表性上市公司组成，主要包括制药企业、生命科技企业、医疗

设备制造企业及医疗服务提供企业等，均属于非周期性行业，长期具有稳定增长的特性。预期未来随着新兴市场国家的人口老龄化和人均收入的增长，将显著提高对医疗保健的需求。

深化改革方案超预期，A股市场主题投资又趋活跃，可适当加入弹性较大的港股“中国概念股”的优秀基金。此外，对于资源类和黄金基金，宜根据市场做短期的操作品种，中长期的配置价值尚无。

近年来，在需求增速放缓和产能高速扩张共同作用下，造纸行业面临持续的产能过剩压力，行业景气度及整体盈利水平低位运行。而生活用纸作为相对独立的细分市场，其经营业绩在造纸各细分行业中一枝独秀。不过，随着主流企业大幅扩张，行业经营压力也在逐渐加大。

# 造纸行业“生活”秀

中债资信 唐冰

生活用纸行业之所以在造纸各细分行业中一枝独秀，究其原因一方面是由于中国生活用纸处于普及阶段，需求的刚性增长有效消化了主流企业的新增产能；同时，渠道、品牌等区别于常规大宗纸品的特殊竞争壁垒一定程度上缓和了非主流企业新增产能对核心市场的冲击。二者共同作用，对近年细分市场整体供求状况及利润率构成支撑。

生活用纸与消费者日常生活联系紧密，具有一定的需求刚性。近年来，生活用纸消费量呈现较快增长趋势，1991年至2010年，我国生活用纸消费量年均增速约为10.30%；2011年至2012年，我国生活用纸消费量同比增速保持在12%左右。由于生活用纸具有消费品属性，品牌与渠道对纸品的销售十分重要，而这两者的建立需要时间积累。主流企业凭借渠道和品牌方面形成先发优势阻碍了新进入者和非主流厂商的新增产能进入生活用纸市场，从而缓和了行业供给过剩的压力。但2013年以来，随着主流企业的进一步大幅扩张，行业整体经

营压力亦显著加大。

从需求端看，我国东部地区人均生活用纸消费量已经接近其成熟消费量，区域后续需求增速或将趋缓；而中西部地区由于消费基数较低以及区域经济发展速度较快，短期内生活用纸消费量仍有望保持较高的增速。但由于受地理位置、人口分布及经济发展环境等多方面因素的制约，中西部地区生活用纸消费量对行业需求增速贡献有限，生活用纸行业需求增速或将趋缓。供给方面，在主流企业扩张的推动下，行业短期内或将进入产能投放密集期，产能过剩矛盾加剧，行业竞争日益激烈，纸种价格回落压力上升，企业盈利空间受到挤压。

短期内，第一梯队企业凭借其在产能、渠道和品牌等方面的优势，较中小企业更具抗风险能力。在行业产能过剩矛盾凸显的背景下，其与中小企业的经营状况分化或将进一步加剧。

恒安国际集团有限公司、维达国际控股有限公司、中顺洁柔纸业股份有限

公司以及金红叶纸业集团位于生活用纸行业第一梯队，上述四家企业的品牌已具有全国知名度。未来三年内，第一梯队企业均有扩产计划，并且后续新增产能规模较大，仍将保持行业地位。生活用纸企业具有较强的规模效应，受益于规模优势，第一梯队企业更具对纸品价格下降的承受力。

目前，第一梯队企业的销售渠道基本已实现全国布局，有利于平抑区域性纸品需求增速的不同对企业经营业绩造成的冲击。由于异地拓展渠道成本高昂且中小企业产能布局较难实现与之同步，中小企业的渠道资源多集中于一个或几个地区，在销售成本等方面将较第一梯队企业承受更大压力。

由于生活用纸与工业用纸在属性及销售方式上的差异，新进入者在该领域建立相关品牌和渠道需投入大额资金及较高的时间成本，从而在与现有生活用纸企业的竞争中处于不利地位。短期内，工业用纸企业难以通过进入生活用纸领域改善自身盈利状况。

## 套利对冲赢在胜率

白岩

近期股市处于盘整态势，市场系统性投资机会不多。但在这一弱市格局中，投资者可通过挖掘优秀的套利策略对冲基金实现收益。虽然套利策略的对冲基金单笔交易的利润往往很小，但只要策略适宜，通过大量交易也可获得可观的收益，且其收益与市场走势基本无关，在大量交易下变得极为稳定。

如何挖掘优秀的套利策略对冲基金，需要考虑几个指标因素，比如投资胜率和平均损益比，但根据所获得净值序列的频率不同，二者重要性也有所不同。当净值序列间隔较短时，套利策略对冲基金所做交易数量较少，此时胜率指标较为重要，体现了策略的有效性。而当净值序列间隔较长时，净值序列的涨跌体现的是大量交易累积的结果，策

略有效的基金盈利已是大概率事件，此时平均损益比更能体现其策略优劣。

另外，由于套利策略的盈利仅依赖于市场频繁出现又转瞬即逝的定价偏差，而不依靠市场的具体走势，因此，在常规指标中，年化收益最具有参考价值。套利策略对冲基金的年化收益通常在10%左右，其中优秀者甚至可超过20%。如备选基金年化收益过低，说明其策略有效性不足。而年化收益较高的基金，如不改变策略，其策略有效性往往会随着时间的推移而逐渐下降，向平均收益水平回调，需要基金不断研发新的策略以保证盈利。

以淘利套利1号为例，它主要投资于股指期货市场，多使用跨期套利策略。为把握转瞬即逝的套利机会，其全

部交易均使用高速平台。截至12月20日，淘利套利1号自成立以来的累计收益率为32.67%，年化收益率达17.09%，远好于同期沪深300指数-7.53%的年化收益率。

从应当重点关注的投资胜率和平均损益比来看，淘利套利1号按周净值计算出的投资胜率和平均损益比分别为87.78%和2.15。淘利套利1号在2012年8月24日前，还曾一度每日公布净值，其日频数据计算出的投资胜率和平均损益比分别为76.29%和1.23。在净值序列间隔较短的情况下，投资胜率和平均损益比，并没有周频数据显示的那么大，可见套利策略对冲基金良好的净值数据，是有效的投资策略在大量交易下累积的结果。

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负