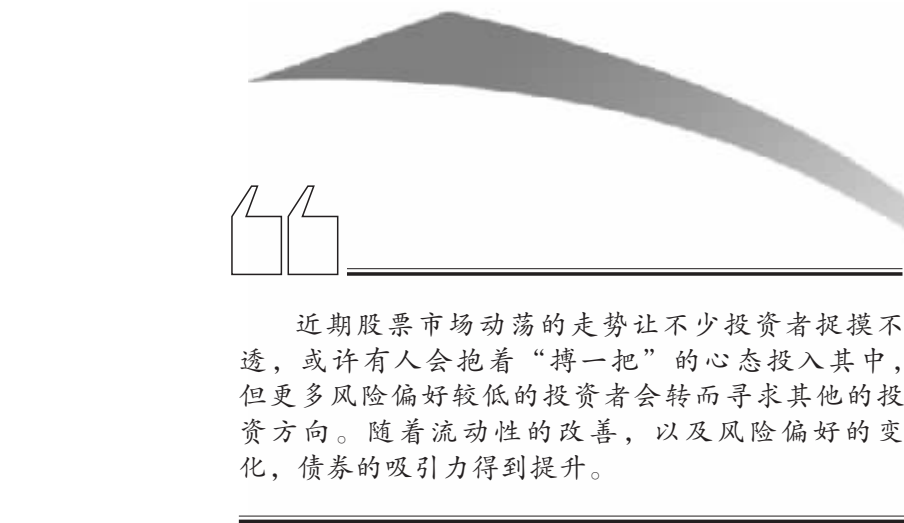


# 债市收益稳中求

本报记者 曹力水



## 胶价如履薄冰

张 蓓

自今年6月以后，胶价再次开启单边下行的走势，沪胶指数自6月初的15525点一路狂泻而下，在7月上旬探底11335点之后反弹，目前价格在12500点附近弱势震荡。总体来看，沪胶下半年一直走在下行轨道中，积弱之势难改。

自今年7月1日复合胶新政实施以来，青岛保税区外的人民币复合胶库存已下降万吨左右。而当年全乳胶价格一度升水人民币复合价格2000多点的景象已然不复存在，在近期复合胶现货销售紧俏的格局下，8月初，人民币复合价格与全乳胶价格已经基本平水。老全乳胶会暂时代替复合胶满足国内的一部分需求，因此当前沪胶近月合约反而相较远月更为坚挺。不过时值产胶旺季，后市随着国外船货的陆续到港，国内市场上橡胶现货价格必将会再次承压。

从下游轮胎市场来看，今年上半年，国内轮胎市场需求持续低迷，并且轮胎出口受到美国“双反”案严重影响，市场价格大幅下降，行业平均开工率60%左右，出现了“量价齐跌”的局面。

据国家统计局统计，2015年1至6月，轮胎产量45477.5万条，同比下降3.9%。1至5月，主营业务收入2193.6亿元，同比下降0.8%，利润总额122.6亿元，同比下降14.4%。当前轮胎厂的库存压力及下游终端需求持续疲软是开工下降的主要原因，目前市场代理商库存压力居高，进货意愿不佳，市场走货清淡，进入销售淡季。此外，重卡销售数据显示，今年6月，我国重型卡车产销分别为4.09万辆和5.03万辆，同比下降25.3%和21.1%；上半年累计产销29.75万辆和29.55万辆，同比下降32.93%和31.13%。

盘面来看，前期1509合约较1601合约更为坚挺，不过近日形势突然逆转，1509合约率先跌停封盘，这可能说明随着船货的陆续到港，前期现货暂时销售紧俏的格局将会逆转，现货橡胶再次面临抛压。总体而言，在产胶旺季和需求淡季的双重影响下，当前产业链各环节均弥漫着悲观的情绪，我们认为胶价如履薄冰，易跌难涨，仍将会继续其筑底之路。



## 多重矛盾令债市承压

摩根士丹利 施同亮

制造业和地产投资的低迷，意味着下半年托底经济仍需政府投资，这从6月基建投资增速大幅回升至20%以上可见。7月政治局会议已经定调“加大定向调控力度、重视经济下行和**实施积极财政政策**”，稳增长的后续相关政策或已在路上。

然而对债市而言，供求关系，政策层面，信用利差都面临多重矛盾。

首先，供给冲击很大。8月地方政府债仍将继续大量发行。根据规定，第一批1万亿地方政府债置换额度需要在8月底之前全部用完，地方债已累计发行1.55万亿元，其中置换债约1.17万亿元，新增近3650亿元，按照2万亿元总置换额度，仍有接近40%等待发行，而第三批1万亿元额度也可能下放。因此，8月地方债可能仍有5000至6000亿元的供给。

虽然打新和理财资金回流带动债市短期小牛，但供给冲击始终是二季度一直制约长债利率下行的的重要因素，第三批地方债和上述长期基建债的发行，都将加剧利率债供给冲击。

其次，经济下行压力未消，基建成为托底的救命稻草，宽财政加码是必然的选项，虽然制造业低迷和去杠杆环境仍需要货币宽松，但猪价推升的通胀预期制约降息空间，下半年边际上的宽松力度可能不及上半年。

第三，信用利差的矛盾。即利率债和信用债的不协调，呈现了超低利差格局，受供给和配置盘乏力影响，长端利率价格刚性，制约了信用债的下行空间。但信用债反映了理财资金、权益市场转移资金的热需求，利差已经压得极低。

第四，基本面出现矛盾。猪肉价格持续上涨，生猪存栏下降造成猪价抬升，年末可能导致CPI冲上2%，即当前2%的基准利率水平。价格与增长的矛盾，使长期利率的走势更加迷离。

总而言之，目前的债券市场机会要大于风险，但多重矛盾导致行情难以过高估量。



### 配置价值显现

7月份以来，债券市场明显升温，西南证券研究发展中心分析师张仕元介绍，信用债一级市场发行总量明显回升，二级市场也呈现出成交额上升、收益率下行的情景。

“债市回暖有几个方面的原因，首先是无风险收益的下行。”海通证券宏观债券研究员姜超认为，在此之前，申购新股的投资行为收益率高、风险低，因此被投资者视作“无风险收益”，在新股发行暂缓以后，由于债市具有风险较低、收益相对稳定的特点，因此部分投资者便把其当作新的投资方向。

其次，市场整体风险偏好下降，是利

率下行的主要推动力，财富证券研究报告认为，6月下旬以来，股市震荡较为剧烈，给不少风险意识不强的投资者上了一课，市场整体的风险偏好显著降低，自然把目光锁定债市。据业内人士估计，这部分低风险偏好的资金规模接近万亿元。此外，央行近日以来的降息降准、逆回购等一系列操作，也为市场提供了适度的流动性。随着资金成本的降低，债券在资产配置中的价值得以回归。中金公司固定收益部认为，随着居民资产配置的变化，银行也会对资产配置进行调整，增加债券配置比重的可能性较大。

虽然债市显现避险功能，但专家提

### 精选投资机会

对于普通投资者来说，如何参与债市的投资呢？目前，个人投资者直接参与债市的途径并不是很多，比较受追捧的方式主要有投资可转债以及申购新债等。

可转债具有债权和期权两种特征，其本身仍属于上市公司发行的一种债券，只不过附上了一项期权。过了转股起始日，如果股价较高，那么就可以按照转股价转为公司股票，享受股价上涨带来的收益；如果股价较低，转换成股票不划算，那就选择继续持有，获得相对稳定的利息收益。作为一只对上市公司和投资者都有吸引力的债券品种，可

转债颇受市场投资者青睐。

除此之外，普通投资者还可申购面向社会公众投资者公开发行的债券。具体来看，新债申购包括网下发行和网上发行，网下认购的中签率是100%，但只对机构投资者开放，个人投资者可参与网上认购，虽然发行量较少，且债券品种的选择余地小，但却比新股申购具有不少优势。“和新股申购不同的是，债券网上申购不像新股申购那样配号、抽签，而是按照‘时间优先’的原则实时成交”，具有多年债券投资经验的赵子文告诉记者，新债申购不需要冻结资金，如果没有抢到的话，

一般当天就会收到退款，使资金的利用效率最大化。

对于风险偏好较低的投资者来说，可选择适度投资一些债券型基金，来分散投资单一债券面临的风险。债券型基金主要分为专门投资于各类债券的基金以及小部分参与股市投资的基金，前者可以有效地规避股票二级市场的风险，但有时难以跑赢通胀，因此适合在股市下跌和利率上升时持有；而后者或许会有更高收益，但需防范风险。投资者可以根据自身的风险偏好和对市场走势的预期，选择适合自己的债券型基金。

## 打破银行“刚兑”魔咒

匡家骅

信息披露在市场经济中发挥着重要的作用，从经济学的角度看，有效的信息披露能为投资者提供充分的信息，有利于形成正确的投资决策，也有利于提高资本市场的效率，实现金融资源的最优化配置，促进实体经济的全面发展。

然而目前我国银行理财产品市场在信息披露方面现状堪忧，造成银行“刚性兑付”、理财产品“飞单”等诸多问题。如何有效的利用信息披露来解决这些问题是目前银行理财产品市场应该关注的重点。

监测数据显示，2015年2季度银行理财产品发行数量为32910款，发行规模估计为19.75万亿元，而信息披露方面则问题多多。首先，从量上来看，信息披露数量严重匮乏。2季度纳入监测的银行共297家，其中上海银行、吉林银行、中原银行等200多家在运行产品信息披露上得分均为零，甘肃

银行、内蒙古银行、淮海银行等100余家在到期产品信息披露上得分均为零。其次，从质上来看，信息披露质量参差不齐，有的银行公告信息简单，流于形式，未起到信息披露的作用。

而与信息披露直接挂钩的则是金融风险，二者相伴而生。我国理财产品市场上的金融风险主要来自于传统经济体制的影响以及监管失效导致的违规操作。在信息不对称和监管空白的双重作用下，使得市场产生了大量的逆向选择和道德风险行为，如上述的理财产品“飞单”、银行“刚性兑付”等现象，而不仅仅是在理财市场会出现类似的权责纠纷，在整个金融领域也存在着诸多的暗箱操作。因此，信息披露不仅仅是合理控制理财产品市场风险的手段，还是将整个金融市场纳入规范化、法制化轨道的重要武器，在此基础上才能防范和化解金融危机，保

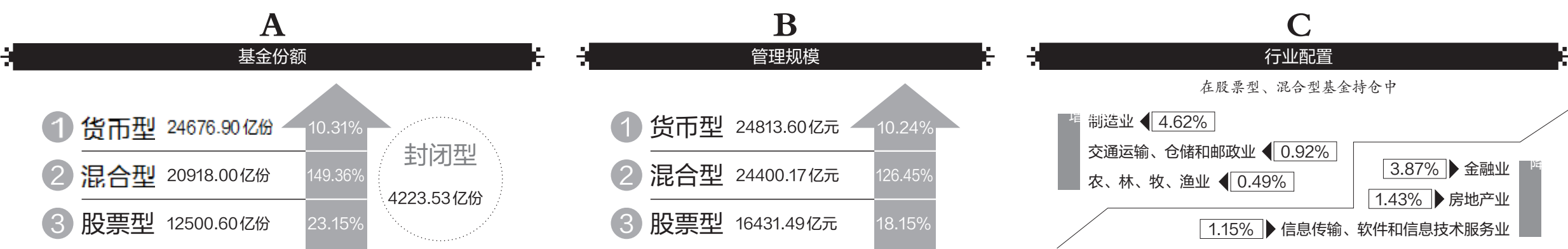
障金融市场安全。

理财产品市场打破“刚性兑付”魔咒的关键在于信息披露。首先，从投资者的角度看，只有银行真正做到了事前、事中、事后充分地信息披露，将选择权交到投资者手中，让其在信息充分的条件下自由做出投资选择，那么当资产端由于自身原因或是客观原因产生风险时，投资者才会心甘情愿接受可能的风险；其次，从银行的角度看，信息披露的不充分使得理财风险很难从银行手中转移，形成刚性兑付，增加了银行的运营风险，而银行的刚性兑付显然又抬高了投资者的无风险收益预期，提高了银行的融资成本。因此只有做到充分的信息披露，将理财产品的风险从银行过渡到投资者手中，银行作为管理人参与资本市场，这不仅有利于银行从传统的存贷业务向资产管理业务转型，也有利于利率的市场化，让中国的资本市场散发活力。

数据来源：好买基金

（截至2015年7月21日，100家基金公司旗下基金二季报披露完毕）

## 基金配置趋于防守



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负