

债市牛步趋缓 信用质量趋升

目前利率债仍然处于牛市，利率大幅攀升的可能性不大。当然，不排除未来一段时间可能震荡加剧。

文 | 宗军



2018年基本面主导债市表现，利率债走了一波牛市行情，信用债分化加剧。2019年年初出现震荡行情，但基本逻辑没有变，但具体条件发生变化，利率下行较为犹疑，市场面临对信息面的扰动会增大。

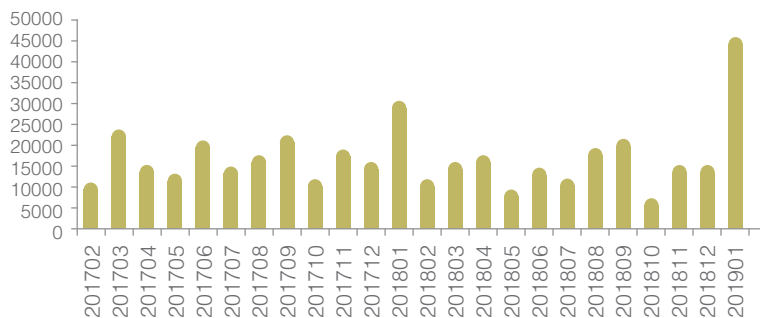
债牛尚未终结，但波动会加大

展望2019年，各方面环境对债市总体依然有利。

从基本面分析，一看宏观预期。经济运行稳中有变、变中有忧，“三驾马车”趋势平平。其中，消费增长相对低迷，房地产、汽车等支柱产业步入调整期，基建托底量力而行，外需面临较大不确定性，出口对经济增速的边际贡献减弱甚至可能转负，经济内生增长动力有待增强。故此2019年经济下行压力依然很大，GDP预期目标在6%~6.5%。由于经济增速下降，而经济总体杠杆率仍处高位，与实体经济相匹配的利率水平以低位稳定为要。二看物价水平，通胀环境依然对债市有持续性支撑。预期2019年经济增速回落伴随价格回落。M2和社融增速与名义GDP增速大致匹配，价格上升风险较低。PPI低点降至0或更低一些，CPI中枢降至1.5%左右。

从流动性看，政策取向维持合理充裕。一是短端利率不会趋势性上行。利率走廊机制更加健全有效。市场利率将更多呈现无偏分布特征，即围绕政策利率上下浮动将成常态，这将有别于过去市场利率长期稳定高于政策利率的偏分布情况。投资者观察走向不应过度关注央行单日操作是回笼还是投放。二是央行为了畅通利率传导，将量价工具并用，促使政策利率进一步向市场利率和信贷利率传导。在经济有压力、物价无压力的背景下，稳健的货币政策仍将保持市场利率水平合理

社会融资规模：当月值



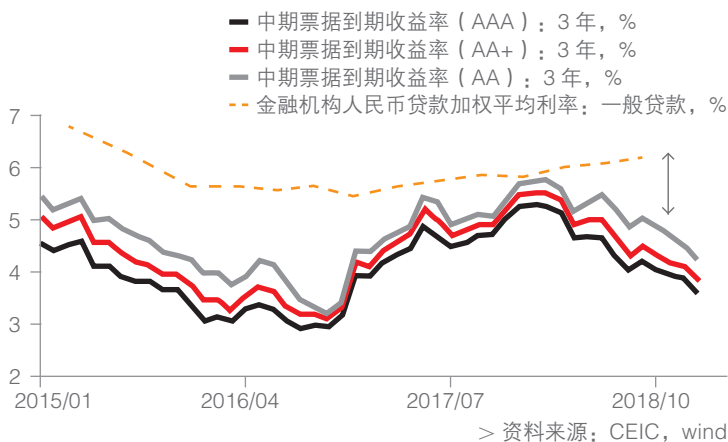
> 资料来源：wind，中信证券研究部

股债“跷跷板”效应不具持续性。从统计规律看，股债替代效应也不强，股市上涨至少近期不会构成对债市上涨趋势性破坏的主导因素。

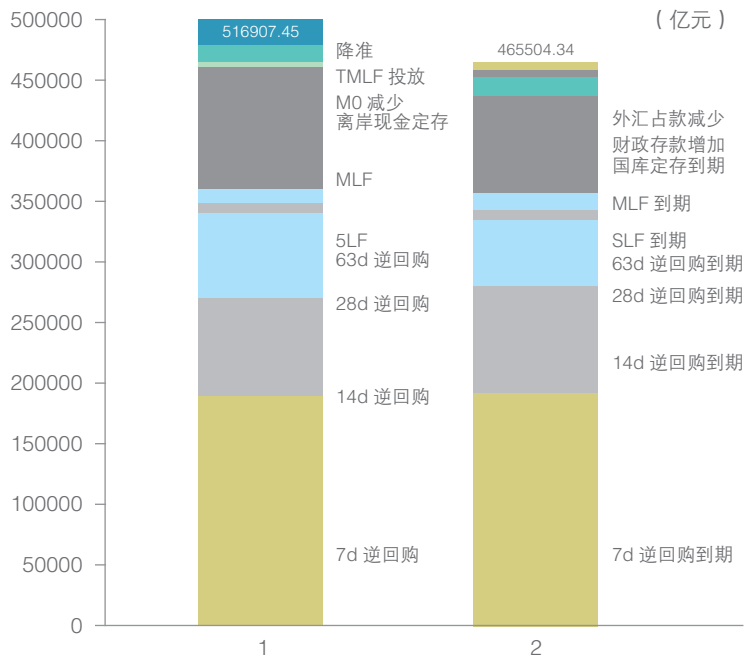
稳定，并有结构性下调措施。三是逆周期调节有度，货币政策不会“大水漫灌”。数量上，M2和社融增速与名义GDP增速大体匹配；价格上，利率水平符合保持经济在潜在产出水平的要求。1月社融增量超预期，但后续社融反弹力度大概率有限，绝无必要大幅激增，流动性意外冲击的可能性不大。四是从外部环境看宜松不宜紧。发达国家经济增速趋缓，货币条件可能趋松，流动性回收力度趋减，人民币汇率趋向稳定，中美利差相对走阔，给予国内宽货币更多空间。

从替代资产配置的角度观察，一是看贷款和债券的比价效应。目前银行贷款利率的实际税后收益率（扣除资本占用和税收因素）仍然低于国债利率。而缓解融资贵的政策性导向要求刚性较强，意味着在年内较长时间内平均贷款利率将持续得到控制，维持在较低水平。这预示着债市投资相对吸引力仍然较强。二是看股票和债券的替代性。近期股市开始了恢复性上涨，但传导到企业端盈利能力的实质改善尚有待时日，中美贸易摩擦缓和改善了估值环境，但两国结构性矛盾仍然存在，不排除美方的挑衅性和反复性行为。因

债券融资的性价比上升



2017年1月1日~2019年3月4日流动性投放和回笼统计



此, 股市面临的输入性冲击因素没有根本改善。股债“跷跷板”效应不具持续性。从统计规律看, 股债替代效应也不强, 股市上涨至少近期不会构成对债市上涨趋势性破坏的主导因素。三是看长短期期限利差。目前国债的期限利差处于较高位置, 国开债的期限利差情况也类似。短端虽然继续向下存在难度, 但维持合理低位仍然可期, 如果认为利率传导能够进一步畅通, 则长端仍有可能有一定的下调空间。

基于以上判断, 目前利率债仍然处于牛市, 利率大幅攀升的可能性不大。当然, 不排除未来一段时间可能震荡加剧。逆周期调节的效力会累积释放, 经济数据差强人意时托底力度会进一步增强, 所以利率水平持续单向向下的动能也有限, 斜率将趋缓趋平。

信用风险高位趋缓

在各项政策密集出台的背景下, 信用预期逐步回暖, 信用风险的外部环境有所改善。

2018年发生了较多的信用违约事件, 表面看是信用风险, 如果细分, 大致可以分为以下几种情况: 操作风险、宏观经营风险、流动性风险、治理风险和法律风险。这些在2019年有望得到边际改善。

一是操作风险。主要是发行人资金调度不力或主承销商督导不严。随着监管部门对信用债券风险排查力度加大, 对主承销评价力度也在加大, 这方面操作疏忽的风险在减小。此外, 信用风险的区域外溢性较强, 地方政府从维护区域金融生态的角度, 也更加重视这方面风险防控。

二是宏观经营风险。宏观周期性或政策性变化导致企业盈利恶化的风险, 主要表现在资产

负债表和损益表的恶化上面。由于逆周期调节政策力度有所加大，经济增长区间调控目标得以确立，货币政策将继续维持宽松，降税减费力度加大有利于企业盈利性增强，这些都决定了信用进一步恶化的可能性有限，信用风险趋缓。但另一方面，清理僵尸企业，自然出清的力度也会加大。不符合政策导向和环保要求的企业也会面临重组洗牌。信用事件的总量仍可能保持高位，而增速明显下降。“一荣俱荣，一损俱损”的冲击效应有望减弱。

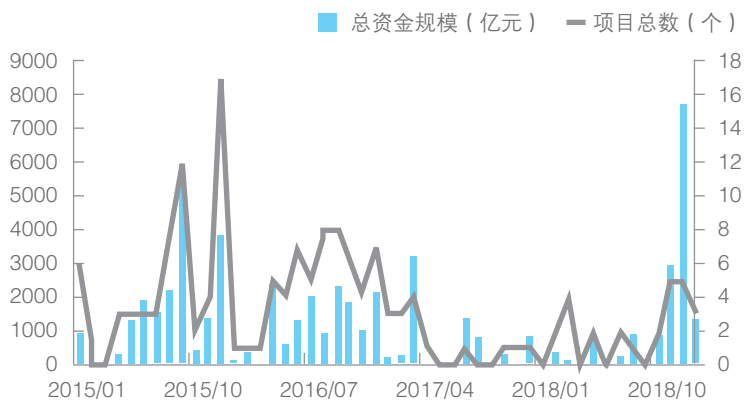
三是流动性风险。主要是产品有前景，但现金流和财务策略存在欠缺，主要表现在现金流量表的恶化上面。2019年，得益于民营、中小企业融资政策的延续落实，民企纾困基金和民企债务融资支持工具的政策导向，央行致力宽货币向宽信用的传导，企业资产变现力度的加大，都将有助于缓解企业流动性紧张。在2018年非常突出的流动性风险在2019年有望得到缓解。

四是治理风险。主要是发行人财务造假、信息披露违规、资金投向不符等风险，不能在财务报表中得到反映。这方面要通过严格监管执法，加大违法违规的成本加以解决，是一个制度变量，也是个需要较长时间才能见效的慢变量。

五是法律风险。主要是违约处置成本高企、效率低下的问题。同时也受地方保护主义和维稳主义的干扰。加大破产处置力度，重点保障债权人权益，是根本出路。这也是慢变量。

近期市场信用偏好得到一定修复，还有其他有利因素。一方面是城投债利好。地方政府隐性债务化解试点启动，由国开行向地方融资平台提供长期低息贷款以置换短期非标债务；地方政府专项债的“正门”扩大。这些政策红利降低融资平台再融资压力，有利于城投债板块整体升温，相应的避险情绪缓解，城投债信用利差和收益率下行。另一方面是股市升温带

2018年第四季度发改委批复项目规模大幅度提升



注：发改委批复项目月度统计，按批复时间计

在各项政策密集出台的背景下，信用预期逐步回暖，信用风险的外部环境有所改善。

动可转债回暖。今年头两个月国内股市成为全球表现最佳，市场活跃度提高，可转债的投资机会上升，供需渐旺。

当然，在市场环境总体有利于信用风险缓解的同时，也要看到，在前几年加杠杆积累的债务总量不小，债务期限也不尽合理，年内信用债券到期压力仍然不小；经济减速和减税对冲后的盈利效应仍存在一定脆弱性；民企纾困更加突出市场化、法治化原则，不加区分地纾困也不具经济可持续性；与外需联系紧密的企业面临的输入性风险敞口还比较大。这些又决定了2019年信用债违约风险常态化，并仍将在较高位持续。信用债的挖掘和甄别可能提供结构性超额收益的机会。☒

(作者系中央国债登记结算有限责任公司业务总监兼中债研发中心主任、《债券》杂志执行主编、统计监测部主任)