

Fund

债券牛市大旗还能打多久?

◎本报记者 周宏

债券市场自今年8月以来,市场行情一日千里,完全超出大部分投资者的预期。与此同时,债券和货币基金的盈利迅速冲高,市场上各债券品种的收益率猛降。

面对2年后重回的债券牛市,投资者普遍的疑问是,这轮债券牛市还能走多远?市场的风险状况如何?债券基金的投资能保证其收益率持续走好么?基金周刊日前采访了汇添富固定收益团队的两位基金经理王珏池、陆文磊。

债市“由熊转牛”三阶段

王珏池和陆文磊认为,国内的债券市场从2006年开始可以说已经经历两年左右的熊市,尤其在2007年债市大幅下跌。从年初到底,各债券品种收益率平均上升约为120至150个基点,与股市走牛形成了鲜明对比。这很大程度上与这一轮经济的运行周期是吻合的。

而今年以来,在各类因素推动下,债市“由熊转牛”,其表现可以分为三个阶段。

第一阶段是从今年初至5月,这段时期的债券市场总体表现较平稳,收益率稳定在一个比较狭窄的区间。

第二阶段是今年6月至7月,这个阶段债券市场出现一定的调整。主要原因有二:一是,国际油价一路上升,最高点逼近150美元,导致市场对通胀的预期非常强;二是,6月央行上调1个百分点的准备金率,导致市场流动性突然收紧,因而债券价格应声下跌。而在7月中旬以后,债市收益率重回平稳态势。

第三阶段则是8月份至今,在8月10日中国南车申购的资金解冻之后,债券市场迎来近几年罕见的井喷行情,在短短三周左右的时间里,大部分的主流债券品种收益率下降了50至70个基点。债市环



境因此改变,债基受到了大批投资者的青睐。

而由于货币市场同样面临与债市发展相似的大好趋势。货币市场基金收益大幅超过活期存款利率,也吸引了包括机构投资者在内的广大投资者的青睐,在未来的一段时间,货币市场基金的运作预计仍能保持良好状态。

相对乐观看待债市前景

对于后期的债市,汇添富基金的团队仍旧相对乐观,主要基于以下三个判断,

首先是,基于通胀预期回落的判断。他们认为,从2008年6月至8月,国际油价从近200美元下跌至近90美元。伴随油价的回落、美元的走强,使得市场上对通胀的担忧明显减弱。国内数据也显示,6月以来的CPI逐月加速回落。按照目前的趋势来看,市场预期明年的CPI很可能会回落到3%以内,也就是说通胀预期在发

生变化。

第二,考虑了市场方面的因素。汇添富基金认为,央票利率一直是债券市场收益率的标杆,尤其是一年期央票和三年期央票,对于同时期的收益率曲线影响巨大。过去一段时间一年到三年的收益率曲线一直比较陡峭,就是受同期央票发行的影响。但年8月以后,三年期央票停发,相应的市场收益率大幅下降,这是对此轮债券市场上涨的重大影响因素。

第三方面,市场的资金面明显宽松。9月12日,央行公布双降政策使得市场对未来资金面预期较为乐观;而且,随着未来通胀压力的逐步回落,市场也预期存款利率会逐步下调。这意味着降息周期的到来,即债券市场的投资环境呈现出转暖趋势。

因此,债券市场在目前的经济大变动背景下迎来牛市格局,这是一个大概率的事件。当然,并不排除短期内债券市场会出现一定的

波动。

风控“眼光”日益关键

今年债市出现了大的变化,部分投资品种尤其是无担保企业债等信用类债券,立时大热。大批的新债券成了市场各方争夺的“焦点”。而个别品种甚至出现炒作的迹象。

对此,王珏池和陆文磊认为,市场中也蕴含着信用风险。“只有在有效控制信用风险的情况下,不断加大有吸引力的信用债券的投资力度,才会在未来给基金创造比较好的收益。”

王珏池表示,他们对风险管理主要体现在两个方面,一是对利率风险的管理,二是对信用风险的管理。同时也针对这两个方面构建了一套风险控制体系。包括内部评级由专人负责,更注重挖掘指标背后的企业真实状况等等。“信用风险是客观存在的,而如何仔细甄别一定程度上决定了债券基金的长期收益状况。”

■嘉实视点

直面金融危机:最该做的是保持平常心



嘉实基金产品经理 冯永昌

1997年亚洲金融风暴的凶猛势头似乎依然清晰,始于2007年的美国次债危机却已将全球金融系统再一次拖入水深火热之中。面对这次“百年一遇”的金融海啸,有人闻风丧胆,有人踌躇不前,大多数人在这历史的转折点上彷徨观望。我们认为,硬币总有两面,历史告诉大家,作为实体经济心脏的金融经济从来不会在危机的打击下一蹶不振。事实上,恰恰是金融体系的一张一缩如心室运动般控制着实体经济的脉

搏。直面危机,个人的观点是市场既不应极度悲观放大恐慌,也不应肆意渲染投机氛围,从极端走向极端。在危机中保持健康平和的投资心态至关重要。

回顾历史上大大小小的金融危机,每一次危机的成因和危害不尽相同,危机本身也没有一个精确的量化定义。从定性的角度,金融危机往往以若干国家或地区的大部分金融指标急剧恶化、投资者信心崩溃、货币贬值、经济总量出现较大规模损失为标志。而根据金融危机的成因不同,可以分为货币危机、债务危机、股市危机、衍生危机等。

货币危机往往和一个国家的汇率制度和外汇储备联系在一起。比如,当一个实现固定汇率的国家为了解决一些经济和金融问题突然实现浮动汇率时,由市场决定的汇率水平远远高于之前的水平,从而诱发整个金融体系的大震荡,比如1997年的亚洲金融风暴。债务危机主要是指国家受债务困扰,外债清偿指标严重恶化的危机,比如20世纪80年代世界经济萧条引发的发展

中国家债务重负。股市危机则以股价的膨胀和暴跌为直接表现,美国1929年的股市崩盘和1987年的“黑色星期一”都是非常典型的股市危机。随着金融市场对风险厌恶的增加而大幅引入衍生避险工具之后,衍生工具在规避个体投资者风险的同时,也放大了整个市场的信用泡沫,这就产生了金融危机新的形态:衍生危机。2007年始于美国的次债危机就是一次标准的衍生危机。上述各种危机既有区别,又有联系:区别在于危机的起因和导火索各异,金融系统各个环节遭受的破坏程度不尽相同;联系则在于所有金融危机本质上都是信用泡沫的膨胀和破裂,而不同信用泡沫之间相互依存。

次债危机在本质上还是来自房贷信用泡沫的膨胀,考虑到二战之后随着世界经济快速发展,每隔4到10年就要出现一次或大或小的金融危机,从这个角度来看,次债危机并不新鲜。但从另外一个角度来看,次债危机由于衍生危机会成倍放大基础信用泡沫的本质,它的破坏力和影响程度又是空前的,所以此时此刻各

国政府和央行联手抗击次债危机又是及时而必要的。

身处危机看危机,最好保持一颗平常心。直面1929年经济大萧条的罗斯福说过“我们唯一所恐惧的就是恐惧本身”。短期来看,次债危机的最强破坏力已如大地震一般爆发出来,逐步被市场吸收;余震虽有,但已是强弩之末,破坏力有限,恐慌大可不必。当然另外一个方面,投资者也不可如专门投机事件驱动类型的国际对冲基金那样,动辄大喊“抄底”,有过激的投机举动。无论是全球政府的“救市”行动,还是市场本身对危机的消化吸收,都应该是一个渐进柔和的过程。作为经济和市场的参与者,最应该做的其实就是保持平常心,继续根据自己以往的风险承受能力和投资习惯从事适度的投资活动,比如防御性投资、定期定投等等。



■每周基金视野

救市触发短期反弹
长期反转看基本面

◎联合证券 冷小梅

近期的救市措施主要是稳定市场信心,并不是刺激经济的措施。美国百年不遇的信贷危机正在日益影响全球的金融市场,其对全球经济乃至中国外需的影响目前还难以估计。对中国而言,外部环境的持续恶化,国内房价下跌之势已经确立,以房地产投资为代表的内需面临着进一步放缓的风险。宝钢连续下调10、11月份钢材报价的消息,进一步验证了国内需求的下行。目前的市场处于超跌状态,市场认为虽然坏消息可能还没有结束,但是A股的这种过度下跌在短期内将会通过反弹得以纠正(南方),反弹高度和持续时间取决于增量资金流入速度和后续政府对于保持经济增长所采取的货币政策及财政政策。与此同时,外围全球经济环境对中国的影响也无法忽视(上投摩根)。

美国大周期调整一般经过2年的时间(指的是GDP从顶部回落到底部企稳、复苏的最短时间),本次调整,由于由房地产主导,调整时间应该至少不少于历史平均调整时间长度,即2年,这样看,调整从2007年中期开始,到2009年中期基本可以结束,并有望看见复苏(宝盈基金)。本轮金融危机的问题已经不仅仅是次贷本身,而是房地产泡沫的破裂以及过去几年美国金融机构普遍采用的高杠杆率。当前剧烈去杠杆化(deleveraging)的过程给主要的金融机构均带来了前所未有的压力。而在房价完成调整之前,美国金融系统的坏消息还将接踵而至,为美国以及全球金融市场继续带来波动(农银汇理)。目前情况下,除了估值基本处于底部区域外,企业盈利(就是经济增长情况)、股票供求关系和投资者信心均不利于股市持续上涨(富国)。反转需要具备宏观经济景气回升、企业盈利增速加快、国际经济和市场企稳等多种条件,乐观估计也需要到明年中期以后(建信)。

虽然美国金融危机还未结束,未来对实体经济的影响还将逐步显现,但是我们在刚过去的这个周末看见美国通过了大萧条以来最大力度的救市措施以解决金融机构坏账从而避免流动性枯竭(光大保德信)。由于各国央行和政府的及时干预和密切合作,本轮次贷问题引发的金融动荡正获得积极地救治,其对中国资本市场的破坏力可望低于原先的预期。国内股市受国际金融危机的拖累动荡加剧,然而,管理层的及时介入表明了其维持资本市场稳定健康发展的基本方针;加之目前通胀压力放缓,货币政策开始松动,国内经济成长依然稳健,A股市场已经表现出较强的抗跌能力和安全边际(国投瑞银)。2001年后上证指数曾4次在1800点附近产生转折和反复,在此出台利好也显示出管理层调节市场的技能相当有艺术。本次是技术面与政策面的共振,国内救市与全球救市共鸣,市场难免强烈反应了(泰信)。

根据救市三大政策的内容,我们认为本次中级反弹的热点将集中在金融和央企两个领域(中海/国泰)。