

2016 年 2 季度签约券商债券市场策略汇总

规划研究部

为准确把握当前及未来一段时间资本市场走势，做好资产配置研究工作，近期，规划研究部收集整理了 16 家境内签约券商 2016 年 2 季度债券市场策略观点。统计结果显示，在 16 家签约券商中，对债券市场持乐观观点的有 1 家，为国泰君安，占比 6%；对债券市场持中性偏乐观观点的有 7 家券商，占比 44%，分别是国信证券、中金公司、兴业证券、平安证券、安信证券、中投证券、中信建投；对债券市场持中性观点的有 2 家，占比 12%，分别是中银国际、光大证券；对债券市场持中性偏悲观观点的有 6 家，占比 38%，分别是招商证券、海通证券、中信证券、广发证券、银河证券、申万宏源；没有券商对债券市场持悲观观点。

总体来说，签约券商对债券市场的观点相对年初更为悲观，且分歧进一步加大。其中持偏乐观观点的签约券商比例由年初的超过 70%下降到目前的 50%，持偏悲观观点的签约券商比例由年初的 7%上升到目前的 38%。主要分歧在于对未来经济增长路径和通胀走势的判断不同，从而对收益率变动方向的预测也存在较大差异。签约券商最为关心的影响债券

市场的风险因素为：通胀、经济企稳/复苏、货币政策、信用违约等等。各家券商对债券市场的整体判断和主要逻辑见下表：

	券商	观点	主要逻辑
1	中信证券	弹簧市格局下，风险防范为主	美联储暂缓加息的决议符合预期，但年内渐进加息的预设轨道不会改变。若欧央行符合预期，叠加美联储加息进程的推进，全球货币政策有望从分化转向收敛。无论欧央行今后如何，未来美联储加息本身都增强了对我国央行降息空间的限制，并且美元维持高位震荡格局也将对人民币汇率增添压力。债市仍在基准利率指向不变的情况下，弹簧市格局下建议防风险为重，维持2016年债市弹簧市的判断不改，预计10年期国债收益率将在2.8-3.4%区间波动。
2	国泰君安	利空退居二线，债市任性上涨	大部分利空短期内都将退居二线，未来一段时间，流动性和配置需求将主导债券市场的走势，市场将出现一段时间随心所欲的上涨。随着经济数据（增长、通胀和货币信贷）出台，对债券市场预期的负面因素都已经短期消除，流动性和配置需求重新主导债市，因此，债券市场迎来上涨时期，信用债的火爆导致投资者开始担忧调整，如果利率债能够继续上涨，那么信用债的“安全边际”将再次上升，使得牛市能够走得更远。
3	国信证券	多头再度归来！改革推进，债牛扬蹄	经过一段时间的蛰伏，多方再度回归，当前市场已经进入了一个利率越升，越需介入的时期，我们预计在随后的4-7月份时期中，利率将呈现一路下落态势，10年期国债利率将跌破2.50%。2016年开年以来的市场变化：熊市增陡，整体债券市场在一季度经历了熊陡的调整，中债指数总汇报截止3月上旬仅为0.54%，创3年以来季度回报最低水平，甚至低于了2015年一季度的0.74%。10年期国债利率回归到2.95%一线，10年期代表品种150218、150210利率分别回升到3.25%和3.40%附近，而10年期非国开品种均回升到3.50%附近，分别比年内低点（1月上旬）回升20-40个点不等，整体市场曲线增陡，呈现出熊陡变化。我们观点的变化路径：不求多变，但求一贯性与稳健性。
4	兴业证券	供给收缩，观察需求改善的持续性	1、钱多逻辑仍在，债市难以实质调整，利率下行趋势仍很明确，但需谨防政策刺激与供给上升带来的波动。 2、对于信用债，金融脱媒、流动性泛滥与政策稳增长仍会推动信用利差收缩，需要关注汇率与信用风险，提高防御，精选个券。
5	申万宏源	长端利率下行空间有限，莫追高	尽管随着前两月数据的公布，市场对经济的预期短期内出现较大波动，但经济企稳甚至反弹仍然是大概率事件，经济复苏的预期并没有修复到位，上周收益率下行只是波动，并非开启收益率持续下行趋势。相反，随着3月数据大概率相比2月改善，市场仍然面临调整压力。建议投资者保持耐心，切莫追高。

6	平安证券	CPI长期协同增长中枢、债市仍有上涨空间	当前债市配置需求依然较强。本期利率债发行招标的认购倍数较高，10年期国债—16付息国债04(续发)发行认购倍数在2.65，10年期政策金融债—16农发05(增5)认购倍数达到3.35，可见配置需求依然较为强劲。我们认为10Y国债YTM下限至少将破2.8%，提请注意的是，短期或有交易盘获利了结，债市或将震荡。
7	海通证券	通胀回升，曲线趋陡	通胀回升，曲线趋陡，需防风险 货币利率区间震荡。上周银行质押回购利率连续两日突破2.5%，还面临超1万亿逆回购到期，央行做出降准决定，缓解资金紧张。下周公开市场到期3200亿，央行依然会维稳资金面，预计R007合意波动区间依旧为2%-2.5%。通胀回升曲线趋陡。2月PMI再创新低，短期经济仍低迷，近期大宗商品暴涨，滞胀风险升温。历次通胀反弹均伴随着长端利率回升，推动利率曲线陡峭化，将不利于债市表现。赤字率提升增加供给，债市主防风险。债市面临通胀、贬值、宽信贷、供给冲击，需防风险，维持10年国债区间2.8-3.2%，10年国开区间3.2-3.6%不变。
8	招商证券	关注各地如何因地制宜去产能	关注各地如何因地制宜去产能。今年信用问题的焦点是去产能和僵尸企业处置。涉及到相关行业和主体的信用状态，主要有以下三大问题需要明确：如何界定去产能和制定僵尸企业标准？如何推进去产能和处置僵尸企业？以及在这个过程中涉及的债务问题如何处理？近期，几个主要的煤炭和钢铁大省，逐步开始披露各自因地制宜的政策举措，比如山东安徽和河北。总结各省已有的信息，对僵尸企业的界定大同小异：资产规模较小、长期亏损、负债过高、停产停业；对于资产规模较大、半停产状态的国有大型企业，目前还没有具体的政策。除上述几省外，晋陕蒙、黑龙江、辽宁、河南等煤炭钢铁大省也值得关注。在政策路径和执行标准均未明确以前，对于煤炭钢铁等行业产业债，建议依然自下而上优选龙头和高等级国有主体。关注重组的可能、关注市场流动性，适度杠杆。
9	中金公司	利空阶段性出尽，机会显现	我们认为未来3-6个月内整体通胀包括CPI和PPI都有下行压力，从博弈的前瞻性而言，未来的环境对债券依然有利。鉴于2月份以来长端利率有所上调，收益率曲线变陡，目前长端利率债具备更好的吸引力。投资者可以重新增加中长期利率债配置。更为灵活的交易性投资者可以关注国债期货做多的机会，尽管近期国债期货的快速上涨某种程度上修复了期现基差，但整体而言，期货仍相对于现货贴水，期货价格更具有吸引力，买入国债期货比单纯买入现货更好。
10	银河证券	短期利率下行空间有限	杠杆息差短久期策略：资金面依然稳定偏松为主，7天回购利率或维持在2.3%左右的水平。财政赤字增加，地方债存量置换等使债券供给压力增加，债券供给已在2月份春节后加速放量，上周债券市场净融资额5800亿元。加上房地产去库存力度增加导致的融资需求释放均会使之之前的“资产荒”得到改善。2月CPI反弹至2.3%，国际大宗商品价格上行使货币政策宽松面临一定约束，短端利率下行空间有限。另外中国经济保增长力度增加，短期长债缺乏确定性投资机会。建议久期控制在3左右。另外，人民币贬值压力虽然暂时缓解，但美国经济数据强劲其货币政策走向依然会扰动新兴市场流动性，因此杠杆不宜过度。

11	中信建投	趋势拐点还需等待，长债已进配置期	原因在于市场对于通胀的担忧并没有减弱，近期生产资料价格上涨较快，3月的通胀数据较2月也不会有大的下行，总量货币政策近期也不会有新的动作。上周的下行更多还是前期悲观情绪的一个修复，包括前期对政府重回需求侧刺激的预期、通胀的过度担忧。基本面的转向可能还是需要等待3月数据的确认。但长期国债已经进入了配置期。债券市场利空进一步发酵的空间并不大。经济下行、价格下行的确认也只是时间问题。
12	广发证券	“非稳态”延续，维持债市谨慎观点	债券市场仍然处于“非稳态”，流动性波动、资金供给不稳定性依然是重要风险因素。“两会”将明确今年经济增长目标、财政赤字、地方债置换等关键信息，有可能修正前期过于悲观的经济预期，同时进一步明确债券供给压力。近期经济数据可能修正周期判断，比如2月CPI增速可能进一步上行至2以上，而新增信贷仍可能继续维持高位。若无进一步货币宽松，市场将更多从风险角度理解增量信息，从而形成收益率上行压力。
13	中银国际	社融回落通胀升，震荡行情延续	上周由于数据预期较差，利率总体呈下行。然而数据落地后，可能短期内新一轮的影响因素将再次回到政府稳增长政策的预期上来，再加上开工季生产或季节性环比企稳反弹，利率预计仍将以震荡行情为主。总体看，在基本面以及央行做平资金利率曲线的情况下，利率下行的趋势仍将延续。信用债方面，近期信用负面事件增多同时也步入年报披露期，我们仍坚持高等级为主，谨慎对待产能过剩行业债券。
14	中投证券	一切都没有改变，利率债仍具备中期投资价值	从1-2月份经济增长数据来看，受制于中长期债务压力和货币收紧的影响，经济增速进一步下滑的趋势并没有改变。2016年经济增长“达标”困难重重，货币政策最终将从“稳健”向“适度宽松”转变，其信号就是短期回购利率的进一步下调。在这样的背景下，中长期利率债仍具备投资价值。
15	安信证券	投资不起，债市不伤	投资，特别是私人部门的投资，从根本上是对于盈利的反应，而盈利则是在长期决定收益率走势的核心变量；短期来看，投资和融资需求会展现出明显的相互促进，而融资需求的变化与收益率呈现反向相关。目前中国无疑正在经历一场重大的危机，虽然不是十分正则，站在目前的时点，我们大体可以简洁的用一句话来概括债市的拐点，即“投资不起，债市不伤”。
16	光大证券	2月份数据大幅低于预期，长端空间释放	总体来看，我们认为现阶段基本面仍然支撑债券市场，在2月份低于预期的数据带动下会出现快速下行，10Y国债大概率触及前期低点，即2.7%的水平。但是随着下半年经济边际企稳，利率的下行空间或有限。全年来看，利率的交易性价值大于配置价值，10Y国债全年估值中枢低点在2.6%。