市场概述
Market Overview

债市调整尚未结束

文/ Frank Sun

CFETS-ICAP 2015/06/19

市场调整尚未结束，除了经济基本面还勉强支持债券市场以外，股债轮动和供需矛盾仍然是导致债券市场“牛”不起来的两个最为重要因素。由于目前债市处于调整过程中，虽然仍未出现比较明显的调整，但是风险正在不断积聚，看多的投资者需要足够的耐心继续等待，建议不要急于抄底，静观其变，等待市场发出的信号。此外，“股债双牛”已然成为历史，总有一头牛要先走。在股债大类资产配置切换的大背景下，主动拥抱变化，拥抱波动，应该成为大部分投资者的最优策略。

全球范围来看，大类资产配置层面上，债券已经成为明日黄花。从全球视角来看，2015 年的债券市场相对于 2014 年是比较惨淡的一年，各种利空频出，债券作为一大类资产已成明日黄花。2014 年全球债市皆牛市，各国 10 年国债均下 60-200bp，但 2015 年来各主要国家利率以震荡上行为主，普遍反弹 0-30bp，仅中、德国债利率下跌；反观风口上的资产，欧洲股市涨幅最大，超过 15%，日美也普遍上涨；另外，原油价格从 2015 年低点反弹 40-50%，铜和锌等工业金属也反弹 15%以上。

值得一提的是，利率债的净供给甚至远远超出我们的预期。2015 年有 2 万亿置换和 7000 亿新发地方债，意味着未来平均每月发行量超过 2500 亿。发行继续加速，对银行配置尤其中长端利率债有较大挤出效应，导致压缩传统利率债配置，将资金投向更高收益资产。地方债务置换，导致银行资产结构大幅改变，银行资产结构再平衡。预计 2015 年地方政府债务到期 3 万亿，通过准利率债以替换原有信贷、非标和城投债，导致新增贷款比重从 46%降至 35%，类信贷融资从 9%降至 6%，债券则从 32%激增至 45%，导致新增债券占比大幅提高，银行买新

债意愿明显萎缩。

另外，地方债发行利率越低，对中长端利率债的挤出影响越大。已发行的地方债利率普遍紧贴国债区间下限，刺激地方政府通过低利率债券置换原有负债的意愿强烈。客观上，发行低利率降低了央行大幅放松帮助地方债发行的必要，央行 MLF 净回笼、PSL 低于预期以及定向正回购，即反映央行放水意愿下降。此外，招标越低、银行亏损幅度越大，对低收益资产挤出影响越明显。政府稳增长如果是以增加长期低收益利率债为代价来加杠杆，那么曲线变陡、信用利差缩窄恐怕是大势所趋。

祝节日快乐！

如果您对本文有任何评论和见解
请发电邮至：shmarketing@cfets-icap.com.cn
更多信息，请登录网站：www.cfets-icap.com.cn

免责声明 文中信息均来源于公开资料，上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点，并不代表公司的看法。