



变革 变局 变通

全球经济新常态与中国债券市场

2019年12月27日 · 北京

主办



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Financial & Development



第一创业
FIRST CAPITAL

承办

第一创业债券研究院

2019中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2019年12月27日

2019中国债券论坛

尹占华：宏观形势与债市分析

大家好，连续三年第三次来到这个论坛，很荣幸。

刚才李扬老师和两位朱老师高屋建瓴，因为他们站得高，望得远，用望远镜给我们指明了前进的方向和奋斗的目标，但是脚下的路还要一步一步走。我现在从券商资管角度简单跟大家分享一下我们对市场的看法。

我分三大部分：回顾、宏观形势与债券分析、结论与策略，最后还有一个小彩蛋。

首先我们来看“回顾部分”。我是连续三年来到这个论坛，第一年是以主持人的身份，2017年12月23号论坛上作为主持人身份，结束的时候我说“作为主持人不便于表达自己的观点，但大家如果问我的观点，就是越跌越加，坚持底线思维做交易”。事实上我们也是那么做的，加大久期做高杠杆。下面来看我们产品的业绩，2018年我们的债券委外平均收益是10.1%，远远超过市场的平均水平。同时，获得2018年年度公募债券型基金和券商理财产品金牛奖的平均收益才7.66%。

尹占华

第一创业证券股份有限公司
董事总经理、资产管理部负责人

再看上次中国债券论坛，即 2018 年 12 月 22 日，那天冬至，也是在这个地方，那时候我不是主持人，是发言嘉宾。大家如果去年参会的话，可以看看，那时候的观点是不是现在都得到验证了？

当时的结论是，权益政策底已现，市场底已现或者不远，股票结构性配置和交易价值均值得期待。所以，那时我们非常看好 2019 年的股票市场。

债券市场策略方面，当时指出利率债和超 AAA 信用债空间有限，所以要降低久期。配置中高等级信用债，就是有原则性的下沉资质，吃票息和杠杆套利为主。而且我们看好股票，所以转债是一个非常好的配置资源。那时候转债转股溢价率许多都是 10% 以内，甚至 5%，纯债到期收益率在 2% 以上，机会成本很低，进可攻、退可守，性价比很高，年初我们埋伏了不少。

埋伏了之后，转债一季度长了 20% 多。

关于 2019 年策略演变，刚才讲的是总体策略，我们根据市场变化情况相机抉择，年初是债券的防守反击，以中高等级信用债和可转债为主要标的、缩短久期、高杠杆。到了 4 月下旬进行调整，即大幅减仓转债加仓高等级信用债和利率债。到了 5 月份，包商银行事件，我们卖了一部分债，重点加仓交易所 AAA 可抵押债券，融资比较便利。6 月份加长久期，重点加仓中长期利率债和中长期高等级信用债。9 月份以防守为主，大幅度缩短久期，重点减持 3 到 5 年期信用债以及中长期利率债，加仓部分优质转债，另外，有原则性的下沉资质，重点加仓短期限的优质地产债和 1 年期 ABS。

今年的业绩怎么样呢？去年拿金牛奖的今年业绩仍然非常好，但是离我们差的很远，我们今年平均绝对收益率截止到 12 月 20 号是 8.3%，而金牛奖产品平均 5.5%，市场平均是 3.98%。

工行资管在我们这儿有 30 亿委外，去年做到工行资管全国 50 家委外第一名。作为工行资管的委外管理人，本身就是一种荣耀，我们排名第一，可谓“王者荣耀”。今年以来也是走的非常稳，也超过 8%，在工行委外排名还是名列前茅。

我们的对流动性要求比较高的三个月定开纯债理财是由我们部门投资总监肖盼直接管理的。今年以来，业绩已经超过 9%，且历史最大回撤比较小。比 65 只三个月定开纯债理财公募基金中的第一名还高了 36%。

下面我们看一下宏观形势和债市分析，前面老师讲了很多，我简单提一提，重点是后面的结论。

全球宏观经济形势不用说了，持续往下走，预期今年 GDP3.0%。

国内方面，中国上市公司金融和地产板块占有 A 股利润的 65%，所以我国经济有点儿畸形，所以要“房住不炒”，政府非常坚决的进行经济结构调整。

总体来说，我国经济将来会大体呈现“L”型的情况下震荡下行，但是会越来越健康，机会反而越来越多，股票债券基本上都有机会。

下面看一下目前资产端和负债端是不是匹配，从 2018 年年初到现在，资产端下了很多，而负债端相对刚性，下的比较少。三年期 AAA 收益率为 3.52%，全国股份制银行一年理财收益基准大概为 4.33%，小银行成本更高，有的超过 5%。

可见，目前优质资产已经覆盖不了负债端的成本。所以，现在绝大部分机构都在有原则性的下沉资质。我们在防范信用风险的情况下积极挖掘信用债估值洼地。在目前优质资产荒以及信用债到处暴雷的情况下，大部分资金都堆积在安全的债券上面，特别是 1 到 5 年期，利差压的很低。如果一味防守，配置这类资产，持有到期肯定覆盖不了成本。所以要下沉资质，向信用风险要收益，对团队的信用挖掘能力、风险定价能力都提出了更高要求。

另外，明年降息力度预计更大，现在从央行货币政策报告包括国家领导人发言，都很清楚透露这个方向。

最后说结论与策略。

我们的结论，慢就是快。在经济结构内部不良，宏观杠杆率过高，还要维持汇率稳定，以及外部贸易战等因素掣肘下，我国政策空间有限。经济中长期将面临较大的下行压力，大体呈现“L”型的情况下震荡下行。另外，目前通胀大概率是结构性通胀，基本面对债市长期有利，所以债券调整就是机会。在逆周期调控、工业补库存、明年初基建加码、房地产边际放松以及减税降费效应下，2020 年我国经济有可能会企稳。预计 2020 年股债都有结构性机会，但是空间不大。

我国会逐步走向低增长、低通胀，必然带来低利率和低波动，未来具有较高确定性收益的资产会更加稀缺。所以，自下而上精选个股和个券会更好。

目前我们策略就是向风险要收益，将来策略可能会灵活调整。由于大量资金堆积在 1 到 5 年期安全资产上面，导致这部分资产收益率过低，我们不能按

常规出牌，大家都抢，我们就不能抢了。可以考虑两端，一是一年期地产债，一是超长期利率债或超 AAA 信用债，都具有估值洼地。向风险要收益，一是市场风险，一是信用风险。市场风险就是重点关注短期地产债和 ABS，可预见的一年之内都非常安全，例子就不举了，有很多，我们目前拿的大概不超过 10 个，都是精挑细选出来的。

另外关于个别中等城投以及个别高收益债或垃圾债机会较大。

市场风险主要考虑超长利率债和超长信用债，20 年、30 年，包括 50 年国债。举个例子，30 年期国债，目前 3.8% 到期收益率，如果拿 10 亿帐户，3.8% 买 10 亿 30 年国债，在交易所融资 1 倍杠杆，未来 30 年，融资成本按平均 2%，一年就是 5.6% 的收益，并且免税，性价比还是很高的。

权益方面，科技为矛、股息为盾，消费相机而行，我们现在做债券，重点考虑“股息为盾”，有一些现金牛的大蓝筹，比债券收益率好了很多，比如工行最近 5 年，平均每年超过 10%，长江电力超过 16%。过去 15 年长江电力年化复利超过 13%，格力电器过去 15 年每年超过 38%，这种大蓝筹收益远远好于低利率时代 AAA 债券。

最后给大家一个彩蛋，就是选择什么样的机构合作。根据美国和欧洲资管行业经验，资金重点向头部机构和特别领域专家也就是细分龙头集中。国内这个趋势也越来越明显，我们第一创业肯定不是头部，但肯定是细分领域龙头。因为我们以固定收益为特色，以资产管理业务为核心，在中国券商里面，固定收益特色最鲜明的毫无疑问就是第一创业。近期资产管理规模在全行业排第 15

名，2003 年进入银行间债券市场以来，现金交易额连续进市场前 5 名，另外有银行间正式做市商资格，券商只有 5 家，我们是其中之一。

所以选择合作机构，不能只选择头部券商，也要考虑具有鲜明固定收益特色的细分龙头，比如说第一创业，祝大家新年快乐，谢谢。