

“双杀”难续 股起债落露苗头

□本报记者 王姣

近一周多,“股债跷跷板”现象突然消失,取而代之的是“股债双杀”:10年期国债收益率大幅上行19BP,重回3.65%关口;上证综指也跌逾3%,创出本轮新低2653点,资本市场情绪低迷。

谁是引发这一轮“股债双杀”的“罪魁祸首”?机构分析称,根据经典的美林投资时钟理论,股债齐跌,反映滞胀预期,近期部分商品价格创出年内新高,也从侧面印证市场对滞胀的担忧。但综合分析,年内出现滞胀的可能性不大,伴随市场风险偏好回升、人民币企稳反弹,下一阶段市场行情可能会切换至股强债弱。

从“跷跷板”变“双杀”

“最近一周多的时间,大类资产表现最突出的特征是:今年以来相当明显的‘股债跷跷板’现象消失,取而代之的是‘股债双杀’。”8月21日,国泰君安固收首席覃汉在最新研报中表示。

近期债券市场出现一波明显的调整行情,8月6日以来,代表性的中债10年期国债收益率从3.46%上行至3.65%,上行幅度达19BP;中债10年期国债收益率也从4.05%的年内新低快速上行至4.22%,累计上行了17BP。

业内人士认为,近期债券市场加速调整,主要受三方面因素的影响:其一,财政金融稳增长加码,宽货币正向宽信用传导;其二,地方专项债加快发行,利率债供给高峰已至;其三,尽管货币政策边际宽松态势不变,但资金面出现边际收敛迹象。

“导致债市下跌的原因在于积极财政的加码。”海通证券姜超表示,一方面,7月份以来地方政府债券发行加速,最近两个月的政府类债券净发行量都接近万亿规模。政府大幅发债会使得财政存款上升,相当于变相紧缩流动性。另一方面,积极财政的加码预期使得钢铁、煤炭、焦炭等商品价格上涨,同时压力大规模举债的预期加剧汇率贬值压力,可能带来食品、石油等领域的输入性通胀,产生了经济滞胀的预期,也对债市短期不利。

国海固收靳毅、张亮同时表示,8月初以来,伴随着城投债投资风险担忧的缓解,城投债融资明显反弹,市场对信用风险的担忧有所下降,因此流动性堆积银行间的现象有所缓解,DR007利率重新回到公开市场招标利率之上,利率互换也从底部反弹。另据7月份金融数据,商业银行资产端相比上半年有所扩张,非标仍是处于收缩的状态,但是表内信贷增长明显,尤其是企业中长期贷款出现反弹,反映宽货币向宽信用有一定的传导。此外,央行连续干预,人民币汇率守住“7”的底线,市场情绪企稳利好权益市场,对利率形成利空。

从上述逻辑出发,稳增长将渐显成效,金融数据将出现企稳,汇率风险下降,股票市场的表现也有所反弹,但近期股票市场同样表现不佳,8月20日,上证综指盘中下探2653.11点,较6日开盘价2736.53点大幅下跌约3%。

□本报记者 马爽

8月21日,债券市场呈现震荡走势,期债涨跌互现,现券持稳居多。市场人士表示,流动性边际收敛和供给压力仍制约债市上涨,风险偏好提升也构成不利影响,短期看,债券市场恐难有大行情。

债市窄幅震荡

21日,债券市场波动不大,在经历此前连续下跌后,转为窄幅震荡走势。中金所国债期货涨跌互现,幅度有限。其中,10年期期债主力合约T1812收盘上涨0.05%,5年期期债主力合约TP1812跌0.05%,2年期期债主力合约TS1812跌0.03%。

昨日现券市场波澜不惊。10年期国债活跃券180205成交在4.28%—4.30%,尾盘成交在4.28%,与上一日持平;

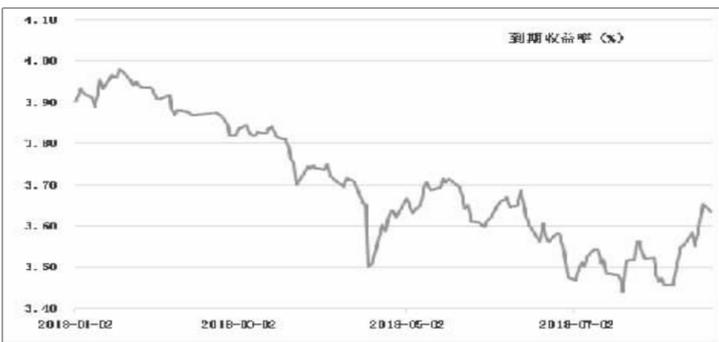
铁路总公司将招标200亿铁路建设债

中国铁路总公司将于8月22日公开招标发行2018年第十二期中国铁路建设债券,发行规模共200亿元。

据了解,本期债券分为5年期和10年期两个品种,发行规模各为100亿元。本期债券将通过银行间债券市场招标发行系统招标发行,通过承销团成员在银行间市场以及沪深交易所向机构投资者公开发行。

本次招标标的为利率,5年期品种的招标利率区间为3.38%—4.38%,10年期品种的招标利率区间为3.53%—4.53%,最

2018年以来10年期国债中债到期收益率走势



滞胀预期升温

这并不是资本市场上第一次出现“股债双杀”。比如今年2月初,受外围美股崩盘的拖累,A股也突然大跌,与此同时,受通缩“预期差”的影响,债券市场连续走弱,由此也酿成了持续若干个交易日的“股债双杀”。

这一次是什么因素引发了“股债双杀”?与上回一样,外围因素仍是导火索,受土耳其金融动荡影响,全球避险情绪快速升温,短期内人民币较快贬值,市场出现“股债汇三跌”的现象。

“上周四开始人民币汇率已经隐现升值的拐点,国内市场的股债双杀更多的是受情绪所驱动,市场只看到了共性的。从经济韧性、债务负担及偿付能力多个角度来看,新兴市场的系统性风险很难扩散到中国。”覃汉认为,历史上大范围的股债双杀行情出现条件较为苛刻,当前市场的普跌可能更类似于今年2月份,最终证实仅仅是一个短暂冲击。

但进一步分析,不少机构认为,近期股债双杀,反映了市场对滞胀的预期升温。姜超团队指出,根据经典的美林投资时钟理论,在经济和通胀的不同组合下,资产价格会有不同的表现。比如上半年股市下跌、债市上涨,通常对应经济下行、通胀回落,也就是隐含了经济衰退的预期。而只有在经济下行通胀上行期,也就是在经济滞胀的环境下,才会出现股债齐跌、商品价格上涨。而上周部分商品价格创出年内新高,也从侧面印证市场突然从经济衰退的预期转向了担心经济滞胀风险。

从目前的实际形势看,似乎也存在一定滞胀风险。联讯证券指出,所谓“胀”在于,工业品与生产资料价格由于供给过快收缩而持续上涨;美国进口商品与原料价格上涨叠加人民币贬值可能带来输入性通胀。“滞”则源于宽信用效果的乏力,外部风险的冲击等。

“正是因为滞胀预期的出现,使得市场非常悲观,一方面流动性收紧和通胀预期使得债市下跌;而另一方面,利率上升不利于股市估值,经济下行预期又不利于股市盈利,使得股市也出现大幅下跌。”姜超表示。

中信证券明明表示,近期股债同时下跌,重要原因之一是市场担心滞胀问题。

180210午后回落到4.22%,与上一日持平。

10年期国债活跃券180011尾盘成交在3.63%,较上一日下行1BP。

早间国开行招标的3只金融债表现一般,除1年期品种外,3年期和5年期债券中标收益率均高于二级市场估值水平,3只债券投标倍数均低于3倍。

除了这3只国开债之外,黑龙江、浙江、贵州3地于21日发行了地方债共15只,面值总额649亿元。当天一级市场利率债发行量达到968亿元。

另外,A股上证综指在创下今年新低之后,已连续两日反弹。21日,上证综指收盘上涨1.31%,收复2700点关口。

风险有所释放

近期市场利空因素较多,债市经历了较大幅度调整,这些利空包括:资金面收紧、地方债供给提速、宽信用预期升温、通

胀担忧重燃、人民币汇率贬值等等。

展望后期,地方债供给提速仍将给市场投资带来一定影响。一是地方债发行缴款会影响流动性。二是地方债大额发行会占用银行投资额度,相应挤出银行对其他债券产品的需求。这些都是前几年曾经发生过的事情。从近期市场利率走势来看,地方债发行造成的影响已经有所显现。而今后一段时间,地方债将持续处于发行高峰期。

宽信用已成为政策发力的方向,虽然制约因素不少,过程未必会很通畅,但是预期难以证伪,对市场情绪的影响难以消除。从最近股市走势上看,风险偏好有抬头迹象,对债市走势的影响也值得关注。另外,近期投资者对通胀的担忧重燃,滞胀的声音开始出现。中短期看,食品上涨压力、人民币贬值以及一二线城市房租大涨都会带来一定的通胀。短期来看,张担忧重燃、人民币汇率贬值等等。

国开债招标结果分化

8月21日,国家开发银行招标的3只增发金融债表现分化。业内人士称,地方债供给加快,对其他利率债的挤出效应显现,近期一级市场分化可能加大。

国开行此时招标的是今年第八期3年期、第九期1年期和第十一期5年期金融债的增发债,本次分别计划发行126亿元、101亿元、92亿元。据了解,此次1年期国开行增发债中标收益率为3.2473%,全场倍数2.79;3年期增发债中标收益率3.8257%,全场倍数2.17;5年期增发债中标收益率4.0268%,全场倍数2.33。

现阶段国内出现滞胀的可能性都不太大。股债齐跌,更有可能是各有各的烦恼。”覃汉表示,其一,从供需角度分析,作为世界工厂,中国的供给相对于需求整体“过剩”,在这种情况下,需求侧的基建拉动并不会带来滞胀的结果。事实上,由于基数效应,未来PPI大概率进入一段相对快速的下滑期。其二,从国际因素看,很难再出现地缘冲突事件,导致石油价格的飙升,且中国的工业体系完备,整体是顺差国,对于进口的依赖较小,加之人民币汇率将以稳为主,输入型通胀预期整体平稳。其三,中国的M2整体上处于历史的低点,刺激政策也以财政+基建为主,货币政策的问题不在超发,而在传导不畅。从货币主义的视角来看,中国目前并不符合滞胀的条件。

“如果滞胀不足为虑,股债双杀就不大可能持续,下一阶段市场行情可能会切换到股强债弱的格局,一是宽信用的效果将逐步显现,二是中美贸易对话重启。”覃汉表示,展望未来,债市的主要逻辑已经发生变化,虽然下跌过快之后或许有博取反弹的机会,但是利率下行空间和时间均比较有限。

尽管机构对短期市场看法偏谨慎,但对于中长期债市的判断似乎并未动摇。如民生证券表示,当前市场风险偏好没有发生改变,近期的股债双杀更多的是受流动性可能收紧和前期行情透支影响,短期来看利率债行情或将波动,但不代表本轮债市的彻底终结。长期来看,政策对冲经济下行的有效性还有待观察,决定大类资产轮动的风险偏好中权仍在经济基本面,债市不必过度悲观。

观点链接

中信证券:滞胀言之过早

近期股债双杀体现市场对基建拉动经济的预期,目前滞胀言之过早,而回到基本面,若考虑到基建的投资效益下滑、对民营经济的挤出效应以及地方政府融资基础不牢等现实原因下基建的力度可能受束缚,在此背景下若要维持经济年内6.6%—6.8%的增速,制造业需要13%—15%增速才能为经济托底。债市短期存在一定超调,目前的点位可能向预测区间反弹,维持10年期国债收益率在3.4%—3.6%区间的判断不变。

申万宏源:通胀预期短期利空债市

我国当前通胀水平并非高位,但在短期多因素扰动下,通胀预期短期难证伪,后期继续关注油价及粮食价格。大宗商品方面,前期环保以及供给侧改革举措,叠加市场对基建投资修复的预期起来,国内大宗商品价格短期存在一定刚性,但考虑石油价格已经高位回落,叠加PPI基数大幅走高,预计8月及之后PPI将持续下行;猪肉及粮食方面,猪价上行趋势可能将持

续,但猪肉在CPI中占比较小,实质性推升通胀至高位的概率不大。当前通胀并非高位的概念,而是通胀预期的变化,短期对债市偏空。

联讯证券:适当参与博反弹

如果真进入滞胀形态,那么宽货币的基础可能会逐渐丧失,依据2011年的经验来看,市场可能呈现的是短端上行、长端利率横盘的格局,届时以货基为代表的现金类产品将是表现较好的资产。就目前来说,长端经历了一段时期的下跌后,风险已经得到了一定的释放,虽然地方债供给压力未见解决,对滞胀风险与宽信用效果认知尚不明朗,但前期的跌势已经对此有了一定的反映,可以快进快出,适当参与博反弹。

国海证券:利率上行提供入场机会

综合来看,近期债市和股市反映的预期是不同的,债券市场反映的更多是当下的供需矛盾以及风险偏好的阶段性回升,股票市场反映的是对未来经济走势更加悲观的预期。对于后续市场而言,长端利率阶段性的上行可能提供更好的入场机会。(王姣 整理)

这些对债市不利的因素暂时还难以消除或证伪,债市可能难以走出大行情。但一些机构人士也提示,市场利率运行的趋势难言逆转,经过近期较快调整,风险已有所释放。

中信建投最新固收研报指出,去杠杆大方向不变,监管节奏调整不会改变非标下滑趋势,加之流动性政策延续“合理宽裕”基调不变,债市慢牛的逻辑仍然牢固。当前国债各期限收益率历史分位数均处于50%上方,配置价值已较为明显,随着后续经济及社融数据进一步验证下半年经济下行,仍有交易性机会。

中信证券明明亦称,当前经济有“滞”,但“胀”不足,滞胀的风险可能不像市场预期那样悲观,在此基础上看,债市短期存在一定超调,目前的点位可能向合理区间回归,维持10年期国债收益率在3.4%—3.6%区间运行的判断不变。

从定价上看,除了1年期债券发行收益率仍低于二级市场估值以外,此次3年和5年期债券发行收益率均高于估值;从投标倍数来看,3只债券均未超过3倍,显示机构参与意愿不高。

近期利率债一二级市场行情均有所降温。业内人士认为,这可能与地方债造成的短期供给压力较大有关。地方债密集发行,一是占用银行投资债券额度,二是加大短期流动性波动,三是提振了宽财政和宽信用的预期,对债券市场走势有一定的冲击。(王姣)

央行连施净投放 回购利率涨势放缓

8月21日,央行继续实施流动性净投放,规模缩减至500亿元。市场资金面由紧及松,货币市场利率涨势放缓。市场人士预计,央行将结合地方债发行缴款、财政支出节奏等影响流动性供求的因素,灵活开展操作,平抑货币市场波动,市场资金面整体保持平稳偏松仍是大概率事件。

央行连续实施净投放

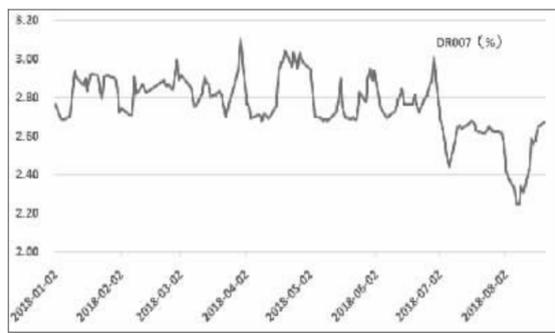
21日早间,央行连续第4日开展逆回购操作,交易量由上一日的1200亿元缩减至500亿元,因无央行流动性工具到期,故全部实现净投放。若算上15日的MLF操作,央行已连续5日通过公开市场操作实施流动性净投放。

得益于央行重启并连续实施资金投放,自本月中旬出现的货币市场利率较快上涨现象有所缓和。8月21日,银行间存款类机构回购利率上行居多,但窄幅收窄,其中隔夜回购利率持稳在2.63%,代表性的7天期回购利率跌1BP至2.66%,跨月的14天回购利率小涨近3BP至2.95%。1个月和2个月回购利率均上涨约16BP,涨幅相对较大。

21日,交易所债券质押式回购利率全线回落,上交所隔夜回购利率收盘跌35BP,7天利率收盘跌18.5BP。Shibor利率仍全线走高,幅度缩窄。隔夜Shibor涨1.1BP,1周Shibor涨0.7BP,3个月Shibor涨2.6BP。

市场人士称,21日早间银行间回购市场流动性紧平衡,隔夜融出不多,多以加点成交,在央行实施逆回购操作后,银行融出增多,资金面开始缓和,临近午盘已经有减点资金融出,午后持续宽松到收盘,资金面整体要好于上一日。

2018年以来存款类机构7天期债券回购利率走势



多只城投债实施提前兑付

昌吉州国有资产投资经营集团有限公司公告称,将于8月31日提前兑付“13昌吉国投债”剩余本金及应计利息。据了解,昌吉国投已于7月17日召开本期债券持有人会议,审议通过了提前兑付债券余额的议案。公司将于8月31日提前兑付本期债券的剩余本金及应计利息。

根据2016年的“国办88号文”,对于非地方政府债券形式的存量政府性债务,有两种偿还选择,如果债权人同意在规定期内置换为政府债券的,则置换为政府债券并由地方政府偿还本息;如果债权人不同意置换为政府债券,则仍由原债务人承担责任,对应的地方政府限额由中央统一收回,地方政府仅在出资范

评级追踪

洪业化工 评级遭下调

中诚信证评日前发布公告,将洪业化工集团股份有限公司主体和“16洪业02”债项信用等级下调至CC,并将其继续列入信用评级观察名单。

中诚信证评表示,2017年以来洪业化工因经营环境发生变化,经营业绩出现重大不确定性,部分产能停产未能复产,经营及管理风险持续加大,且引进战略投资者进行重组计划未达预期,已于2018年7月25日进入破产重整程序。

中诚信证评于2016年5月首次给予洪业化工主体及“16洪业02”债项信用等级均为AA。2017年6月,中诚信证评宣布下调洪业化工主体及“16洪业02”债项评级至BBB-,并将主体和债项均列入信用评级观察名单。

资金价格上涨空间已不大

目前央行公开市场操作已转向以平抑地方债发行缴款对流动性的扰动为主。央行交易公告连续两日提到,开展逆回购操作是为对冲政府债券发行缴款等因素的影响。

本周地方债发行进一步加快。据Wind数据统计,本周计划发行的地方债规模已达279亿元,将超过7月9日至15日当周的2164亿元,创出今年以来地方债单周发行量新高。进一步统计显示,从8月16日开始,最近每日地方债发行量均超过500亿元;从8月17日开始,每日地方债缴款量均超过500亿元。

由于国债、地方债等政府债券发行缴款,会造成基础货币回笼,对短期银行体系流动性有一定的影响。8月中旬以来,货币市场流动性有所收紧,市场利率有所反弹,就被认为与近期地方债发行缴款规模较大有关。

结合机构测算数据来看,当前到10月底尤其是8、9两月地方债发行力度有所加大,预计后续仍将结合地方债发行缴款、财政支出节奏等影响流动性供求的因素,灵活开展操作,平抑货币市场波动。往后看,随着月末财政支出增多,市场资金面整体有望保持平稳偏松局面,货币市场利率继续上行空间已不大。(张勤峰)

联合资信21日发布公告,对上海华信国际集团有限公司2017年度第五期超短期融资券未按时足额偿付债务融资工具本息表示关注。

上海华信于8月20日公告称,截至到期兑付日,公司未能筹集到期偿付资金,不能按期足额偿付“17沪华信SCP005”本金及利息。联合资信表示,鉴于“17沪华信SCP002”、“17沪华信SCP003”、“17沪华信SCP004”、“17沪华信SCP005”和“17沪华信MTN001”均已构成实质性违约,联合资信确定维持上海华信的主体长期信用等级为C,并维持“15沪华信MTN001”和“17沪华信MTN002”的信用等级为C。(王姣)