

隐忧不少 利率债遇考验

□本报记者 王姣

最近两周,中美债市背道而驰,10年期国债利差快速走扩至80BP左右,重回“舒适区间”。市场人士指出,近期美债大涨主要受益于全球避险情绪升温,中债大跌则归因于经济预期改善。往后看,美联储9月大概率加息,或带动美债重回跌势,而出于稳汇率的需要,中国央行可能“加息”,叠加国内“宽信用”效果渐显、通胀预期升温及供给压力等,市场对利率债的偏好可能继续降低。

中美利差扩大至80BP

近期,中国债市与美国债市走出截然不同的行情,中美利差重回“舒适区间”。8月7日以来,美国10年期国债收益率从2.98%下行16BP至2.82%,中国10年期国债收益率则从3.49%一度攀升至3.65%。一涨一跌之间,两者间利差快速走扩至80BP附近,20日达到81BP,创5月底以来新高。

此前两个多月,“宽货币”刺激中国债市持续走牛,10年期国债收益率从3.60%一路下行至3.44%;“加息+缩表”进程下的美国债市则震荡寻底,10年期美债收益率从2.77%震荡回升至3%。走势背离之下中美利差快速压缩,不仅跌出4月份央行行长易纲在博鳌亚洲论坛上提及的80至100个基点的“舒适区间”,甚至进一步下探至50BP下方,刷新2011年4月20日以来的低点46BP。

在市场对中美利差过度收窄表示担忧的时候,行情却发生了戏剧性的变化。业内人士指出,近期中美债市逆转此前走势,主要因短期主导行情的因素发生了变化。对美债而言,8月初开始,土耳其金融动荡席卷全球,市场避险情绪快速升温,资金不断涌入美债进行避险,由此推动收益率快速下行;对中债来说,随着积极财政政策加码,宽货币向宽信用传导,叠加资金面宽松程度收敛,地方专项债加速发行,利率债明显承压,10年国债由此重回3.65%附近。

“前期土耳其危机持续发酵,避险情绪蔓延,资金纷纷涌入避险资产致美债大涨;而后土耳其央行介入,投资者情绪逐渐稳定,加之超预期零售数据给予市场信心,美债收益率探底回升。”东北证券李勇点评称。

央行加息与否成焦点

随着美联储8月会议纪要发布,9月议息会议在即,市场的关注焦点也转回中美货币政策。业内人士普遍认为,美联储9月加息已是板上钉钉,在美国经济向好的情况下,美元、美债利率仍有继续上涨的可能。出于稳汇率的需要,中国央行很可能

宏信证券臧旻:不可轻言债券牛市结束

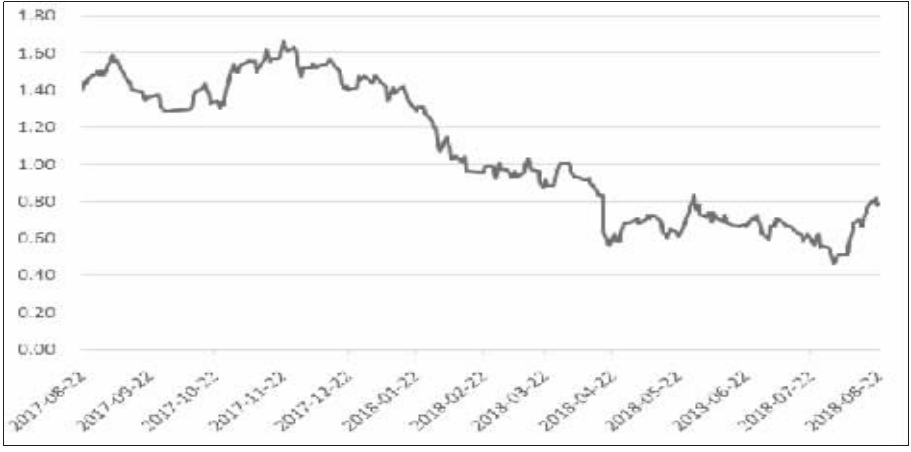
□本报记者 王姣

8月6日以来,长债利率出现接近20基点的反弹,可以明显感受到,投资者对行情的看法泾渭分明。目前市场的主要分歧是什么?长债还有没有机会?8月23日,宏信证券固定收益总部研究负责人臧旻表示,目前市场核心矛盾在货币政策上,预计政策重点将会从宽货币直接转向宽信用,当然货币政策保持适度的宽松仍然是大前提。目前来看,牛市仍难言结束,长债也并非没有机会,后续关键在于宽信用的效果。

中国证券报:未来货币政策将如何演绎?

臧旻:回过头来对这轮调整进行复盘,其实核心矛盾还是在货币政策上面。目前继续看多的投资者认为,货币政策依然能够维持宽松,各类利差在相

最近一年10年期中美国债利差走势



“加息”。

8月初美联储议息会议如市场所料并未加息,但美联储声明中多次提到“强劲”一词,罕见地评价“美国经济活动以强劲速度上升”,删掉了上次会议声明中的“稳健”一词。本周三(22日)公布的8月会议纪要同样反映出,与会美联储官员对美国经济至少近期内强劲增长很有信心。8月会议纪要显示,只要美国经济增长处于正轨,美联储就准备再次加息。

在此背景下,不少机构预计美元、美债收益率仍有上行空间。天风证券宋雪涛表示,“经济基本面整体向上仍驱使10年期美债利率向上,美元流动性收紧叠加美国强于其他发达经济体迫使美元指数上行。”

从中金公司的最新市场调查结果来看,目前投资者整体对其美元后续走势乐观,高达96%的投资者认为美元指数将高位震荡或继续走强。

面临美元升值压力,多数新兴经济体已经采取了相对紧缩措施。而人民币汇率随美元双向波动特征明显,这也就意味着,未来人民币汇率仍将面临一定的贬值压力。出于稳汇率的需求,市场人士认为,后续中国央行也很可能在美联储加息后采取“加息”措施。

中信证券明明表示,6月份央行出于内部环境稳增长和防风险的考虑没有上调公开市场利率,面对美联储9月份加息,出于保汇率和稳经济的考虑,央行大概率还是会选择上调公开市场利率。

“无论是稳定汇率,还是更为重要的平抑境内金融市场的大幅波动,都需要货币政策进行配合。9月份美联储加息已经是板上钉钉,这一次央行大概率将加息。”国泰君安覃汉称。

招商证券谢亚轩表示,今年上半年的组合是“汇率贬值+中美利差收窄”,为防止单边贬值预期的形成,“稳汇率”的需求在下半年大概率将有所加强,若美元指数、美债收益率进一步走高,中美利差预

对宽松的资金面之下,仍然会保持一个收窄的趋势;看空的投资者则对通胀相对悲观,并认为在货币市场利率过低的情况下,货币政策难以出现继续宽松的情况。

目前的情况是货币政策传导机制和投资者风险偏好出了问题,回购利率、无风险以及高评级品种收益率大幅下行,但中低等级信用债却出现了明显分化。往后看,对决策者而言,相关政策需要寻求有效的变革。如果继续保持货币政策的过度宽松,可能对宽信用仍然没有有效帮助。因此我们猜测下一步的政策重点将会从宽货币直接转向宽信用。

当然货币政策也并不会就此收紧,保持适度的宽松仍然是大前提,这也是市场投资者几乎不会认为当前就将面临牛熊转换的原因。长债也并非没有机会,长债的机会在于宽信用在诸多政策提振之后,

计难以继续维持在此前50—60BP的低位。

中债利率下行受阻

对中国债券市场而言,形势正在发生变化。近期一些机构提出债牛逻辑有所松动的判断,主要原因即是随着“宽货币”向“宽信用”传导,经济预期逐渐改善,同时货币政策稳健中性基调并未改变,难以进一步明显放松,在此背景下,中债利率下行将明显遇阻。

不少市场人士认为,央行数量型货币政策工具的使用基本已到极致,近期流动性甚至出现过度宽松的现象,目前的关键点在于促进信用扩张,一旦货币政策传导渠道得到疏通,信用扩张刺激需求改善,政策利率的小幅上调对经济的负面影响并不会太大,就此来看,目前不能排除央行上调公开市场操作利率的可能。

覃汉指出,随着地方债供给放量、宽信用政策不断,流动性不可能再回到8月

■观点链接

中金公司:强美元逻辑依然成立

目前美国经济总体仍然强劲,美元强势依然有基本面的支撑;美国股市仍处于高位,美债收益率相对较高也持续吸引了更多境外投资者配置,EPFR数据也显示今年境外资金持续流入美债市场,美元资产的吸引力仍然较高;贸易摩擦争端尚未解决,对全球经济的不确定性还会持续,避险情绪依然利于美元走强;全球货币政策的分化持续,欧央行近期表态偏鸽,而坚持渐进加息的美元,具备更高的吸引力,强美元的逻辑依然成立。

银河证券:中美利差压缩空间有限

当前人民币对美元汇率的位置并没有引发恐慌性资本外逃,但如果继续大幅贬值,资本外流的压力将增加央行的调控成本,将给国内流动性带来压力,尤其目前国内为促进信用扩张,缓解实体经济融

会不会有证伪的可能。

中国证券报:如何看待近期滞胀预期升温?

臧旻:至于现阶段市场对通胀,甚至出现滞胀可能的担忧,我们认为大可不必。出现滞胀的预期,根本原因在于各类金融产品的定价逻辑紊乱,而这一下乱的结果就是将诸多线索指向了滞胀这一可能。农产品的涨价预期来源于关税反制以及夏粮收购进度;猪肉价格的上涨来源于环保导致库存出清叠加非洲猪瘟的疫情冲击;黑色系商品的强势则来自于限产趋严对价格的影响;化工产业链则受到人民币贬值的影响多一些。上述诸多的通胀因素虽然各有不同,但都摆脱不了供给驱动的逻辑,反而推升全面通胀最重要的需求端因素我们暂时看不到,所以在这一情况之下,没有必要对通胀过度悲观。

美元反弹 人民币震荡回调

京时间18:30,离岸人民币报6.8794,跌326基点。

23日亚太时段,美元指数在连跌4日之后上演反弹。虽然美联储8月份议息会议纪要未能立刻刺激美元上涨,但是美联储加息预期升温,依然给予美元汇价有力支撑。截至北京时间23日18:30,美元指数报95.36,涨0.28%。

美元强势难言结束

市场人士认为,后期人民币对美元双边汇率走势在一定程度上仍将取决于美元指数的走势。从近期汇率走势上看,美元汇率波动的影响仍较为明显。

8月15日,美元指数盘中触及96.99点,创下4月以来反弹新高,但随后展开一轮调整,从8月16日起连跌4日,回到95附近。在岸人民币对美元汇率则在8月15日这一天跌破6.9关口,最低至6.9350,离岸人民币最低跌到6.9580元,均创了4月以

来调整新低。紧接着,随着美元指数高位回调,人民币对美元汇率双双展开反弹,连涨4日。美元走势对人民币对美元双边汇率的影响可见一斑。

对于未来美元指数走势,市场存在一定的分歧。中金公司固收研究最近做的一份投资者调查显示,56%的投资者认为美元指数将高位震荡,保持在94—98区间;40%的投资者认为美元指数后续还将继续走强,接近100甚至更高;仅有4%的投资者认为美元指数后续将高位回落,逐步降至接近90水平。从反馈来看,虽然存在分歧,但分歧集中在美元指数继续上行空间上,只有极少数投资者认为美元会大幅回落。

美联储刚公布8月份议息会议纪要,暗示其将在9月份再次加息。目前市场认为9月份美联储加息的概率达到约95%,12月份再次加息的概率也达到65%。

中金公司研报称,目前美国经济总

初的异常宽松状态。后续货币政策可能的演绎路径为,9月份跟随美联储加息,随后进行一次降准,在此之前,央行通过O—MO+MLF相机抉择进行量上的对冲,起到维稳流动性的目的。

近期一直高举多头旗帜的海通证券姜超也指出,7月份以来随着积极财政政策的加码,大规模政府债券的发行一方面收紧了货币市场流动性,另一方面帮助商业银行重新扩表,也使得通胀预期升温,使得债券牛市短期受阻。未来要密切关注政府债券发行的规模 and 影响,如果社会融资增速出现持续回升,那么债市或会继续承压。

中金公司最新调查显示,目前投资者对利率债偏好从上期的49%下降至34%。中金公司指出,目前市场对于利率债后期走势表示担忧,市场预计近期或出现阶段性的供给冲击,加上中美利差的局部倒挂以及人民币贬值压力上升,流动性宽松可能达到了阶段性的极限,后续可能难以更加宽松了。因此投资者对于利率债的偏好下降。

“考虑到后续的潜在冲击,长端利率的波段交易机会仍属鸡肋,手快机会会有,手慢机会无,对于交易能力不算特别强的投资者,仍应该坚持越涨越卖的策略。”覃汉表示。

从更长的周期来看,机构对债市情绪也并不悲观。中信证券明明指出,在不刺激房地产的背景下,信用增速并不会超预期,同时为配合财政刺激政策,货币宽松仍将持续,预计10年期国债收益率不应超过4月份降准后调整的高度,因此利率将在当前位置保持震荡,维持3.4%—3.6%的区间判断不变。

资压力,正努力营造相对宽松的流动性环境,因此人民币汇率将维持相对稳定,中美利差压缩空间有限。汇率压力叠加债市供给加速释放,制约债市收益率下行空间,但收益率曲线有望维持陡峭,资金面将保持合理充裕,维持杠杆息差策略。后续资本利得收益将有限,票息收益为主。

国泰君安:资金利率拐点已现

从对货币政策的推演来看,短期内资金利率拐点已现,并且随着地方债供给放量可能面临流动性进一步收敛的压力,在9月下旬之前,市场可能面临公开市场利率上调的压力,这段时间,主要看央行如何通过高频的OMO+MLF操作来释放信号。10月份可能见到年内第四次降准,但由于前期流动性仍旧淤积,对于此次结构性宽松的力度可能需要看得保守一些,大概率不会出现6月份的接近普降的幅度。(王姣 整理)

中国证券报:谈谈对后市行情的判断及配置建议。

臧旻:结合当下的市场格局判断,牛市仍然难言结束,在10年期国开债围绕4.3%左右震荡的阶段,应当关注市场对新增利空的反应,如果出现了一些钝化迹象,那么意味着短期可能已经回调到位,对于交易盘来讲,可以适当把握机会。

对于当前的行情来讲,还有一个不确定性就是商业银行对地方债投资力度。地方政府债目前存量余额约为16万亿元左右,其中至少8—9成全部是商业银行持有。地方政府债的配置和交易价值,较同期限的金融债,仍然是比较高的。信用债方面,杠杆和久期策略没有变化,但具体标的选择的话,本轮AAA信用品种随利率品调整,整体信用利差尚未拉开,相比AA+城投而言,配置价值一般。

400亿元净回笼无碍资金面宽松

□本报记者 张勤峰

8月23日,央行连续第二日未开展公开市场操作,400亿元逆回购到期净回笼,为8月3日以来的首次净回笼。市场人士表示,目前资金面比较宽松,临近月末,财政逐步支出,可增加流动性,央行停做逆回购符合以往惯例,预计资金面不会出现太大波动。

8月3日以来首次净回笼

23日,央行未开展公开市场操作,当日有400亿元央行逆回购到期,全部实现净回笼,这是8月3日以来央行公开市场操作首次出现资金净回笼。

临近月末,央行实施资金净回笼也算符合惯例。一段时间以来,央行有在中旬实施资金投放,而在上旬和下旬回笼资金的规律。比如,从7月初到13日,央行持续通过不对冲或少对冲到逆回购的方式实施资金净回笼;从7月16日到23日,央行转而通过逆回购、MLF等操作连续实施资金净投放;从7月24日开始,央行再度暂停了公开市场操作,直到8月15日续作到期MLF时才重启操作,此后央行有连续4日开展逆回购操作,实施资金净投放,8月22日以来再度暂停了操作。

分析人士认为,央行这一公开市场操作规律的形成主要跟财政收支节奏有关。2017年以来,财政收税与支出对流动性的影响有所加大,而每月税期高峰通常在月中时点出现,造成行政性流动性回笼;进入下旬,财政逐步支出,形成流动性供给,又使得月末和下旬初流动性通常会较为充裕。为了平抑财政收支带来的扰动,央行通常在每月中旬实施流动性净投放,而在下旬和上旬通过逆回购到期等方式

国开行将在深交所发行60亿金融债

国家开发银行23日发布公告称,定于8月24日通过深圳证券交易所债券发行系统发行2018年第四期1年期金融债券和第五期3年期金融债分别不超过30亿元,总量不超过60亿元。

本次发行的1年期债券和3年期债券均为固定利率债券,按年付息,债券招标日均为8月24日,分销日为8月27日至28日,缴款日、起息日均为8月29日,上市日均为2018年8月30日。

农发行27日增发100亿金融债

中国农业发展银行公告称,定于8月27日面向境内外投资者公开招标发行两期农发债。本次发行的债券为2018年第九期3年期、第八期5年期农发债的增发债,各期发行金额均不超过50亿元,总量不超过100亿元。

本次发行的两期农发债均为固息增发债,按年付息,3年期债券票面利率为4.24%,起息日为2018年6月1日,5年期债券票面利率4.37%,起息日为2018年5月25日。本次发行的招标日为8月27日,缴款日均为8月29日,上市日均为8月31日。在银

■评级追踪

金鸿控股再遭降级

联合评级日前发布公告,将金鸿控股集团股份有限公司主体长期信用等级及其发行的“15金鸿债”债项信用等级由AA—下调至A,并将其列入可能下调的信用等级观察名单。联合评级称,关注到金鸿控股资产流动性弱,且银行剩余授信额度较小。“15金鸿债”将于2018年8月27日面临回售,待回售金额为4.14亿元(含利息),公司面临一定的集中兑付压力。公司尚在筹措偿债资金,“15金鸿债”相关回售资金的支付情况仍存在一定的不确定性。

这是五天之内,金鸿控股第二次遭到联合评级采取降级行动。8月17日,联合评级将公司主体和“15金鸿债”债项评级由AA下调至AA—,并将其展望

实施自然净回笼。

22日,23日的央行交易公告均表示,临近月末财政逐步支出,可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响,为维护银行体系流动性合理充裕,不开展公开市场操作。

资金面有望保持宽松

尽管央行连续未实施资金投放,但得益于财政支出等,市场资金面仍要好于上一周。8月23日,短期货币市场利率纷纷继续下行。

银行间债券回购市场上,存款类机构隔夜回购利率跌逾9BP至2.42%,代表性的7天期回购利率跌逾3BP至2.61%,14天和21天期回购利率分别下跌12BP、10BP,1个月期回购利率上涨近20BP至2.90%,与21天期回购利率持平。

23日,Shibor继续呈现短降长升的走势。隔夜、7天期Shibor分别下跌8.4BP和1.3BP,2周及以上期限Shibor悉数走高,代表性的3个月Shibor涨0.9BP至2.89%。

交易员称,昨日市场资金面持续宽松,早盘就有国有大行、股份行大量减点融出隔夜资金,融入需求很快得到满足,7天期则有非银机构大量融出,14天及以上资金需求较少,宽松态势持续至收盘。

考虑到目前资金面比较宽松,财政支出逐步增多,可吸收逆回购到期影响,市场预计月底前央行公开市场操作会继续停做。

分析人士表示,虽然地方债发行缴款会给资金面造成一定的冲击,但财政支出节奏加快可在一定程度缓释这种冲击,加上央行通过公开市场操作等渠道进行灵活调节,资金面整体有望保持平稳偏松的局面。

本次发行的各期债券,债券固定面值,采用单一利率荷兰式招标方式。投标人可在一定数量标位内进行不连续投标,标位区间设置在投标前公布。

本次发行的1年期和3年期国开债将在深交所集中竞价系统上市交易,证券简称为国开1804、国开1805,证券代码为108603、108604。

这是今年国开行首次在深交所发行金融债。上月底,国开行曾在上交所发行了三期金融债,总额80亿元。(王姣)

农发行27日增发100亿金融债

行间债券市场上市,上市后同对应原债券合并交易。两期债均采用单一价格荷兰式招标方式,招标时间为14:00—15:00。

发行人表示,本次债券发行所募集资金将主要用于支持乡村振兴重点领域,包括根棉油收储、精准扶贫、农业农村现代化、绿色生态建设等。

由于上半年发行节奏较快,年内政策性金融债供给压力相对温和。本周,除了国开行发行七期债券之外,农发行和进出口行均没有安排金融债券发行。(王姣)

调整为负面。

安岳建投被列入信用观察名单

鹏元日前发布公告,将安岳县兴安城市建设投资开发有限公司主体长期信用等级列入观察名单。

鹏元称,据媒体披露,安岳建投7月30日未能按时偿还一笔4738.30亿元人民币的信托贷款(含利息),已构成贷款违约。就上述事项与安岳建投进行了联系和沟通,根据安岳建投提供的资料,8月9日、8月13日其已分别偿还上述信托贷款1522万元和1673.27万元(其中利息为169.27万元)。

鹏元表示将密切关注上述事件的后续进展情况,并持续跟踪上述事项对安岳建投主体长期信用等级的影响,及时做出调整。(王姣)