

政策红利不断 外资增持犹可期

□本报记者 王皎

“债券通”上线一年多后,中国债券市场开放步伐再度加速。近日,境外机构免税措施出台、“债券通”DVP(券款对付)结算全面实现和大宗债券交易分仓功能上线等,为境外机构增持中国债券带来较大提振。

市场人士指出,在人民币汇率保持相对稳定的背景下,境外机构已连续17个月增持人民币债券,截至7月底境外机构持债规模近1.7万亿元。往后看,“债券通”配套政策完善将逐步增强中国债市对境外投资者的吸引力,预计更多境外资金将流入我国资本市场。

债市开放新里程

“境外机构免税,债市对外开放新里程碑!”9月1日,中金固定收益研究团队兴奋地表示。

日前刚召开的国务院常务会议上,提出了一项与债券市场密切相关的措施:“为推动更高水平对外开放,鼓励和吸引境外资本参与国内经济发展,对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税,政策期限暂定3年。”

这一举措何以点燃市场人士的热情?主要在于它消除了境外机构投资中国债券在税收方面的不确定性。

据悉,此前境外投资者进入中国债券市场买债,原则上需要对利息收入缴纳两个税——10%的所得税和6%的增值税。但在实际操作中,这两个税都没有税务机关真正收取,而为了合规要求,境外机构的托管行一般会直接先扣除这两部分税收,这些扣留下来的税收如何处理是不明确的。此外,也有一些托管行最终没有扣除这部分税收。

“税收不明确,使得境外投资者在买债的时候比较困惑,有的境外机构为了彻底避免税收的问题,就选择买国债,毕竟国债是免税的,不会存在税收争议。如果税收不明确,未来真正纳入债券指数后,大量境外资金进入中国市场就会面临高度的税收政策不确定性,影响这些资金的进入意愿,或者增加这些资金的合规风险。”中金公司表示。

机构认为,此次国务院常务会议明确未来3年对境外机构投资境内债券的利息收入免征所得税和增值税,一方面,将税收的不确定性排除了,有利于境外机构依法合法合规地进行投资;另一方面,此前一些机构存量的历史预扣税款可能会成为一个较大的政策红利。总体来看,有利

于吸引境外机构加大对中国债券市场的配置。

更多“活水”涌入

除对境外机构免税的措施外,更多的债券市场开放措施正在逐步落地。

公开信息显示,8月24日,相关境内托管结算机构上线DVP结算功能,至此“债券通”全面实现DVP结算,进一步满足了境外投资者的风控及监管要求;8月31日,“债券通”正式上线了大宗债券交易前分仓功能,并将于近期上线交易后分仓功能,进一步便利境外资产管理人的交易需求,提升交易效率。此外,在24家报价商的基础上,近期“债券通”新增了10家报价机构,相关机构大幅调降了交易手续费率。

中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜日前还透露,完善境外机构境内发行债券的制度安排,有关办法拟于近期发布。下一步,人民银行将坚定不移地继续推进全面深化改革,扩大对外开放的战略部署,进一步完善相关制度规则、基础设施安排,支持境外评级机构入市开展评级业务,鼓励境内基础设施与更多国际主流电子交易平台及相关基础设施加强合作,为境外机构投资者投资中国债券市场提供更加友好、便利的投资环境。

随着一系列配套措施出台,越来越多的境外机构正加入投资中国债券市场的队伍,境外资金流入中国债券市场的规模和速度均明显提升。

数据显示,截至2018年7月末,已有超过1000家境外机构投资中国银行间债券市场,持债规模近1.7万亿元,与“债券通”上线前的400多家境外机构、8000多亿元持债规模相比,近一年多中国债券市场开放的成绩显著。

“为吸引境外投资者,中国相应做了很多改革,包括放开境外评级机构参与到国内债券评级业务、减免税收、债券通实施DVP,未来可能进一步放开机构参与国内利率衍生品等等。这些配套政策可能会逐步增强中国债市对境外投资者的吸引力,使得境外投资者对境内债市的影响力进一步上升,使得中国债券市场开始步入全球开放的债券市场行列。”中金公司点评称。

长期吸引力上升

一般而言,境外机构配置中国债券主要看票息收益和人民币汇率升值预期。如果人民币债券票息收益升高,加上人民币汇率有升值预期,类似于2017年下半年到2018年初阶段,境外机构会很明显地增持中国债券。

和和走高,午后进一步上行,15:30前后出现一波拉升,最低至6.8157元,较开盘价上涨近300个基点,16:30收盘价报6.8165元,较前收盘价涨134点。进入夜盘,人民币有所回调,截至3日19:30报6.8235元。

昨日香港市场人民币对美元汇率同样呈先抑后扬走势,亚市尾盘最高涨至6.8293元,较前收盘价上涨约150点,截至北京时间3日19:30,离岸人民币报6.8376元。

市场人士表示,昨日中间价高于预期,且盘初有大行出售美元,对人民币市场汇价形成支撑,短期看,维稳汇率的迹象比较明显,后续走势仍需关注政策动向和美元指数表现。

以弱势震荡为主

3日亚洲交易时段,国际市场上美元指数未能延续上周五的涨势,呈现横盘震

荡。但一个值得注意的现象是,今年6月以来人民币汇率持续贬值,7月中美利差明显收窄,无论是票息收益还是汇率层面,人民币债券对境外投资者的吸引力都有所下降,但境外机构7月份以来依然在增持中国债券。

据中债登与上清所公布的2018年7月份债券托管数据,境外机构7月份单月共增持人民币债券665亿元。其中,国债依旧是境外机构重点增持对象,截至7月份,境外机构累计增持国债9803.69亿元,7月份较6月份增持651亿元,保持上半年月均600亿元左右的增加规模,且已经保持了17个月的增持态势。

7月份,人民币兑美元汇率从6.63下行至6.83,月贬值逾3%,同时,7月份中美利差下行至60BP附近的历史较低水平,相较上月均值进一步收窄8BP,最窄处仅为54BP。

利差与汇率较差的表现,为何无碍境外机构继续增持人民币债券的热情?从短期来看,中金公司认为,6-7月份境外机构配置国债的力度依然很大。背后主要的驱动因

■观点链接

中金公司:三因素支撑外资增持

在货币市场收益率降至低位的情况下,境外机构依然大量配置国内短期债券,表面上是令人费解的,但实际上有几个方面的因素支撑。首先,尽管人民币汇率出现了一定波动,但其他新兴市场货币的波动幅度远高于人民币,导致人民币“比上不足比下有余”。其次,为了稳定人民币汇率,央行在远期汇率市场的干预某种程度上导致人民币远期的掉期点在6月份之后转为负值,这意味着境外机构可以锁定更低的人民币融资成本。如果通过境内人民币掉期锁定较低的融资成本,那么依然可以利用这个较低的融资成本来投资境内债券套利。再者,有些境外机构认为人民币利率水平在经济走弱的情况下未来还会继续下降,因此即使票息收益下降了,但未来仍会获得不错的资本利得,这也驱动一些境外投资者在增加境内债券的配置。

招商证券:外资占比有望达10%

展望下半年,“稳汇率”需求的边际增强将使得中美利差重新回归80BP左右的较高水平,这对于吸引交易型境外投资者将起到积极作用。7月末境外机构在我国国债市场中的占比进一步上升至7.67%,今年以来已累计上升2.7个百分点,假设未来仍维持今年以来较快的上升势头,大约

荡。不过,月内美元指数依然存在较大的不确定性。月底美联储再次采取加息行动几乎是板上钉钉的事,若美元指数进一步走强,恐令非美货币承压。

退一步看,自6月份开始,尽管美元指数继续走高,但涨势明显放缓,6月、7月、8月连续3个月涨幅均未超过1%,这一背景下,一些新兴市场货币对美元却出现了大幅贬值。这可能说明,即便美元不会大幅上涨,当前美元流动性收缩及市场风险偏好下降的环境下,投资者仍在撤出新兴市场,冲击新兴市场货币。

今年4月以来,人民币对美元也出现持续贬值,不过在新兴市场货币中,人民币市值仍相对稳定。数据显示,8月份,人民币对美元汇率中间价仅贬值81个基点,在岸人民币对美元即期汇率贬值44个基点,离岸人民币对美元即期汇率贬值395个基点,贬值幅度均较上个月显著收窄。

期现货均走软 债市料将震荡

□本报记者 马爽

9月首个交易日(3日),国债期货市场明显走软,10年期期债主力合约盘中下跌0.25%,结束此前连续4日上涨;10年期国债活跃券收益率上行1.5BP,重回3.60%附近。市场人士指出,月初资金面延续宽松,财新制造业PMI创14个月新低,A股市场大跌,均未提振债市情绪。基于稳增长政策仍将发力的预期,债市反弹的动力略显不足,预计市场将延续震荡格局。

期现双双走软

周一,债券市场未延续上周的反弹,期货、现货市场双双走软。

从盘面上看,中金所国债期货主力合约午后均明显走低,收盘不同程度下跌。10年期期债主力合约TF1812上午围绕前收盘价窄幅波动,下午开盘后一路走低,尾盘触及94.86元,跌幅约0.25%,随后小幅反弹,最终收报94.925元,下跌0.19%;5年期期债主力合约TF1812午后同步走软,盘中最低触及97.815元,最终收报97.85元,下跌0.15%。

素不是资本利得,而是因为人民币的掉期点由正转负,隐含的是美元利率升高和人民币利率降低。一些境外机构通过掉期融资锁定较低的人民币融资成本之后,进入境内配置债券,依然可以获得可观的息差。

兴业证券则认为,7月人民币继续大幅贬值并没有影响境外机构增配中国债券资产的热情,这可能与这些资金的长周期性质有关。汇率的波动反而被认为是低成本增持中国债券资产的机会,随着中国经济体量的增长和金融市场开放程度加深,中国债券市场对境外资金将长久保持吸引力。

这一观点得到不少机构的认可。分析人士认为,近期收窄的中美利差及贬值的人民币也未阻止境外机构继续增配中国债券,后续人民币汇率企稳运行是大概率事件,中美利差也将保持在一定水平,加之免税政策的驱动,这对于吸引交易型境外投资者将起到积极作用。从更加长远的时间看,随着人民币债券在明年4月份正式纳入彭博巴克莱指数,境外机构的主动和被动配置需求还会相应增加。

■观点链接

明年1月末我国国债市场境外占比有望达到10%,接近日本的水平;在我国债券市场之中,境外机构占比同样提升至2.24%,继续创历史新高。

天风证券:外资影响力增强

外资机构更深入参与,已在边际改变中国债市。2017年,境外机构和个人累计增持人民币债券3462亿元,增持人民币股票5255亿元,2018年一季度增持债券1622亿元。2016年、2017年以来,外资机构的购买量,已占到当年国债增量的13%以上,这类需求在去金融杠杆的当下弥足珍贵,也改变了利率债不同券种的表现。

华创证券:也需警惕风险

日前国务院常务会议决定对境外机构免征三年境内债券市场利息所得税和增值税等,在人民币贬值压力较大之际,这一举措可以吸引外资流入,减轻我国资本流出压力,但同时也需警惕风险。首先,外资进入可能更多购买短期限债券,对长期限券种利好有限,这就使得这部分资金更多是短期资金,易产生期限错配,并且加大短期外债偿还压力;其次,由于国债和地方政府债持有到期本就免除利息收入,此举将鼓励外资更多流入信用债,但若大量中短期外资流入房地产市场,一旦这些资金迅速撤离,将对我国经济造成沉重打击。(王皎 整理)

逆周期调节显效 人民币汇率波动性收窄

分析人士认为,经过前几个月连续贬值,人民币对美元汇率调整压力已经有所释放;同时,外汇市场逆周期调节力度加大,有利于稳定外汇市场预期,防范人民币汇率出现单边超调。

往后看,分析人士认为,人民币对美元快速贬值的过程料已告一段落,但要彻底扭转跌势,还需经济增长动力的增强。如果基本面继续下行,而人民币贬值受限,压力持续积累可能反倒不利于汇率长期稳定。从这一点来看,一些机构认为,短期人民币跌破7元关口的可能性较小,但仍可能以弱势震荡为主。

东北证券研报称,逆周期因子更像打预防针,打消人民币贬值自我实现的动力。央行未来的工具箱仍然很多,调整方式更多倾向于资本管制、压缩套利空间。后续人民币汇率走势将以稳为主。人民币不会因逆周期因子重启而升值。

资金面持续宽松 静候MLF操作

□本报记者 马爽

关注MLF操作量价

月初时点,央行继续停做逆回购,无碍资金面呈现季节性宽松。3日,货币市场利率多数走低,资金面持续宽松。市场人士预计,续做到期MLF料将是本周央行唯一的一次公开市场操作,量价均值得关注,而央行逆回购大概率将持续停做。

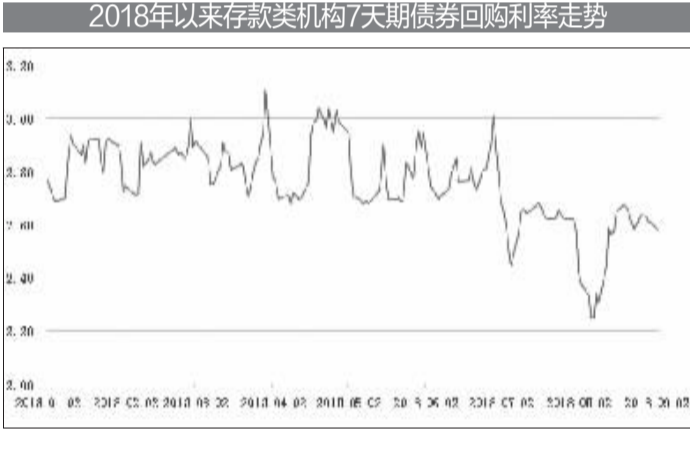
月初流动性充裕

不出市场所料,9月3日,央行公开市场操作仍没有动静,央行逆回购交易自8月22日起已连续9日。因无央行流动性工具到期,昨日央行资金投放量和回笼量均为零。央行公开市场业务交易公告称,目前银行体系流动性总量处于较高水平,可吸收政府债券发行缴款等因素的影响,故不开展公开市场操作。

昨日市场资金面一派宽松,货币市场利率多数走低。银行间市场上,存款类机构短期回购利率纷纷走低,其中隔夜回购利率微跌0.5BP至2.25%,代表性的7天期回购利率跌逾3BP至2.58%,14天回购利率则大跌17BP至2.40%,21天和1个月期回购利率则上涨1-2BP。

Shibor方面,昨日除6个月Shibor走平外,其余各期限下行0.1BP-3.2BP不等,其中隔夜品种跌3.2BP,跌幅相对较大。3个月Shibor则小跌0.7BP至2.89%。

交易员称,昨日市场资金面持续宽松,各期限资金均有供给,早盘大中型银行纷纷融出隔夜资金,需求很快得到满足,午后资金面宽松依旧,并保持至收盘。



债市迎来短暂供给平静期

月初时点,债券一级市场迎来短暂平静期。据最新数据统计,本周地方债计划发行规模尚未超过100亿元,各类利率债计划发行总额尚不足1600亿元,均较上周明显缩水。

9月3日,陕西省财政厅披露了一批地方债发行文件。该省将于9月10日发行7只地方债,总额170.54亿元。这是目前首批披露的计划的下周发行的地方债。

本周地方债计划发行规模较小。截止9月3日,只有内蒙古和天津两地公布了于周内发行地方债的计划,待发行债券6只,计划发行总额仅为76.96亿元。即便算上国债、政策性金融债,本周利率债计划发行总额也

农发行5日增发140亿金融债

中国农业发展银行最新披露的发行文件显示,该行将于9月5日向境内外投资者公开发行3只固息增发债,总额不超过140亿元。

农发行此次将发行的是该行今年第七期1年期、第一期7年期和第六期10年期金融债的增发债,均为固息债券,本次发行规模分别为不超过40亿元、40亿元、60亿元。本次发行将采用公开招标方式,9月5日招标,缴款日为9月7日,上市日为9月11日,上市后各期债券将同对

■评级追踪

“18韶山高新债”评级获上调

鹏元日前发布跟踪评级报告,将2018年韶山高新建设投资有限公司公司债信用等级由AA+上调为AAA,维持发行主体长期信用等级为AA-,评级展望维持为稳定。

鹏元认为,韶山高新投公司外部环境仍较好,为其发展提供了良好基础,公司业务在韶山高新区有一定的垄断性和可持续

性,继续得到一定的外部支持,并且兴农担保主体级别于2018年6月13日被上调至AAA,为其本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时也关注到了公司资产流动性较弱,面临较大的资金压力和一定的偿债压力及存在一定的或有负债风险等风险因素。(王皎)