“资产荒”再现 债牛摆尾仍有时

□本报记者 王姣

10月PMI回落再显经济弱势，基本面驱动长端利率继续下行。10月31日，10年期国债收益率回落至3.505%，刷新近三个月新低，离本轮牛市最低点3.44%已不远。

“本质而言，本轮债牛的根源是‘资产荒’，确切而言是高收益安全资产荒。”有机构分析称，出于稳增长需要，央行采取连续降准等措施，金融机构负债端压力明显缓解，叠加高收益安全资产供给减少、股市连续下跌等背景，相对安全的长端利率债备受资金青睐。往后看，宽货币环境下，随着配置力量释放，债牛仍将延续，长端利率有望迎来本轮债牛以来的新低。

“跷跷板”驱动利率下行

10月31日，国家统计局公布数据显示，10月制造业PMI为50.2%，较上月大幅回落0.6个百分点，明显低于市场一致预期的50.6%，创2016年8月以来新低。

受此影响，债券市场再现拉升，10年期国债期货主力合约T1812一度大涨约0.2%，盘中上探95.92元，刷新近三个月以来的新高；现券市场上，10年期国债活跃券180019收益率从3.53%回落至3.505%，离3.5%关口仅一步之遥，创近三个月以来的新低。

进一步看，在A股市场震荡寻底的背景下，债券市场已悄然走出一波牛市。9月21日以来，10年期国债期货主力合约T1812已大涨近2%，5年期国债期货主力合约TF1812也上涨约1.2%。与此同时，代表性的中债10年期国债收益率从3.7%的高位加速下行，至10月30日收盘报3.5161%，累计下行幅度超18个基点，中债10年期国开债收益率更大幅下行22个基点至4.0712%。

从大类资产角度看，前期美债利率大幅上行引发经济前景担忧，随后美股大跌的冲击席卷全球资本市场，避险情绪升温导致股债“跷跷板”效应明显，是债市重新走牛的直接因素。

9月底以来，受美股大跌、市场风险偏好回落影响，A股出现一波加速下行，上证综指不断下探，短时间内接连跌破2800点、2700点、2600点、2500点四道关口，最低触及2449.2点，大量资金从股市逃往债市避险，成为长端利率下行的加速剂。

本质是“资产荒”再现

多项数据指向经济增长弱于预期，是近期股弱债强的根本原因。

“在经济走弱的背景下，股市和债市对偏负面消息的反应往往更为强烈，使得股债呈现出非对称‘跷跷板’，即股市下跌时利率债长端收益率的下行幅度，大于股市上涨时利率债长端收益率的上行幅度，这一现象在近期驱动利率继续下行。”国盛证券固收分析师刘郁10月31日点评称。

对债市而言，当前基本面利好较为明确，经济下行压力显现，宽货币不断加码，而目前宽信用效果不佳，市场风险情绪升温无疑更助推了利率下行。

从市场本身供需来看，机构认为，近期长端利率快速下行，背后实质体现出“资产荒”的迹象。

“本质而言，本轮债牛的根源是‘资产荒’，确切而言是高收益安全资产荒。”刘郁指出，政府推动结构性去杠杆，遏制地方增量隐性债务，压制地方政府融资需求，使得地方政府制造“安全资产”的速度明显放缓。此前地方政府信用背书的非标，其安全资产属性明显下降的同时，存量也开始缩减。与之对应的是，金融端的资管新规，使得银行理财也难以再大量直接对接地方政府融资。

而央行推动的降准等宽货币措施，使得银行等金融机构的负债端压力明显缓解。“虽然有降准释放的资金，央行仍加大了逆回购投放，使得隔夜利率再度降至2%以下。作为季初缴税大月的10月，丝毫感受不到税期带来的流动性收紧，税期期间货币市场短端利率反而较月初有所下行。”刘郁说。

民生银行研究院王一峰指出，9月，在短期资金市场价格平稳的状态下，各类贷款数据综合反映出新发生贷款定价见顶，信贷资源可获得性明显提升，金融机构风险偏好低位状态下“资产荒”又有所抬头。

数据显示，中国9月M2同比增8.3%，新增社会融资2.2万亿元（主要受统计口径调整影响），新增人民币贷款1.38万亿元。

“撇开口径调整，9月金融数据进一步强化了我们此前对融资环境的判断，以社融和M2增速差度量的‘变相资产荒’程度仍在加剧，对债市形成支撑。”招商证券固收研究分析师尹睿哲点评称。

债牛仍有望延续

随着10年期国债、国开债收益率分别接近3.5%、4%关口，不少机构对债牛仍将延续的预期升温。

中金公司一项最新调查显示，展望未来三个月，大类资产中利率债成为最抢手的资产，最看好利率债的投资者占比从34%升至50%，投资者对明年10年期国债收益率低点的中枢判断较目前收益率低出30个基点。

“地方债供给高峰已过，利率债需求边际转好，而近期全球各类风险事件发酵，黄金等避险资产需求也在上升。而近期政策频出，叠加股市一再下探，市场对股市的看法可能也在摇摆。总体来看，未来三个月避险资产吸引力仍要优于风险。”中金公司固收团队表示。

该团队称，对于长期国债而言，即使明年货币政策不再放松，利率也会下行，跟随广谱利率下行而下行，因为明年可能再度出现“资产荒”情景。

刘郁也相对乐观地表示，根据高收益安全“资产荒”的逻辑来判断，只要继续遏制地方增量隐性债务，以及维持货币宽松，债牛就将延续。“预计央行2019年初可能再度降准，宽货币之下，随着配置力量的释放，长端利率有望迎来本轮债牛以来的低点，10年期国开债收益率将有效突破4%。”

方正证券固收首席杨为敦补充称，后续债券市场行情仍有空间，但可能会转为慢牛。一方面，在持续试错的政策下，货币政策总体趋势可能会从宽松转为稳健，而后稳定增长的手段可能逐步转向非货币；另一方面，即使在存量货币下，资金面仍存在因融资下滑而出现被动型宽松的可能，收益率曲线也会随之逐步走向平坦化。

■ 观点链接

方正证券：资金荒和资产荒并存

资金荒和资产荒并存是理解四季度市场环境的核心问题。银行目前正在经历资产荒，非银则正在经历资金荒，大企业正在经历资产荒，而中小企业正在经历资金荒。后续的市场行情仍有空间，但可能会转为慢牛。

华创证券：短期围绕股市波动

短期而言，债券市场走势还是围绕股市波动而波动，如果股市持续低迷，债券市场交易层面情绪的释放还是利于利率下行。一旦股市企稳，债券市场面临的调整压力也不小。主观倾向认为股市继续下跌空间比较有限，债券市场交易机会也较为有限。在这个判断下，建议关注股市下跌给债券市场交易盘兑现收益的机会。

申万宏源：关注调整中的配置机会

目前，提示关注实际数据边际上好于悲观预期，以及宽信用政策的密集出台带来风险偏好小幅上修的可能。整体上，大方向看多2019年国内债市，但预计债市短期仍存小幅调整压力，建议关注调整中的配置机会。（张勤峰 整理）

中国期货市场监控中心商品指数（10月31日）

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		89.42			89.74	-0.33	-0.36
商品期货指数	993.31	989.74	994	988.42	995.03	-5.29	-0.53
农产品期货指数	895.15	895.03	897.49	893.74	895.49	-0.46	-0.05
油脂期货指数	485.12	486.32	487.07	483.68	485.71	0.62	0.13
粮食期货指数	1318.83	1309.93	1319.9	1306.05	1318.51	-8.57	-0.65
软商品期货指数	789.29	789.51	791.74	787.24	789.75	-0.24	-0.03
工业品期货指数	1041.99	1037.08	1042.82	1033.3	1044.14	-7.06	-0.68
能化期货指数	717.27	718.04	720.27	709.96	718.61	-0.57	-0.08
钢铁期货指数	1129.25	1119.43	1130.81	1113.92	1129.72	-10.28	-0.91
建材期货指数	1032.27	1023.49	1033.9	1020.67	1033.12	-9.62	-0.93

■ 记者观察

外汇市场稳预期又见新动作

□本报记者 张勤峰

10月31日，人民银行宣布将于11月7日在香港发行两期央票，这是我国央行首次在离岸市场发行人民币央票。在人民币对美元汇率步步逼近“关键心理位置”之时，央行到离岸市场发行央票，对于当前稳定外汇市场运行和交易者预期而言无疑具有现实意义。

9月份，央行已透露可能将在香港发行央票的消息。9月20日，人民银行和香港金管局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，旨在便利人民银行在香港发行央行票据。

10月31日，央行披露首次将在港发行两只人民币央票，3个月期和1年期各一只，发行量均为人民币100亿元。

无论是9月20日，还是10月31日，两次公告中，央行均称此举“将丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线”。

而在业内人士看来，央行到离岸市场发行央票的意义绝不限于此。央票的本质是央行发行的债券用以调节流动性。央行发行央票是回笼流动性，央票到期则体现为投放流动性。同理，央行通过在港发行人民币央票，可以调节离岸人民币市场的流动性。

流动性的变化会引起资金价格的变化，进而可能引起汇率变化——利率和汇率本就是货币的“两面”。按照经典的利率平价理论，利率可以决定汇率变化。由于离岸市场人民币“池子”中的“水”本来就要少于在岸市场，如果发行央票抽走一部分“水”，离岸人民币“池子”的水量就会减少，利率就会相应走高，无论是从提高做空的财务成本，还是提升人民币的利差吸引力角度来说，这都有望对离岸人民币汇率提供一定的支持。而随着内地资本市场不断开放，内地和香港市场人民币汇率联动性增强，离岸人民币汇率变化会对内地人民币汇率产生影响。

有鉴于此，央行到离岸市场发行央票，对于当前稳定外汇市场运行和交易者预期而言无疑具有现实意义。

由于美元走强、海外市场波动及市场预期变化等影响，8月底以来，人民币对美元汇率再现一轮贬值过程，人民币中间价从6.81元附近逐渐跌至6.96元以下。10月31日，人民币对美元汇率中间价设在6.9646元，续创2008年5月中旬以来的逾10年新低。10月以来，人民币汇率指数也已创下有纪录以来的新低。与此同时，美元指数冲破97，呈现向上突破6月以来运行区间的架势，市场预料在全球经济增长差异化重新加大的格局下，美元指数还有上行空间。无论从哪个角度看，稳定人民币汇率的压力都在加大。

可以说，在人民币逼近关键“心理位置”的档口上，央行到离岸市场发行央票，带有强烈的稳定外汇市场预期的信号意义，亦从侧面反映出相关方面维护外汇市场稳定的决心和能力。

东证-大商所商品指数（10月31日）

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	100.63	100.72	100.73	101.00	-0.28%
跨所能化指数	107.41	107.65	107.39	107.64	0.01%
东证大商所农产品指数	101.47	101.43	101.47	101.83	-0.39%
东证煤焦矿指数（大商所）	102.85	102.03	101.89	102.70	-0.66%
东证能化指数（大商所）	107.65	108.13	107.93	107.91	0.21%
东证工业品指数（大商所）	94.87	94.38	94.34	94.94	-0.59%
易盛东证能化指数	103.75	103.85	103.57	103.97	-0.11%
易盛东证棉糖指数	76.33	76.40	76.38	76.29	0.13%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（10月31日）

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	988.5	991.94	986.35	989.29	-0.82	989.16
易盛农基指数	1226.35	1244.82	1215.66	1243.23	2.83	1233.22