

海外债牛扩容 外资另辟蹊径 中国债市已成价值洼地

□本报记者 张勤峰

今年以来,全球债市收益率重回2016年低位,负利率债券规模创出历史新高,“零下俱乐部”不断扩容。面对海外债市“大联欢”,基本面韧性足、政策面定力强,致使中国债券利率下行有限,但也显著提升了中国债券性价比。机构认为,相对更高的收益率,让中国债券成为了全球市场上的“香饽饽”,外资流入或可化解供给压力,推动债市收益率继续下行。

“负利率阵营”持续扩容

7月3日,标普500指数和道琼斯工业指数携手再创新高。股市无疑是当下金融市场上耀眼的明星。然而,债券市场风头也不弱,今年全球市场其实上演的是股债双牛行情。

自2018年四季度以来,全球债券市场便掀起新一轮上涨,债券收益率水平转为下行。当前全球债市收益率正靠近2016年低位,部分国家收益率甚至跌破纪录低点。以代表性的美债收益率为例,美国10年期国债收益率于2018年11月初一度突破3.2%,创2011年5月以来新高,但随后升势戛然而止,并从3.2%上方调头急跌,到今年6月末跌至2%,本月初已轻松跌破这一整数关口,较去年第四季度高点下行超过120个基点。目前,10年期美债收益率已跌至2016年11月水平。

全球债券收益率的低点是在2016年6、7月份创出的。当前,美债收益率水平距历史低位已不远。部分欧洲国家国债收益率则已跌穿了2016年的大底。拿欧洲的领头羊德国的国债来说,7月3日,该国10年期国债收益率跌至-0.38%,已较2016年7月底低点高出14个基点。此外,法国10年期国债收益率也已跌至-0.11%附近,2016年最低时则为0.09%。

在全球债市收益率纷纷向着2016年低位靠近的时候,一些国家的长期无风险债券利率已落入负值区间,“零下俱乐部”不断壮大,尤以欧洲国家为甚。最新例子是比利时和瑞典。英为财经的数据显示,7月2日、3日,比利时、瑞典10年期国债收益率先后跌



破零值,“喜提”负利率。不光是欧洲,日本国债收益率亦普遍处于“零下”,日本10年期国债收益率于7月1日最低跌至-0.167%,再创历史新高。据不完全统计,目前10年期国债收益率处于负值的国家至少有9个,分别是丹麦、奥地利、德国、日本、比利时、法国、瑞典、瑞士和芬兰,其中收益率最低的是瑞士10年期国债,约只有-0.65%。

海外债券收益率频创新低

机构指出,全球债市收益率之所以在2016年创出新低,当时除全球经济和通胀低迷、货币政策宽松之外,触发性事件是英国脱欧。当时英国公投决定退出欧盟,给全球经济带来巨大不确定性,避险情绪驱动全球债券收益率创出新低。2018年四季度以来,全球债市收益率重新走低,有着类似的宏观背景。

年初以来,全球经济出现增长放缓迹象。税改效应减弱后,美国经济内生动能趋弱,经济放缓的可能性上升。美国供应管理协会最新公布的6月份制造业PMI指数已跌至2016年10月以来低位。另外,美国就业数据也开始走弱,5月份新增非农就业人口甚至不及预期的一半。值得一提的是,从5月

下旬开始,美国3个月与10年期国债收益率再现倒挂,并持续至今。从历史上看,3个月与10年期美债收益率倒挂是经济衰退的良好前瞻指标。不光是美国,全球PMI都在走低,一些增长势头不如美国的经济体甚至出现了更明显的放缓势头。

随着经济增长压力加大,全球货币政策重新转向宽松的动力也在增强。在欧洲央行向市场释放宽松信号后,美联储在6月议息会议的表态也强化了市场对其降息的预期。从利率期货隐含的利率预期来看,市场甚至认为7月份美联储肯定会降息。

经济增长放缓,货币政策取向逆转,这些都与2016年时颇为相似,为债市收益率下行提供了理由。全球贸易形势的反复变化,则充当了当下债市收益率挑战新低的催化剂。

彭博数据显示,到今年6月份,全球负收益率债券总额已达到12.5万亿美元,超过2016年高位,达到历史新高水平。中金公司固收研究认为,今年全球利率再创新低的概率在上升。

中国债券性价比凸显

在这一轮海外债市上涨浪潮中,我国债

券市场却掉了队。

2018年第四季度以来,我国债市收益率虽有所下行,但下行幅度相对有限,特别是今年4月份出现一波明显的上行。虽然5月以来债市收益率重新走低,但至今仍未回到一季度低点水平。从中债到期收益率数据来看,目前10年期国债收益率约为3.16%,较3月份低点高出10个基点。与2016年低点相比,则要高出50个基点以上。在上一轮全球债市收益率创新低的时候,我国10年期国债收益率最低跌至2.64%。

综合机构分析来看,导致我国债券市场上涨不及海外市场的原因除多方面的关键是在财政政策发力、宽信用取得进展的助力下,今年一季度中国经济平稳开局,表现好于预期,相应的,货币政策保持了较高的定力,没有实施太明显的放松。另外,今年地方债发行超前,也在一定程度上带来了供给压力,抑制了债市收益率下行。

5月以来,外部环境出现了一些变化,经济运行面临的不稳定不确定因素增多。同时,为应对个别风险事件冲击和稳定半年末流动性,央行加大了流动性投放力度,加上季末财政投放的作用,货币市场利率大幅走低,刺激债市收益率恢复下行。

机构指出,后续供给压力依旧存在,货币政策暂时也难以大幅放松,但债券市场增量需求可期,无风险债券收益率仍存在一定的下行机会。中金公司固收研究认为,境外资金或能缓解债市供给压力,因为相对更高的收益率,让中国债券成为了全球市场上的“香饽饽”。

中央结算公司最新公布的数据显示,截至2019年6月末,境外机构在该公司托管的债券面值总额达到16452.38亿元,再创历史新高,并较5月末增加346.18亿元,为连续第7个月增加。全国银行间同业拆借中心数据也显示,全球投资者持续净买入中国债券,当月净买入达897亿元。

中金公司固收研究认为,我国债市收益率有可能在未来两三个季度逼近历史低位甚至创出新低。天风证券固收研究亦称,10年期国债收益率向下看到3%,追平2015年-2016年的低点。

1562.64%;第二轮牛市期间

2008年10月24日-2011年9月6日),贵金属指数由11988.41点涨至43258.46点,区间累计上涨260.84%;第三轮牛市期间2015年12月3日-2016年7月6日),贵金属指数由30179.35点涨至42256.75点,区间累计上涨40.02%。

从黄金价格与A股贵金属指数涨幅对比来看,三轮牛市期间,后者累计涨幅均超前者。

就刚刚过去的六月份而言,COMEX黄金期货主力合约价格累计涨幅近8%,这对于黄金多头来说是莫大的安慰,不少业内机构近期也纷纷唱多黄金,市场上关于黄金牛市就要来临的观点纷至沓来。

比如,中信证券研究分

析师敖翀最近表示,伊朗浓缩铀风波升级,地缘局势紧张,美就业数据持续走弱,美债收益率下破关键点位,点阵图目标利率中值下调,7月降息预期提升,美经济下行压力增大,避险情绪攀升,进一步支撑金价,维持黄金板块“强于大市”评级。预计2019年黄金均价高点或突破1500美元/盎司。

此外,从宏观角度来看,有业内人士表示,预计美联储不会在一两个月内轻易改变态度,因此市场很可能进入一个长期的宽松周期。而较低的利率、可能的量化宽松以及其他货币刺激措施基本上等同于货币供应量的扩大,这对黄金以及黄金相关个股而言极为有利。

因此,若新一轮黄金牛市到来,除了黄金本身外,投资黄金股或许也是一个不错的选择。

记者观察

黄金股与黄金谁“成色足”

□本报记者 马爽

COMEX黄金期货价格经过6月份快速攀升并成功站稳1400美元/盎司关口之后,市场上关于新一轮黄金牛市就要来临的说法不绝于耳。而据统计,在以往黄金牛市期间,黄金股涨幅大概率会超越黄金价格涨幅。

中国证券报记者根据文华财经COMEX黄金期货指数走势统计显示,自1988年以来,黄金市场共经历三轮牛市:第一轮牛市始于2005年11月22日,当日COMEX黄金期货指数一度上探至498.7美元,突破1988年1月14日以来新高,随后便迎来了长达两年多的牛市,直到2008年3月17日终结,最高至1036.0美元,区间累计上涨107.74%;

第二轮牛市从2008年10月24日开始一直持续到2011年9月6日,这轮牛市持续近三年时间,金价从684.6美元持续上涨至1923.7美元,最大涨幅达181%;第三轮牛市自2015年12月3日开启,一直到2016年7月6日见顶。在这七个月的时间里,黄金价格由最低的1045.8美元上涨至1379.3美元,最大涨幅达31.89%。

整体来看,虽然第三轮牛市与前两轮相比相形见绌,但在牛市期间,黄金价格均出现不错涨幅。而对比上述三轮黄金牛市期间黄金价格与A股黄金股表现来看,后者似乎一点也不逊色,甚至还远超前者。

Wind数据显示,第一轮牛市期间(2005年11月22日-2008年3月17日),A股贵金属指数自2553.04点升至42447.86点,区间累计上涨

资金面料恢复稳中偏松态势

□本报记者 张勤峰

7月4日,货币市场利率总体进一步下行,短端利率再创阶段新低。机构认为,当前流动性异常充裕、资金利率超低的状态难以持久,未来流动性料回归合理水平,但这并不意味着资金面会大幅收紧,恢复稳中偏松是大概率事件。

短端利率再创阶段新低

7月3日,Shibor全线走低,隔夜Shibor跌3.3bp报0.844%,续创十年新低,距离2009年3月创出的0.80%的历史低位已不到5个基点。此外,7天期Shibor跌0.6bp报2.139%;14天Shibor跌3.6bp报2.059%;1个月Shibor跌2.7bp报2.465%;3个月Shibor跌1.4bp报2.627%,连续12个交易日下行,并跌至2010年10月以来低位。

债券回购利率方面,银行间市场存款类机构债券回购利率多数下行。其中,DR001加权平均利率再跌2bp至0.84%,续创该指标发布以来新低;DR007跌8bp至1.98%,重回2%以下;此外,DR014和DR021分别跌至1.84%、1.90%,与7天期利率形成倒挂。跨月的1个月回购利率小涨7bp至2.38%。

当天,央行逆回购操作无悬念续停,300亿元央行逆回购到期实现净回笼,为连续第三日净回笼。央行公告指出,目前银行体系流动性总量处于较高水平,可吸收央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响,不开展逆回购操作。

超低利率料难持久

从往年经验来看,半年末往往是资金面最为紧张的时段,但今年6月市场资金面却较为宽松,短期货币市场利率均值达到近几年最低。尤其是上周以来,隔夜回购利率下行至1%以下,显示短期流动性十分充裕。

当前流动性如此充裕,主要在于过去一段时间央行通过多种手段释放了大量流动性,季末财政支出力度较大,又进一步提升了流动性总量水平。跨月后,季末扰动因素消退,货币市场利率大幅下行以体现流动性总量充裕。

华泰证券发布研报指出,历史上隔夜利率低于1%的时期有两次,分别是2009年初和2015年4到8月份。当前与这两轮相同的是宏观经济面临一定下行风险,货币政策偏宽松,但不同之处在于:本轮经济调整的结构性问题大于总量性问题,宏观政策也更有节制,结构性货币政策发挥更大作用,宽货币仍面临约束;回购利率在低位运行的同时分化较为严重。该机构认为,如此低的回购利率难以持续,但回购利率中枢或许会略有下降。

天风证券研报进一步指出,虽然超低资金利率不可持续,但也不代表7月份资金面就一定会变紧,理由有三点:第一,因为需要防范处置风险,央行有必要开展宏观总量对冲;第二,当前全球经济仍处在下行态势,央行仍有稳定经济增长的压力;第三,要降低小微企业实体经济利率水平,需要保持流动性在合理充裕水平。

总之,机构认为,当前流动性异常充裕,资金利率超低的状态难以持久,但后续资金面出现大幅收紧的风险也有限,料逐渐回归平稳偏松态势。

PTA期货为何坐上“过山车”

□本报记者 马爽

本周以来,PTA期货主力1909合约价格犹如坐上了“过山车”,在前两个交易日盘中均触及涨停之后,价格便连遭大跌,周四更是封于跌停板。分析人士表示,在资金面波动及市场恐慌情绪影响下,PTA期货遭遇重创。目前来看,PTA市场基本面虽未发生根本性变化,但市场风险却在积累,需警惕价格进一步回落的风险。

期价天量涨停

自7月3日盘中创下阶段新高6612元/吨之后,PTA期货主力1909合约便承压下跌,4日更是封于跌停价6068元/吨,跌320元或5.01%,日内成交量增77.4万手至839.4万手,持仓量减69556手至137.4万手。

期价天量跌停

本周以来,PTA期货主力1909合约价格犹如坐上了“过山车”,在前两个交易日盘中均触及涨停之后,价格便连遭大跌,周四更是封于跌停板。分析人士表示,在资金面波动及市场恐慌情绪影响下,PTA期货遭遇重创。目前来看,PTA市场基本面虽未发生根本性变化,但市场风险却在积累,需警惕价格进一步回落的风险。

风险正在积聚

PTA价格从快涨到急跌,基本面是否发生了改变?

对此,庞春艳表示,在近期PTA价格快速上涨过程中,PTA生产利润快速扩张,现货加工费已经突破2400元/吨,超过去年三季度的高位水平,但目前的市场基本面并不比去年同期好。近期PTA价格持续上涨,下游涤丝由于库存偏低可以跟涨,但终端织造已经进行了大量的原料备货,产品库存也处于近几年同期的偏高水平,市场预期国际贸易局势缓和之际可能会有纺织服

装订单出现,但目前来看,并未明显增加终端消费,因此织造企业继续备货的能力受限,7月3日涤丝产销只有1-2成。另外,近期PTA价格大涨,但下游瓶片价格跟涨乏力,瓶片企业减产意愿上升,因此,可能会对聚酯行业的整体开工率。整体来看,短短的四个交易日内,PTA基本面没有发生根本性变化,但风险却在积累。

另有业内人士表示,周二开始聚酯产能出现大幅回落成为PTA期价遭遇抛售的导火索。

化纤装置检修

PTA价格从快涨到急跌,基本面是否发生了改变?

对此,庞春艳表示,在近期PTA价格快速上涨过程中,PTA生产利润快速扩张,现货加工费已经突破2400元/吨,超过去年三季度的高位水平,但目前的市场基本面并不比去年同期好。近期PTA价格持续上涨,下游涤丝由于库存偏低可以跟涨,但终端织造已经进行了大量的原料备货,产品库存也处于近几年同期的偏高水平,市场预期国际贸易局势缓和之际可能会有纺织服

装订单出现,但目前来看,并未明显增加终端消费,因此织造企业继续备货的能力受限,7月3日涤丝产销只有1-2成。另外,近期PTA价格大涨,但下游瓶片价格跟涨乏力,瓶片企业减产意愿上升,因此,可能会对聚酯行业的整体开工率。整体来看,短短的四个交易日内,PTA基本面没有发生根本性变化,但风险却在积累。

对于后市,庞春艳表示,目前PTA市场主要是因资金面波动引发的价格剧烈震荡,但如果终端订单不能及时出现,织造企业难以承受原料价格大幅上涨,将反过来制约上游原料价格上涨。尤其是在目前PTA和聚酯环节利润丰厚,中长线又存在PX和PTA新产能投产的利空预期,市场心态较为脆弱,高利润回吐是迟早的事情。

经济数据疲软 美元近期将维持弱势

□本报记者 薛瑾

加10.2万,大幅逊于预期的14万。随后另一项数据也表现不佳,美国6月ISM非制造业PMI仅为55.1,为两年以来最低水平,且低于预期的55.9。有分析称,美国经济虽然没有经历断崖式下滑,但也释放出较强的经济增长放缓的信号。

而据市场普遍预期,若多项重要经济数据同时展现疲态,美联储降息的预期会进一步加强。截至发稿,美国芝加哥商品交易所(CME)利率观察工具Fed Watch显示,市场预期美联储在7月会议上降息的可能性为100%,其中降息25个基点的概率为70.3%,降息50个基点的概率为29.7%。美联储的降息举措,将对美元形成重大利空。有分析称,即便美联储政策空间有限,持续降息可能性不大,美元波动加剧已是大势所趋。

看涨美元情绪降温

自美联储2015年底结束零利率进入加息周期以来,累计加息次数已经有九次。由于美国的利率水平在全球主要货币中具有吸引力且具有较强的避险价值,美元成为投资者青睐的核心资产,支撑了美

元指数持续高位运行。

美元表现低迷,获得了空头们的青睐。根据美国商品期货交易委员会(CFTC)6月28日公布的数据,投机客最近一周削减美元净多头仓位至今年1月以来的最低水平。

随着美元的走弱,黄金成为了最大的受益者。今年6月伴随着美元的大跌,国际金价迎来一波强势上涨,月内飙升100多美元,涨幅近8%,创2016年6月英国脱欧公投结果出炉后,三年以来的最大单月涨幅。有分析称黄金年内或上攻至1500美元/盎司,说明市场预期美元短期熊市正在形成。

不过,花旗银行外汇策略师认为美元跌势只是短期的,表示美元的上升周期不会因为美联储的举动而终止;况且此次如果美联储降息,并不是持续宽松周期的开始,而是为了避免经济缓滞而使用的权宜之计。

还有分析指出,美联储在降息方面算是“行动迟缓者”。今年以来,面对经济增长放缓阴云,包括欧洲央行在内的全球央行纷纷亮明货币宽松立场,在此背景下,今年美元虽然下行压力明显,但跌势料将受到抑制。即使在短期内美元仍会有下跌风险,但相对于其他G10货币仍然处于强势地位。

聚烯烃下半年供给端压力较大

□华泰期货 潘翔 张津圣