

10年期国债回归“2”时代 食之无味弃之可惜？别急着说再见！

□本报记者 张勤峰

在全球债市收益率向着历史新低进发的形势下,8月14日盘中,国内市场上有风向标意义的10年期国债收益率跌破了3%这一心理关口,回到2016年11月末水平。理论上,下一目标位将是2016年三季度的低点。

市场人士指出,此次“破3”未必意味着利率下行空间的打开,目前市场反倒陷入新一轮的纠结之中。一方面,利率水平已低,做多空间逼仄,成本约束下机构难以放手做多;另一方面,大环境有利,债市趋势未完,风险可控,博弈利率下行机会仍在。机构认为,当前债券配置价值弱化,但交易价值仍存,还没有到说再见的时候。

一度跌破3%关口

与股票市场亦或者外汇市场一样,债券市场上也有着一些所谓的重要关口。对于10年期国债这一标杆品种而言,3%的收益率就是一道心理关口。8月14日盘中,10年期国债收益率时隔近三年再次跌破这一关口。

Wind数据显示,8月14日,受隔夜美债收益率反弹影响,早盘银行间市场上10年期国债活跃券190006开盘成交在3.02%,较上一日尾盘的3%上行2bp,这一次向着3%发起的冲击似乎要暂告一段落。岂料7月份经济数据的露面让形势扭转,借着数据激起的避险情绪,190006一举跌穿3%,最低成交到2.985%,是2016年12月以来首次跌破3%。午后190006成交利率重新反弹,尾盘成交在3.01%。

与2018年末相比,10年期国债收益率大致下行了30bp,幅度不小,过程颇为曲折。从活跃券收益率走势上看,年初10年期国债行情便陷入盘局,直到3月底创出本轮牛市新低3.04%,一度有望挑战3%的整数位置,但随即陷入一波调整,并持续到4月下旬,收益率最高回到3.44%,整整反弹40bp。5月以来,10年期国债收益率重

■ 记者观察

区域性事件难以打乱全球宽松潮

□本报记者 张枕河

今年7月,美联储时隔逾十年首次降息。尽管其降息幅度仅为25基点,被不少市场人士戏称为“鹰派降息”,但此后全球多家央行紧随其降息,一股全球货币宽松潮再度掀起。据记者不完全统计,截至目前,今年年内已有25个经济体相继宣布降息,其中新西兰、土耳其等国更是“不走寻常路”,超出预期的降息幅度震撼了全球投资者。

然而本周,阿根廷市场成为全球主角,此次引人注目的并非其足球,而是其股市、汇市、债市一日之内同时出现“内崩”,资金大量抛售相关资产。

投资者开始关心,如果这种单个国家市场的风险开始蔓延,会否演变成区域性的经

供需格局未改善 油脂“奔牛”遇阻碍

□本报记者 马爽

7月下旬以来,国内油脂期货高歌猛进,豆油、棕榈油、菜籽油期货主力合约价格纷纷创下阶段新高,市场上也一度传出油脂“牛市来了”的说法。然而,分析人士表示,近期油脂期货涨势强劲背后的核心逻辑主要来源于预期和现实的共振。但因预期需要时间进行验证,且在当前价格已大涨的情况下,豆油库存并未出现显著下降,棕榈油产地也并未释放减产信号,因此油脂价格上涨基础并不牢固。

预期与现实共振

7月下旬以来,油脂期货价格节节攀升。其中,豆油主力2001合约价格一度从5550元/吨升至2018年4月9日以来新高6230元/吨;棕榈油主力2001合约价格也自4382元/吨一路向上涨至4872元/吨,后者创今年2月20日以来新高;菜籽油主力2001合约8月14日最高涨至7405元/吨,创下2017年2月中旬以来新高;三者区间累计最大涨幅分别为12.25%、11.18%、6.70%。

“近期,油脂期货价格涨势强劲背后的核心逻辑主要来源于预期和现实的共振。”银河期货研究员胡香君表示。

胡香君分析表示,棕榈油方面,产地棕榈油FOB(离岸价)走强以及人民币汇率持续



视觉中国图片 数据来源:Wind 合成/刘海洋

归下行势头,推进得仍不顺畅,几乎整个7月份都在横盘震荡,显示各方参与者看多不做多的纠结心态。7月底8月初,转机终于出现,重要会议召开、美联储降息靴子落地、贸易形势再生变化,重磅消息刺激下,以10年期国债、国开债为代表的长期限无风险利率债收益率快速走低。

从历史上看,每次10年期国债收益率“破3”都处于一轮大的债券牛市当中,比如2014-2016年的“世纪大牛市”、2008年牛市、2005年-2006年大牛市。当前债市同样处在牛市中,不仅如此,全球债市都处在一轮大的牛市中,其中,收益率回到甚至跌破了2016年创出的历史低位。确切地说,当前在主要经济体中只有中国和美国的债市利率水平还高于2016年低点。全球债市走牛,以及背后反映出的经济增长压力,构成10年期国债收益率“破3”的大背景。

市场再次纠结

3%虽然被视为一个重要关口,但本质上就是一个数字。理论上,10年期国债收益率跌破3%后,下一目标位将是2016年三季度的低点2.64%。现实中,突破这一关口位未必就意味着利率下行空间被打开。目前市场反倒陷入新一

轮的纠结之中。对于2016年低点能否被突破,不少市场参与人士并不确定,甚至存在较大疑虑。

据华泰证券张继强团队总结,今年7月份债券表现纠结,背后源于几大原因:一是金融机构的负债端成本下行仍较为缓慢,尤其是MLF利率成为长端利率下行的梗阻。二是尽管包商事件冲击下债市出现了核心资产的概念,但是(准)利率债的供给压力仍不小,缓解了机构的资产端压力。三是经济有下行压力但无失速下行风险,且市场走势已经隐含了经济下行的预期。更重要的是,应对经济下行压力可能更多需要依靠财政政策,主角未必是货币政策。

虽然10年期国债收益率盘中捅破了3%这层“窗户纸”,但前述让债券市场参与者感到纠结的点并没有发生本质变化。

7月以来,债券回购利率等资金价格指标反而出现了上行,央行逆回购、MLF等公开市场操作工具利率水平也未见调整,尤其是MLF利率成为长端利率下行的梗阻。张继强等指出,MLF作为重要的政策利率,不仅影响银行负债成本,其也是收益率曲线上的关键节点,有助于调控长期利率。目前MLF利率较高,比2016年牛市中高出30bp,影响资金利率向长端利率的

传导和货币政策的有效性。TMLF的推出起到了变相降息的效果,但在MLF、TMLF利率再次下调之前,长端利率的下行空间较为有限,投资者不容易放开手脚。

近期货币政策表现出的定力也让投资者颇为纠结。重要会议关于货币政策的表述与之前相比没有明显变化,二季度货币政策报告继续提到“闸门”等字眼,重申不搞“大水漫灌”,美联储降息后央行也没有明确表态,显示政策定力较足。部分分析人士认为,未来经济托底可能更多依靠财政手段,未必是货币政策。

值得一提的是,弱于预期的7月经济数据成为14日10年期国债收益率盘中跌破3%的催化剂。7月工业生产、消费乃至投资等数据的确或多或少不及预期,但之前利率下行已有所反映,市场对后续经济下行风险还存在分歧。

14日午后,190006成交利率重返3%以上,在某种程度上反映出市场纠结的心态。

短期来看,债市收益率未必会迎来一轮顺畅的下行,要挑战2016年低点的难度不小。2016年国内债市收益率大幅下行,源于当时存在“资产荒”,核心问题是市场上存在大量加杠杆的激进操作资金。华创证券周冠南团队指出,

其次,需要明确即使宽松潮全面启动,阿根廷的影响力到底有多大。从经济体量和金融影响等综合因素看,阿根廷市场和货币政策本身的辐射力较为有限,且阿根廷目前的市场危机、本币大幅贬值更多是由特殊事件性因素导致,即阿根廷大选初选结果。本次初选中,民粹倾向候选人费尔南德斯获得超过47%的选票,远超过于第二名的现任总统马克里的32%,其最后获胜概率已经很大。而民粹政府上台可能中断阿根廷正在进行的财政改革,使得财政环境再度陷入混乱,投资者因此才大幅抛售阿根廷资产,其本币大幅贬值。

将时间拉长至过去一年来看,虽然新兴市场货币整体呈现贬值状态,但出现大幅贬值的仅仅是阿根廷、南非、土耳其等少数国家。上述国家高外债、高通胀压力始终难以得到缓解,特别是近期短期偿债压力开始升温,使得市场信心持续不足。总体来看,这也预示着新兴市场资产未来可能出现明显分化,一些基本面较为良好、外汇储备充裕的新兴经济体不太可能出现货币大幅贬值的趋势,其货币政策也存在较大的可调整空间,一旦经济下行压力加大,可以适度放宽政策加以提振;反之一旦出现过热迹象也可以从容调整。反之,一些基本面欠佳的经济体面临本币大幅贬值的压力,使用宽松手段来提振经济的空间已经不大。

总体来看,一些影响不大的区域性事件难以对全球性的货币政策造成影响,后者的决定因素一是与美联储和美元有关,二是与本国基本面因素和市场信心有关。

开,但豆油库存却未出现显著下降。同时,产地棕榈油也未给出减产信号。“整体来看,本次油脂价格上涨没有得到产地棕榈油供需改善的配合,因此,在供需没有本质改善的情况下,中国油脂涨价的结果就是通过利润驱动全球油脂库存向中国转移。”

从交易方面来说,上述分析师认为,当前国

中国期货市场监控中心商品指数（8月14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		84.94			84.73	0.21	0.24
商品期货指数	1040.45	1035.6	1041.3	1033.64	1039.96	-4.36	-0.42
农产品期货指数	869.75	863.07	870.16	855.16	870.06	-6.99	-0.8
油脂期货指数	479.2	475.27	479.7	467.34	479.96	-4.69	-0.98
粮食期货指数	1202.49	1201.99	1203.92	1193.5	1203.05	-1.06	-0.09
软商品期货指数	778.06	778.01	782.33	774.34	776.7	1.31	0.17
工业品期货指数	1086.22	1086.33	1095.56	1082.42	1085.08	1.25	0.12
能化期货指数	630.66	636.89	640.79	629.91	630.22	6.66	1.06
钢铁期货指数	1328.59	1325.2	1349.31	1317.58	1324.72	0.48	0.04
建材期货指数	1075.67	1073.68	1086.03	1070.27	1074.77	-1.09	-0.1

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（8月14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	928.38	932.34	921.3	925.45	0.19	926.55
易盛农基指数	1217.38	1223.04	1209.77	1217.32	4.86	1216.28

过去两年金融防风险导致机构加杠杆能力相较此前明显减弱,配置资金更依赖实际配置需求。从历史上看,当10年期国债利率跌破3%之后,债券牛市行情往往都不会持续太久。在成本约束之下,债券配置价值的确有所弱化。

趋势未完

但与此同时,当前债市所面临的大环境依旧有利,趋势难言逆转,债市风险可控。

张继强等指出,当前债市行情的核心逻辑尚未看到逆转:第一,海内外复杂环境下,经济下行趋势或将持续,尤其是房地产严厉调控封杀了基本面超预期上行的空间;其次,央行持续保持流动性合理充裕,政策宽松可能性犹存;第三,包商事件重定义无风险资产,债市核心资产荒仍将持续;最后,海外利率下行过程中,中美利差仍是最大安全垫,外资买债仍有较大增长空间。

民生证券固收研报认为,后续无风险收益率依然有一定下行空间。境外机构对于国内利率债配置力度持续加大,且在8月份人民币贬值的情况下下配置热度不减,建议关注境外机构资金入场带来的利率债后续机会。

兴业证券黄伟平等也指出,海外环境的变化,给中国债市提供了较大的安全边际:一是全球央行处于宽松中,国内货币宽松的外部约束阶段性会有所弱化;二是全球负利率债券规模持续上升,在人民币不存在持续贬值风险的情况下,中国债券收益率仍具有吸引力;三是金融开放加快,外资进入中国债市,缓解了国内机构缺乏长钱的难题。

最新数据显示,截至2019年7月末,外资持有的中国债券规模已超过了2万亿元,但外资持仓占比与成熟市场还有差距,未来仍有提升的空间。

张继强等指出,10年期国债利率触及3%后配置价值弱化,但交易价值仍存,可把握国债期货CTD切换、交割期权价值凸显的机会,30年国债、3-5年利率债、利率债老券等可博弈补涨机会。周冠南等表示,久期策略可以保持,但考虑收益率进一步下行有限,不用大幅加仓追涨,绝对收益投资者仍可采取更加稳妥的票息策略。黄伟平等认为,三季度交易环境相对友好,市场回调仍然是参与窗口。国盛证券刘郁则表示,中国利率债作为为数不多的较高回报率的安全资产,势必受到外资和国内资金的持续追捧,后续10年期国债收益率很可能下探到2.8%附近甚至更低水平。现在还没有到跟10年期国债说再见的时候。

避险情绪“降温”冲击波：利空黄金 利好期指国债

□本报记者 张利静

受外部扰动因素影响,8月13日晚至8月14日,风险资产与避险资产再度上演了冰火两重天的行情,只不过二者切换了角色:风险资产负责涨,避险资产负责跌。分析人士表示,贵金属市场受避险情绪降温及资金端回撤需求影响短期有调整可能;期指市场在外部扰动缓解、内生动力增强影响下中期有望走强;国债市场短期虽然下跌但长期仍有继续走高的可能。

风险模式切换

随着8月13日晚外部扰动消息传来,国内资本市场股票、债券、商品资产迅速从避险模式切换到风险追逐模式。从期货盘面来看,截至8月14日收盘,三大期指均录得上涨行情,国债期货及贵金属期货价格均出现不同程度下跌,其中金银期货跌幅突出。

文华财经统计数据示,截至14日白天收盘,股指期货方面,沪深300股指期货、上证50股指期货及中证500股指期货主力合约分别上涨0.76%、0.68%、0.81%,报3673.4点、2799.8点、4672.0点;贵金属期货方面,上期所沪金、沪银期货主力合约分别下跌1.86%、2.11%至342.95元/克、4170元/千克;国债期货方面,10年期主力合约和5年期主力合约均下跌0.03%,2年期主力合约跌0.02%。

期指、国债存中长期支撑

贵金属方面,中信期货相关研究指出,短期来看,贵金属价格被避险因素左右,然而市场正逐步消化人民币“破7”的利好因素。同时央行表态,汇率将保持区间性稳定,进一步大幅贬值概率降低。中期来看,欧洲央行官员暗示可能进一步下调欧元区通胀预期目标,结合拉加德年底将转任欧洲央行新行长,欧银强化负利率预期。贵金属市场看多情绪过于强烈,资金端恐有回撤需求。

期指方面,国泰君安期货分析师王永锋、毛磊表示,作为全球资产配置的重心,作为风险资产的一类,期指同样也难以避免受到外部因素扰动。“我们始终强调,人民币资产值得加配,人民币资产中的A股同样更值得加配,只是受制于扰动因素反复,A股风险偏好始终难以恢复;但在‘外因为扰动、内因是驱动’的大环境下,A股中期走势仍值得期待。”

该机构进一步指出,伴随国内减税降费的执行力度将继续加强,政策层面继续形成支撑;资本市场的制度完善与改革开放不断推进,经济与盈利中期有望好转;全球鸽派气氛强化与外部扰动的逐步缓解等,A股走强仍然值得期待,上升空间主要取决于盈利等结果。

国债期货方面,虽然昨日国债期货纷纷回调,但瑞达期货研究指出,从长期看,国债期货仍有继续走高的可能。一是经济形势依旧严峻,积极财政政策发力,需要宽松货币政策的配合;二是从全球央行的表现看,7月、8月多国央行降息,除美联储以外的全球其他主要央行也是“鸽”声嘹亮,为国内央行继续实施宽松的货币政策提供了一个良好的氛围;三是从利率配置需求看,外部扰动因素将会提高市场避险需求,地方债发行量下降,A股市场底仍未出现以及中美利差不断走扩,也利于外资增加国债配置。