

人心思涨 纠结难解 债牛重振尚待政策指引

□本报记者 张勤峰

最近两日,债券收益率连续下行,去年底以来一直沉闷的盘面终见起色。事实上,在经济弱、通胀低的基本面环境下,货币政策放松仍有想象空间,加上季节性配置需求与供给低谷共同改善供需关系,此前市场也较为看好一季度债市行情。不过,综合机构最新观点来看,受制于信贷投放力度不明确、政策态度不清晰等因素,债券市场短期还难以彻底走出纠结的状态。在机会总体大于风险的情况下,多家机构均建议短期以持券观望为宜,等待进一步政策信号的出现。

期盼小牛争春

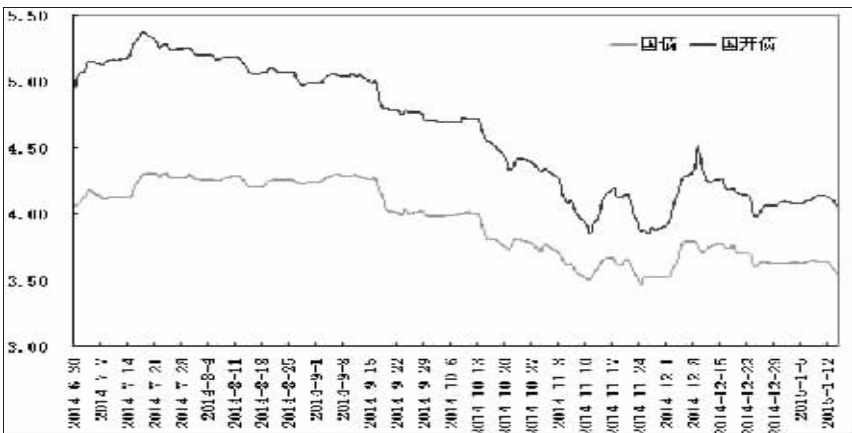
13日,债券市场打破沉默,出现明显上涨。中债到期收益率曲线显示,13日银行间待偿期为10年的固息国债收益率下行逾5bp至3.58%,此前10年期国债已在3.63%一线盘整了超过两周时间。14日,债券收益率继续下行,10年期国债中债收益率再降4bp左右。

在近两日债市上涨的背后,尽管有续做MLF的传言在暗地使力,却在一定程度上反映出当前债券市场人心思涨的氛围。事实上,此前很多机构看好2015年一季度债券市场行情,原因在于:

首先,经济增长形势仍不乐观。2014年12月份的宏观数据正陆续公布,预先发布的PMI数据显示当月宏观经济继续走软。高频数据方面,2015年伊始,五大电力集团耗煤增速继续下滑,同样表明经济增长动能不足,社会总需求改善乏力,经济下行压力仍然比较突出。

其次,通胀持续低迷,工业品价格通

银行间十年期国债和国开债收益率走势



缩形势严峻,市场利率具备继续下行的空间。去年8月以来,工业品价格加速下行,PPI通缩形势严峻。考虑到美元升值、全球经济形势疲软,大宗商品价格下行趋势依旧,未来工业品持续通缩可能性大。在工业品持续通缩背景下,消费价格维持弱势可能性大,通胀整体低迷的态势难改。

通胀预期是影响债券利率定位的一项重要指标。在通胀走低的环境中,近期全球债券收益率持续下降。数据显示,近期日本和德国的10年期国债利率已创出历史新低,英国和美国10年期国债利率离2012年7月份的历史低点也已不远。中国国债收益率目前仍在历史平均水平上方,收益率仍有向下的想象空间。

再者,经济弱、通胀低的基本面环境下,货币政策放松仍有余地。一方面,经济弱势形成货币政策托底的需求;另一方面,通胀低迷,导致实际利率不降反

升,这不利于居民消费和企业投资,货币政策仍有较大放松压力。

最后,一季度供需关系良好,有利于债券市场酝酿多头行情。一季度,机构全年投资计划下达,在早投资早受益的观念作用下,债市处于季节性的配置旺季。与此同时,一季度又是传统的债券供给旺季,结合国债发行计划及城投债供给萎缩来看,一季度供给压力尚不足虑。

静候政策佳音

从昨日市场表现看,尽管MLF续做的刺激被逐渐消化,但得益于好于预期的流动性环境支持,债券市场维持暖意。考虑到新股发行高峰期已现,流动性已难见剧烈收紧的情况,待申购资金解冻后,进一步改善值得期待,这在一定程度上提升了市场看多情绪。不过,多家机构最新观点显示,鉴于经济数据披露期的谨慎情绪难除,而货币政策尚无有力宽

一季度机构配置力度弱于往年

□安信证券固定收益部 袁志辉

在债券市场经营多年的投资者,一般容易形成一个经验性投资判断。即,每年一季度债券市场在供需层面都会存在较为明显的错配,一方面,年初债券供给季节性稀缺,另一方面,市场资金供应充足、主要机构尤其是银行配置压力较大,从而导致一季度债券收益率季节性下行。不过,今年一季度的机构配置力度或许弱于往年,以经验投资难免被经验所累,债市走向还需回到基本面这一核心因素。

从供给端看,中央经济工作会议定调2015年首要任务为稳增长,实行更为积极的财政政策,预计赤字率将由2014年的2.1%上调至2.5%附近,政府债券的供给将增加。从2015年关键期限国债、50年期国债、储蓄国债和第一季度国债发行计划来看,全年较2014年发行规模增

加约2000亿。综合考虑关键期限国债的月度发行和到期量分布情况,2015年一季度到期量明显少于去年同期,2015年相对于2014年一季度供给压力明显增加。此外,信用债供给弹性较大,一般季节性不明显。

从需求端看,一般一季度的配置主力为商业银行。由于考核机制未变,“早投资早受益”原则下,年初依然是商业银行集中配置债券时点,再加上经过去年12月的估值调整后,当前债券收益率配置价值尚可,因此机构配置需求仍在。但是,考虑到商业银行配置能力以及债券资产的替代性,今年一季度的机构配置力度将弱于往年。

首先,利率市场化背景下的存款搬家,导致商业银行配置能力下滑。目前银行理财规模已突破16万亿,存款流失压力较大,而且在资金成本抬升的同时稳定性变差,极大制约了银行配债能力。事

实上,在2014年一季度,传统配置主力商业银行的整体配置规模就已经远小于往年。根据中债登的数据,2014年一季度,国债和金融债的托管量增加4862亿元;其中,商业银行整体增持2149亿元,增持量同比减少22.7%,虽仍为最大配置机构,但是配置力度已大幅降低。

其次,股票、信贷等资产对债券的替代性增强。2014年四季度以来,权益资产日益火爆对银行存款、理财产生了较为明显的分流,降低了债券资产的配置资金来源。同时,由于一般贷款利率居高不下,利率超过7%的贷款资产相较于债券而言,对商业银行仍具有较大的吸引力。当前5年AA+中票估值在5.9%附近,相对信贷的隐含流动性溢价超过120bp,大幅高于历史均值。因此,随着股票、信贷等资产对债券的替代性持续增强,对债券配置资金形成较大分流。

如前所述,在供给规模略高于往年的

同时,需求端配置能力及资产可选择性却限制了配置力量的释放,那么市场经验所预期的供需错配导致一季度债券行情今年将明显弱于往年。其实,2002年以来共13年的一季度长期利率债走势显示,经验现象发生的年份只有8年,61.5%的统计概率并不高。因此这种经验判断更多是一种相关性现象,不是必然性的规律。

股票市场上大家喜欢讨论诸如“先月效应”等季节性价格变化,但是实证上却很难成立。债券市场也一样,如果存在一成不变的价格波动规律,而且呈现出季节性,那么根据行为金融学的观点,市场交易行为也将熨平这种不自然的波动。整体而言,今年一季度机构配置力度或许弱于往年,固定经验对债券市场的判断可能失误,对债券市场的分析判断还是应该回归到最核心的宏观经济、流动性等基本因素。(本文仅代表作者个人观点)

今年同业存单发行量有望翻倍

□本报记者 葛春晖

2015年刚刚过去不到半个月,披露2015年同业存单发行计划的银行就已达到35家,计划发行总额超过1.7万亿元,远超去年全年水平。分析机构指出,在利率市场化持续推进的背景下,发行同业存单已经为股份制银行和中小商业银行优化负债结构、拓宽负债来源的重要渠道,预计2015年同业存单的发行总规模将超过2万亿元,较去年的大幅扩容可能给利率债投资带来一定的挤出效应。

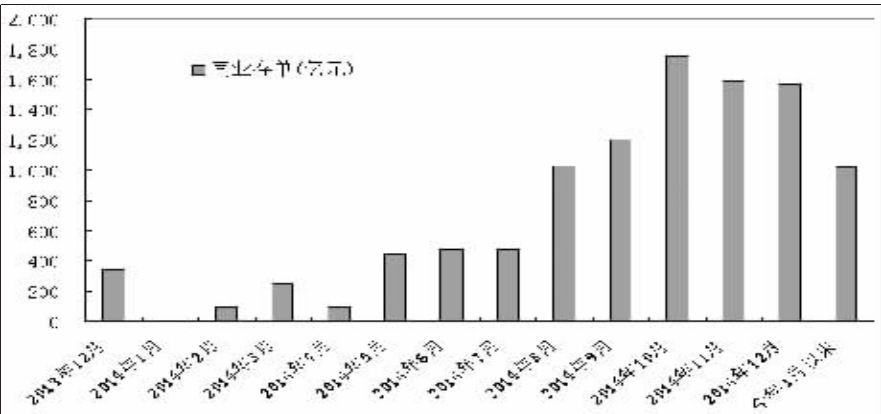
银行主动负债“新宠”

商业银行同业存单自2013年12月以试点形式面世以来,经过2014年的加速铺开,刚刚进入2015年就呈现出爆发式增长态势。1月14日,华商银行、宁夏银行相继披露了2015年同业存单发行计划,各自计划发行额度均为100亿元。至此,披露2015年同业存单发行计划的银行已达到35家,发行额度合计达到1.7085亿元,而2014年全年近百家银行披露的同业存单计划发行额度也只不过逾1.43万亿元。

市场人士指出,近年来,随着利率市场化进程的持续推进,商业银行自身的流动性管理也面临着持续挑战,而同业存单的推出丰富了商业银行的市场化负债来源,正在逐渐成为商业银行优化负债结构、提升主动负债管理的重要渠道。与此同时,由于吸储能力相对弱于国有大型银行,发行同业存单更是成为股份制银行和城商行、农商行等中小银行提升存款吸收能力和主动负债能力,降低融资成本的重要途径。

将部分银行已公布的2015年发行计划与其2014年计划进行对比,股份制银

同业存单月度发行量



行和其他中小银行对同业存单发行的积极程度即可一目了然。已披露的信息显示,农行、中行等四大国有银行2014年同业存单计划发行额度均为1000亿元,而农业银行2015年度的计划发行额度与去年持平,中国银行则降至500亿元。与之形成对比的是,作为全国性股份制银行的招商银行、浦发银行、兴业银行,今年同业存单计划发行额度均高达2000亿元,而去年各自为800亿元、1000亿元、1000亿元,光大银行和平安银行也将各自的计划发行额度由去年的500亿元、700亿元分别提升到了1500亿元、1000亿元。此外,其他可比较的中小银行今年计划发行额度也大多在上年基础上有所提高。

或挤占机构配债资金

2013年12月,银行可转让同业存单启动了试点发行,参与首批发行的为中农工建等10家国有或全国性股份制商业银行,发行总额合计仅340亿元。2014年,随着此项业务的加速开展,全年累计发行

额度达到了8985.60亿元;尽管有部分同业存单于年内到期,但截至2014年底,同业存单存量规模仍剩余额5995.3亿元。而据WIND最新统计显示,截至1月14日,2015年以来不到半个月时间里,银行间市场已累计发行了1018.60亿元。另外,还有9家银行将于15日再发共计144亿元的同业存单。可以预见,随着发行人范围扩大、需求群体增多、发行额度增加,2015年同业存单发行将进一步呈现井喷态势。

国泰君安证券指出,目前国开行、工行、建行、中信等大行尚未公布年度同业存单发行额度,未来随着面向企业和个人大额可转让定期存单发行,预计2015年同业存单总供给量将达到2.5万亿元,扣除到期规模后,年度净增量将超过1万亿元。值得一提的是,国泰君安证券分析师同时指出,虽然同业存单不属于传统的利率债,但由于发行方是银行,信用资质优异、收益率较高,容易受到银行配置盘青睐,将会对利率债投资造成一定程度的挤出影响。

十股齐发 资金面依旧宽松

□本报记者 葛春晖

1月14日,货币市场迎来本轮新股集中发行的“尖峰时刻”,10只新股同时进行网上申购,对市场流动性形成不小考验。但不出市场所料,冻结资金高峰仅令交易所相关期限资金利率略有波动,整体货币市场特别是银行间市场资金面依旧保持了总体宽松格局。

数据显示,14日银行间质押式回购市场上,主流隔夜回购加权平均利率较上一交易日下行近2BP至2.60%,被视为标杆品种的7天回购加权平均利率基本持平于3.82%附近,14天品种下行5BP至4.73%。此外,除跨月末的21天品种大涨55BP之外,其他更长期限的品种利率均有不同程度下行。据交易员称,当日各期限资金供给均十分充裕,而市场需求主要集中在14天以内品种,1个月以上品种供过于求、成交稀少、利率下行,更是反映出机构对于春节前后

人民币即期汇率连升四日

□本报记者 王辉

近日来,在中间价整体持稳、美元指数高位徘徊的背景下,人民币兑美元即期汇率呈现偏强走势。1月14日,人民币兑美元即期汇率录得连续第四个交易日小幅上涨。

据外汇交易中心公布,2015年1月14日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1205,13日微跌10基点,由此结束了之前的“三连涨”走势。而即期交易市场上,人民币

资金面预期较为乐观。

交易所市场方面,上交所隔夜回购加权平均利率收报5.47%,较上日大涨约270BP;7天回购加权平均利率反而下跌了15BP,收于4.74%。与12月中旬那轮新股申购时隔夜、7天加权利率双双持续超过10%相比,本轮资金利率堪称“波澜不惊”。

分析人士指出,本轮新股申购冲击明显弱于预期的原因,一是,年初时点银行超储率通常较高;二是,去年末央行明确同业存款暂不需缴纳法定准备金,稳定了机构预期;三是,与去年12月相比,今年1月资金面扰动因素相对较少,且影响时点上有错位;四是,13日有传闻央行对到期MLF进行了续做,进一步缓和了市场气氛。按照此前机构预计,本轮新股申购冻结资金峰值在本周三,从周四开始将有资金逐步解冻,且随着时间推移,解冻资金将越来越多,意味着本轮“打新”给资金面造成的短期扰动即将烟消云散。

一级市场热度不减

1年期国债中标利率低于预期

□本报记者 王辉

3.23%左右。

市场人士表示,本周以来银行间资金面意外宽松,13日晚间有关央行续做MLF操作的消息也再度提振了市场信心,再加上主流机构配置需求也开始释放,本期国债的发行结果好于预期也在情理之中。

另外,财政部14日公告,确定于1月21日招标发行2015年记账式附息(二期)国债。本期国债为7年期固定品种,按年付息,竞争性招标面值总额200亿元,不进行甲类成员追加投标,

1月21日招标,1月22日开始计息,1月28日起上市交易。本期国债采用混合式招标方式,标的为利率,发行手续费为承销面值的0.1%。

大盘转债带动指数收红

□本报记者 王辉

周三(1月14日),沪深股市窄幅震荡,主要股指小幅收跌,交易所可转债市场亦是跌多涨少,但大盘转债走强仍带动转债指数以红盘收报。

具体来看,中证转债指数收于447.88点,较周二小涨3.75点或0.84%。全天市场合计成交75.1亿元,较周二温和放大近两成,但仍为近期较低的量能水平。个券表现方面,当日两市正常交易的26只转债中,有10只上涨、2只平盘、14只下跌。本周二刚刚挂牌上市的格力转债小涨1.12%至

■外汇市场日报

欧元兑美元汇率创历史新低

□南京银行 蒋献

在欧洲央行量宽加码预期持续升温的背景下,本周三欧元再次跌破面世以来兑美元汇率的最低水平。

继隔夜汇市下挫之后,欧元在亚洲交易时段一度反弹0.2%至1.1789位置,但欧盘开后便快速跳水。欧洲法院一位法官表示,欧洲央行在不直接参与受助国援助计划的前提下,可以获准施行购债计划。这意味着欧洲法院为欧洲央行施行量化宽松政策亮了绿灯。欧洲央行总裁德拉吉此前也表示,欧洲央行已经做

好购买政府债券的准备。受此影响,欧元重挫至1.1728的9年低点,也跌破了1999年欧元面世时的1.1747水平。从技术面角度看,欧元对美元支撑位在1.1731,阻力位在1.1835。

目前市场对于欧洲央行可能在下周货币政策会议上出台量化宽松政策的预期越来越强,而之前美国公布的一系列经济数据依然强劲,令市场对美联储加息的预期也在增强。两大央行货币政策未来走向渐行渐远,将继续令欧元承压。与此同时,投资者对于全球经济增长的担忧,则会令日元等避险货币获得追捧。