

■债市乍暖还寒系列报道(五)

经济春意初露 债市盛夏已逝

□本报记者 王姣

“乍暖还寒时候,最难将息。”3月中旬以来,债券市场的表现阴晴不定,10年期国债收益率在拉锯中震荡上行。

“暖”的方面,美联储加息暂缓、汇率趋于稳定、配置需求释放等“火种”点燃了投资者的热情;“寒”的方面,通胀预期升温、资金短期趋紧、违约风险频发、供给压力增大、去杠杆担忧等“冰水”令市场情绪偏于谨慎,而基本面的变化无疑是当前债市面临的最大的不确定性因素。

业内人士指出,3月中采与财新PMI双双回升,印证经济积极变化,基本面回暖似乎令部分市场人士猝不及防。考虑到整体经济内生动力仍弱,目前市场对经济改善能否持续仍存在争议,不过“稳增长”政策下经济企稳预期升温亦令债券市场持续承压,结合通货膨胀、货币政策和风险偏好预期,未来一段时间内,债券市场料将呈现“上有顶下有底”的格局,收益率将大概率维持窄幅波动。

经济数据现改善

伴随着“稳增长”大幕的开启,积极的财政政策和稳健的货币政策持续发力,连贯的政策刺激效果开始显现,今年3月中国官方制造业PMI、非制造业PMI和财新PMI反弹幅度均超市场预期,都证实了经济出现企稳向好的迹象。

4月1日公布的数据显示,3月官方制造业PMI为50.2,时隔8个月重回荣枯线上方,比市场预期高0.8个百分点,比2月高1.2个百分点;3月财新制造业PMI为49.7,为13个月来最高纪录,比市场预期高1.4个百分点,比2月高1.7个百分点。非

制造业PMI亦明显回升,3月官方非制造业PMI53.8,比2月高1.1个百分点。

在业内人士看来,上述数据显示前期政策效果逐渐显现,国内外需求好转带动中国经济回暖。而季节性因素、房地产回暖、信贷高速增长、外部环境改善等,都是造成3月份PMI显著好转的重要原因。

国泰君安证券指出,3月PMI全面回升,季节性新开工因素、房地产投资回升,信贷维持高位以及大宗价格反弹等,利于经济小周期企稳,企业补库存迹象增多,预计3月工业增速、出口、消费和企业利润等将逐步好转,总需求出现脉冲式反弹。预计今年一季度GDP增速放缓至6.7%-6.8%左右。

与此同时,不少分析人士认为,3月PMI指数回升不仅是节后集中开工等季节性因素所致,总需求管理配合供给侧改革实施增强了经济回稳动力;3月PMI大幅回升,结合此前的1-2月工业企业利润数据,进一步明确短期国内经济企稳向好。如光大证券在最新研报中表示,虽然PMI上升有季节性因素,但季调后3月PMI依然有50.0%水平,继续处于荣枯线上方,稳增长政策下,企业景气度出现实实在在的提开。而PMI分项均出现不同程度回升,经济显现较为全面的企稳态势。

回暖持续性仍存争议

对于经济基本面改善的持续性和稳定性,目前市场各方仍存在争议。相对乐观者认为,近期公布的多项经济指标均不同程度地反映出经济呈现企稳迹象,且主要受需求和供给双双发力驱动,加上近期政策层面维稳意图明显,预计未

来经济边际改善概率继续增加。

“政府稳增长决心明确,经济企稳态势将逐步确立。”光大证券最新研报指出,在稳增长的大背景下,随着政策目标趋于统一,信贷和社融将延续同比多增态势,推动实体经济资金面改善。而具有地方政府信用支持的基建项目依然是融资的主体,基建投资增速将持续回升。同时随着房地产需求持续回暖,房地产投资也将延续改善趋势。1-2月经济数据提示的需求改善以及3月PMI显示的生产回暖对经济企稳来说仅是“小荷才露尖尖角”,随着稳增长政策持续发力,投资回升推动的经济企稳态势将在未来几个月确立。

申万宏源证券更为乐观地表示,就中国因素来看,在房地产投资恢复、新基建逐渐到位以及国家的持续宽松支持下,中国经济已经开启3-6月的向上脉冲模式。

以海通证券、国信证券、中信建投证券等为代表的机构则认为,经济改善持续性存疑。中信建投证券认为,PMI的短期回升并不代表经济增长动力的增强,经济下行压力依然较大。首先,从短期因素看,PMI重回扩张区间在一定程度上受到季节因素的影响。其次,从微观层面看,企业生产经营仍存在不少困难。最后,从宏观层面看,经济增长内生动力仍然较弱,未来房地产销售的回落可能拖累房地产投资,盈利预期下降与产能过剩问题依旧制约制造业投资,财政资金约束可能制约基建投资,全球经济贸易增速放缓的背景下出口提升空间有限。

利率上有顶下有底

经济增速下行、通胀低位以及去年

股市调整后带来的“资产配置荒”被视为去年下半年以来收益率陡峭下行的主要原因。与之相对应的是,经济企稳及通胀回升预期成为今年以来利率债陷入窄幅震荡的关键因素。今年3月中旬以来,中债10年期国债、国开债收益率分别上行了2.33bp、4.45bp,4月5日分别报2.8637%、3.2157%。

市场人士指出,从大周期来看,经济增长中枢长期下移,经济内生动力仍弱,稳增长下基本面复苏趋于温和,仍需稳健偏宽松货币政策辅助积极财政。同时,在经济企稳、通胀抬升、资金面紧平衡的情况下,债市收益率易上难下。综合机构主流观点来看,预计债市将延续窄幅震荡格局,利率仍是“上有顶下有底”。

中信证券指出,经历过工业品价格上涨、工业企业利润改善后,生产复苏不过是迟早的事,且未来复苏程度将继续加深。基本面回升终将来临,并不意味着收益率难破2.8的“铁底”,结合通胀上行压力,货币宽松的必要性进一步下降,也更加筑底债市。同时,本轮复苏中,经济周期、库存周期上行力度均弱于前两轮复苏,基本面回升更趋温和,因而收益率上行有顶。继续维持2016年债市区间波动的判断不改,坚定认为10年期国债将在2.8%-3.4%的范围内区间波动。

也有乐观者对收益率继续下行抱有较大希望。国泰君安证券指出,进入4月份,包括宏观数据在内的各种利空都在释放,债券市场将存在一些压力,不过注意到商品和物价可能已经临近见顶的拐点,而商业银行信贷投放则很可能是“强弩之末”,叠加地产调控可能带来的地产价格和地产销量拐点,4月份很可能是债券牛市积蓄能量的时期。(本系列完)

人民币对美元结束四连升

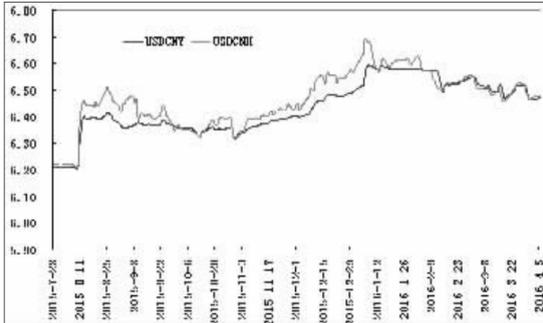
4月5日,人民币兑美元即期汇率结束连续四个交易日的上涨,随中间价一道出现回调。截至5日北京时间18:30,在岸及离岸市场人民币兑美元汇率均下跌超过100个基点。市场人士指出,短期人民币汇率涨幅较大,且假期积压的购汇需求释放,共同推动汇价回调。短期看,美联储升息悬念加剧美元波动,人民币或随美元呈现波动加大的走势。

5日,在岸市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4663元,较前一日下调78个基点,结束了此前连续四个交易日上调的势头。当日银行间市场即期询价交易中,人民币兑美元跟随中间价低开在6.4710元,日间多数时候均在6.47元一线横盘,临近15时,人民币即期汇率跌幅扩大,至16:30收盘价报6.4732元,较前收盘价跌88基点,一度收市时报6.4751元,人民币跌幅一度扩大至139个基点,截至18:30报

6.4747元,跌107基点。香港市场上,离岸人民币兑美元汇率同样呈震荡下跌的走势。截至18:30,离岸人民币兑美元即期汇率报6.4832元,跌120基点。两地人民币即期汇率价差在80基点左右。

市场人士指出,靓丽非农就业数据逐渐消除了美联储主席耶伦“鸽派”言辞造成的冲击,4月5日美元汇率小幅走高,但当日人民币汇率下跌主要还是受到短线涨幅过大及假期后购汇需求较大的影响。近段时间,由于美联储升息预期忽冷忽热,美元汇率波动加大,受其影响,人民币汇率走势的波动性也有所增加,预计短期内人民币仍将跟随美元汇率波动。从趋势上看,近期中国经济初露企稳迹象,以及美联储升息预期总体降温,均有助缓和人民币贬值预期,但预计一段时间内,人民币兑美元汇率至多是走稳,仍不具备升值的基本面基础。(张勤峰)

美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



正股走好 转债普涨 江南转债首日涨近三成

5日,A股走好,个股普涨,带动可转债类债券个券普涨。其中,首日上市交易的江南转债两度临停,全天涨29%,首日定位略高于机构预期,体现了A股乐观预期升温对转债行情的正面作用。

江南转债5日正式于上证所挂牌交易。盘面显示,昨日江南转债开盘报125.090元,因在首日集合竞价阶段超过120元,21日相继将有3280亿元、1175亿元的3个月期MLF到期。而路透的数据则称,4月中旬左右到期的MLF将超过5500亿元。面对大规模的MLF到期,央行如何操作,对短期资金面都可能产生较大的影响。

市场人士指出,企业缴税和MLF到期对4月份资金面有客观不利影响,增添了中短期资金面的不确定性。虽然央行通过多种方式进行对冲,保持流动性在合理充裕状况仍是大概率事件,但在金融机构超储率并不高的情况下,需要警惕流动性短期波动加大的风险。

江南转债首日定位略高于机构预期。此前国信证券预测江南转债上市初期定价在125

元附近,中投证券等则预计在120元-125元之间。

昨日,A股走好带动转债普涨,或在一定程度上提振了新券首日表现。5日,上证综指上涨1.45%,收报3053.07点,连续四个交易日站稳3000点关口;行业指数全线飘红,个股普涨,显示市场乐观情绪升温。在正股走势带动下,5日沪深正常交易的16只可转债及可交换债全线收高,除江南转债外,格力转债、广汽转债、15清控EB涨幅均超过2%。

市场人士指出,近期外有美联储升息预期降温,内有经济企稳预期上升,共同提振市场风险偏好情绪,A股短期或延续震荡偏强市道,转债有跟涨机会,但转债股性估值偏高的问题犹存,仍将制约转债跟涨能力。(张勤峰)

国开增发债投标需求尚可

4月初资金面持续好转,加之债市配置需求仍支撑现券表现,一级市场上,昨日国开行招标发行的4支国债需求尚可,中标收益率全线低于二级市场水平。

国开行此次招标发行的4支债均为国债增发债,包括7年期增发债,期限分别为1年、3年、5年、7年。

招标结果显示,此次国开行1年期债券中标收益率2.288%,全场倍数2.69;3年期中标收益率2.6829%,全场倍数3.09;5年期中标收益率2.9491%,全场倍数2.47;7年期中标收益率

3.2674%,全场倍数2.65。

据中债到期收益率曲线,4月1日,银行间市场上待偿期为1年、3年、5年、7年的国开债收益率分别为2.3679%、2.7163%、2.9692%、3.2771%,此次招标的1-7年期国开债分别低于二级市场水平7.99BP、3.34BP、2.01BP、0.97BP。

市场人士指出,目前市场上等待配置的资金仍较多,配置需求的持续释放将继续支撑债市,不过在经济企稳预期增强、通胀压力上行、供给压力加大的背景下,后续债市或延续震荡格局,建议投资者保持谨慎。(王姣)

广东债中标利率 较下限上浮15-18bp

5日,广东省财政厅公开招标发行了该省今年第二批政府一般债券和专项债券。据招标结果显示,广东省此次招标的两批共317亿元地方债,中标利率较投标下限高出15-18个bp。市场人士预计,从二季度起,地方债发行将逐渐进入高峰期。

广东省昨日招标的一般债券含3年、5年、7年、10年四品种,招标稍早进行,随后招标的专项债券则分别5年、7年、10年三品种。据发行结果公告披露,此次3至10年一般债券中标利率分别为2.46%、2.67%、2.98%和3.03%,5年、7

年、10年专项债中标利率分别为2.64%、2.98%、3.03%,除5年品种定价略有差异外,7年和10年一般债和地方债定价均保持一致。与招标前公布的投标区间比较,此次各品种广东地方债中标利率高出投标下限15-18bp不等。

据统计,今年一季度,各地共发行地方政府债券150支,面值总额9554.23亿元。目前市场机构对于2016年地方债供给继续扩容存在一致预期。考虑到一季度受发行启动时间、节假日因素等影响,二季度发行规模显然有望“更上层楼”。(张勤峰)

季末紧张渐消 4月“钱景”并非无忧

□本报记者 张勤峰

5日,银行间市场资金面延续跨季后的转暖态势,大行资金供给充裕,银行类机构拆借容易,央行也顺势减少了逆回购操作规模,当日公开市场操作实现中性对冲。市场人士指出,季末扰动消退,大行出资意愿回升,5日进行的例行法定准备金缴款也未产生太大影响,短期资金面正逐步恢复宽松常态。不过,在超储不高的背景下,月内企业缴税与大量MLF到期仍使得流动性存在一定的不确定性。

跨季后资金面转暖

5日,资金面继续呈现月初以来的宽松局面,银行间主要回购利率走跌。昨日银行间质押式回购市场上,隔夜回购利率加权值报2.00%,微跌0.5bp;7天期品种跌1.8bp至2.42%;中等期限的14天与21天期品种跌幅大,加权值分别报2.93%、

2.89%,分别下行37.5bp和29.6bp。交易员称,跨季后大行融出资金意愿回升,隔夜等短期资金供给明显增多,银行类机构之间拆借容易,资金面整体呈现宽松态势。

值得一提的是,昨日是例行法定存款准备金缴款日,因季末存款规律性增多,导致缴准基数扩大,跨季后的首个缴准日银行机构往往面临着较大规模的存准补缴。“由于大行资金供给充足,昨日的例行存准缴款几乎未造成影响,足见跨季后整体资金面回暖的态势。”一位交易员如是表示。

昨日,央行调减了逆回购操作的规模,当日央行开展了600亿元7天期逆回购操作,交易量较前次的1400亿元减少了800亿元,因恰好有600亿元逆回购到期,因此当日央行公开市场操作实现中性对冲。交易员认为,月初资金面趋松,有借款需求机构在市场上即可筹到资金,央行调减逆回购交易量也是顺势而为。

谨慎情绪难消 期债区间震荡

99.630元,跌0.245元或0.25%;T1606持仓当日缩减76手至36082手,成交放大近三成至14463手。

交易员表示,进入4月之后资金面紧张局势基本缓解,昨日包括隔夜在内的各期限资金供给充足,例行的月初缴准调整影响十分有限。但另一方面,随着市场通胀预期继续增强,3月PMI等最新经济指标也显示宏观经济有阶段性企稳回升迹象,市场机构对于债券行情的谨慎看法犹存,在很大程度上制约了国债期货的表现。

短期难打破盘整

目前市场对债市看法的分歧较大,总体上谨慎的观点继续增多。映射到国债期货市场上,预计国债期货短期难打破高位

但也有交易员称,昨日回购市场上质押信用债融资仍需加权利率基础上加点,对于以质押信用债为主的券商等非银机构而言,短期流动性的充裕还没有达到“阳光普照”的程度。

月内有两大不利因素

3月最后一周货币市场流动性再现短期紧张情况,主要由季末金融监管考核引起,今年央行首次引入“宏观审慎评估体系”(MPA),导致国有大行更显惜借,特别是收紧了对非银行机构的拆借,更加剧了短期流动性的紧张程度。季末考核毕竟是时点性影响因素,跨季后,大行出资意愿回升,考核造成的短期扰动消退,资金面逐步恢复常态在预料之中。不过,有市场人士提醒,对4月份“钱景”仍不可过于乐观。

其一,季度首月往往要面对大量财税清缴造成的短期流动性波动。4月份是二季度首月,因企业上缴上一季度所得税款

期债区间震荡 盘整格局。

针对3月制造业PMI指数的强势反弹,中金公司认为,从需求、供给、价格、库存等多个维度来看,短期工业改善源于房地产和基建需求的阶段性改善,但年内房地产和基建投资预计都会呈现前高后低的变化,二季度会重新放缓。考虑到微观层面企业经营状况仍在恶化,短期的经济改善难以把企业带出困境,需要推动供给侧改革才会看到长期的希望。换言之,目前实体经济的回升可能并不会给债市带来显著压力。此外,银证券认为,未来较长时间内整体通胀压力不会显著超出预期。

不过,来自上海证券、华创证券等机构的观点也指出,年内经济整体预计将继续底部徘徊,进一步下行空间较小,货币强刺激

空间预计将较为有限。综合央行MPA监管体系的推出,4月份商业银行超储率预计将出现明显收缩,资金面仍不宜过度乐观。

对于国债期货的投资策略,方正中期认为,依然疲弱的经济基本面决定了利率水平不会骤然走高,但制造业已有的好转迹象、风险偏好的变化以及对通胀的担忧也使得利率水平进一步下行基本无望。在此背景下,二季度国债可能出现震荡下行,10年期国债收益率有望小幅回升至2.9%-3%的水平。国泰君安期货则表示,现阶段货币政策的内生性增强,尽管通胀回升,经济企稳或削弱货币宽松的预期,但不需过分悲观。利率债和地方政府债发行供给“均速增长”对市场的压力,预计也不会显著超出市场预期。在此背景下,期货预计还将维持区间震荡格局。

又进入平衡状态。理解平衡状态可以从几个角度入手:从债性角度看,缺乏配置价值但有波段操作价值;从股性看,受风险偏好提升推动,但由于风险偏好回升持续性存疑加高溢价率的状态,向上的幅度也是有限的;目前的平衡状态下,仍是博弈为主,当市场调整至震荡区间较大位置,可以配合其他因素,积极做多,一旦运行到相对高位,则可以空仓或者减仓。这样积小成大,增厚收益。

国泰君安:收益风险比不输正股

在正股持续反弹期间,转债定价逻辑重新由债性切换回股性,导致股性估值加速下修。不过价格波动和成交量持续下降,意味着转债的主要投资主体为配置型机构。随着安全边际上升,转债对于追求绝对收益的资金仍有吸引力。(王姣整理)

市,虽然2016年评级下调达到历史同期之最,但是这不是信用债的致命伤。信用债流动性风险一旦爆发势必构成毁灭性打击。

平安证券:分化趋势更明确

基本面向下造成企业经营持续恶化,财政收入下滑令地方政府“兜底”难度上升。我们认为经济转型过程中随着产业结构调整、去产能和去杠杆推进,传统过剩产业信用风险不断提高将是常态。东北特钢或打破市场刚兑信仰,信用定价体现信用风险功能将逐步得到修复。值得注意的是,目前高收益资产依然相对缺乏,因此相对低等级信用债、高等级信用债信用利差仍在相对收窄。

可转债

兴业证券:转债又入平衡状态

近期转债价格上下波动有限,似乎

华创证券:长端利率恐继续调整

我们年初提示的货币政策的拐点和通货膨胀的拐点已经出现,根据二季度国债发行计划,供给的拐点也将出现。未来如果宏观数据能够出现连续改善,将意味着经济增长的拐点也会出现。在这样一种背景下,建议机构对长端利率债保持谨慎态度。一级市场如果不能消化掉大量的供给,势必将带动二级市场出现调整,而4月资金的波动也会对债券产生扰动,因此我们判断长端利率的调整仍将继续,可继续等待调整后的机会。

信用产品

国金证券:面临三大风险

信用债目前面临三大风险,其一是利率风险,其二是流动性风险,其三是信用风险;其中最大的还是流动性风险。我们认为,信用风险的“羔羊式”爆发不会压垮债

利率产品

申银万国:料维持窄幅波动

3月及1季度经济数据尚难以证伪经济企稳回升,需要密切关注4月经济运行的高频数据。资金面方面,预计随着MPA考核的结束,资金利率有望回落,整体仍相对平稳。4月美联储加息预期难消。此外,美联储鸽派基调下,美元回调,同时以铜为代表的大宗商品整体表现弱势,3月PMI数据的超预期也没能带动铜价的进一步反弹,除了铜的库存水平较高外,实际上对经济走势没那么乐观也是重要原因。这将从一定程度上对债市构成支撑。综合来看,4月尚难以看到债市大机会的来临,收益率维持窄幅波动的概率大。