

“债坚强”是怎样炼成的

□本报记者 张勤峰

21日,资金面紧势继续升级,但债券市场表现令人侧目,国债期货低开高走,午后强势翻红,并带动现券收益率由升转跌。在资金面如此紧张的情况下,债市逆势飘红的底气何在?

分析人士指出,除央行放水传闻刺激,提前博反弹可能是一个重要原因,其隐含的假设则是,本轮资金面紧张是暂时性的,利率上行将是加仓机会而不是风险。另外,债券配置价值显现,性价比提升,也在一定程度上支撑了债市近期的坚挺表现。但往后看,资金面压力可能常伴,基本面及政策面也不支持利率大幅走低,债市仍难觅趋势性机会。

债市淡对钱紧

本周伊始,市场资金面骤然收紧。一时间,交易圈内人声鼎沸,跪求资金成为主旋律,无奈连作为传统出资大户的部分大行也掉转头头,加入融资大军,令本已捉襟见肘的资金面雪上加霜,个别机构违约的传言再现江湖。

回想上一次出现类似情况,还是在去年底。去年11月中下旬,银行体系流动性持续异常紧张,被形容为“钱荒2.0”。再看当下,大盘转债发行不过是奏响了流动性阶段波动的序曲,考虑到MPA考核趋严,季末流动性势必面临大考,资金面收紧可能才开始,后续会持续多久、会演变到何种程度都是未知数。

但面对何其相似的流动性环境,债券市场的表现却是大不相同。去年11月、12月,流动性持续异常紧张,触去杠杆机制,最终引发一系列连锁反应及负反馈,债券在经历持续数年的牛市之后遭遇了一次空前的大调整。再看当下,资金面紧张程度已超乎预期,债市的表现竟然异常坚挺。

20日,资金市场异常紧张,资金利率大面积上涨,债市收益率仅小幅走高,10年期国债中债估值微涨0.17BP,10年期国债期货也只微跌0.02%。21日,资金面紧势继续升级,隔夜回购盘中甚至出现8%的高价成交,14天及以上期限回购利率全面涨破4%的关口,同期,债券市场低开高走,午后翻红,演绎了一场逆袭。现券方面,21日,10年期国债利率先涨后跌,活跃券170004尾盘成交在3.31%,持平前收盘水平;10年国开债160213尾盘在4.11%企稳,较前收盘价下行约2BP。

连交易员都表示,“最近债市太强了,尤其是国债期货。”这一轮资金面紧

张大约是从上周四(3月16日)开始出现的。3月16日至21日,银行间存款类机构7天期质押式回购利率(DR007)涨约52BP,10年期国债收益率则下行4BP,10年期国债期货主力合约上涨近1%。

除了传闻还有什么理由

在资金面如此紧张、短期与长期利率已经倒挂的情况下,债市逆势飘红的底气何在?“说实话,不知道。”一位券商的债券交易员坦率地向记者表示。这恐怕不是一家之言,近期债市涨得确实很蹊跷。

历史上,资金面收紧导致债市下跌很常见,但也有在资金面紧张时,债市上涨的情况出现。这种看似反常的现象,隐含的逻辑应该是:有的市场参与者并不认为资金面紧张会持续太久,资金利率一时的上涨可能造成债券收益率走高,但随着资金面回归宽松,资金利率的重新下行将会带来一波债券的反弹行情;如果市场对资金面的预期是比较一致的,那么就可能有投资者选择提前入场,因为等待资金面转松时,利率的回调可能是一步到位的,而这些博反弹的资金入场可能吸引更多资金跟风,最终会造成“反弹”提前出现。

这一逻辑用来解释当下债市的“反常”表现可能也是部分成立的。对于一季度末资金面可能出现的紧张,市场早有预期,自2016年一季度央行启用MPA后,市场已经多次见识到了MPA对季末流动性的冲击,何况从今年一季度开始,表外理财将被正式纳入广义信贷测算范围,近期又有传MPA考核的部分指标有收紧迹象,考核压力加大势必会加剧考核期流动性波动风险。

值得一提的是,最近卖方谈论“短多长空”或者提示“交易机会”的悄然增多,其中主要的理由便是,央行会出手维稳,本轮资金面紧张可能是暂时性的,基于此,如果债券市场利率明显上行,将是加仓机会而不是风险。

兴业证券最近一份固收报告指出,由于经济没有新周期,政策可能“温和去杠杆”,但金融机构在流动性和资产配置行为上预期悲观,如果负债端在中短期系统性风险不大,长端利率在1-2个月内上行的幅度可能有限,随着利空落地,比如季末MPA考核过后,市场反而会继续反弹。国信证券固收报告旗帜鲜明地指出,虽然近期资金面偏紧,此次季末流动性冲击不用过度担忧,因为央行将主动投放资金稳定市场预期,金融机构对MPA考核早已充分准备,建议抓住机会加仓。

“21日晚,有传言称央行已开闸放水,这回博反弹的资金可能又踩对点了。”一位银行交易员指出。

除博反弹这种逻辑之外,还应该看到,近期债市“逆预期”的表现,并不是刚刚才出现的。作为风向标的10年期国开债,其收益率自本月中旬起便呈现下行走势,虽然期间不乏靓丽经济数据公布、美联储加息落地等重磅“利空”信息出现,但债市仍走出一波上涨行情,这也迫使市场参与者重新审视对行情的看法。综合各类机构分析来看,核心的观点还是债券已初具配置价值,且向上的空间暂时有限,在“风险”有顶的判断下,配置需求释放、交易户不时推波助澜,构成债市坚挺的底气。

“提前”上涨或透支潜力

对于很多投资者来说,眼下可能都面临一个问题,那就是面对这样一波蹊跷的上涨,是追涨还是谨慎?

如果说博反弹是建立在资金面紧张不会持续太久、资金利率不会上涨很多的假设之上,那么短期行情的走势很大程度上取决于资金面的变化。基于MPA考核压力及同业存单到期情况来看,3月份资金面形势严峻,甚至有人担心这一回MPA造成的冲击可能较之前各季度末都有过之而无不及。倘若后续资金面紧势继续恶化,资金利率继续上涨,与债券收益率的倒挂程度加重,终将导致债

■观点链接

招商证券:趁调整加大仓位

本次资金面紧张是暂时性的,一方面由于投资者对MPA考核影响仍然存在不确定性预期,市场可能会对流动性有“超额需求”,如果MPA的影响不及预期,这部分超额流动性需求会迅速下降。另一方面,不可忽视央行“稳杠杆”的政策基调,预计央行可能会增加OMO或者MLF投放,以改善市场流动性分析和引导机构的流动性预期。客观的来看,债券市场可能受到流动性“提前”超预期紧张而承压,但是坚持认为,好的交易是“熬出来”的,投资者可以趁市场承压调整而加大仓位,为即将到来的“一年一次”交易行情做好储备。

国信证券:抓住机会加仓

对此次季末流动性冲击不用过度担忧。首先,本周公开市场操作重现净投放,央行主动投放资金稳定市场预期。而上周五央行也曾新增3030亿

券市场利率调整的出现,甚至可能会引发新一轮去杠杆及流动性风险。

有研究人士表示,去年四季度以来,债券市场杠杆水平虽有所下降,但从同业存单持续量价齐升来看,金融体系去杠杆依然任重道远,甚至还没有开始,而一些金融机构依靠主动负债扩张资产的行为,造成了负债端的不稳定性,并通过同业理财、委外等一系列操作,拉长了资金传递的链条,放大了体系杠杆水平,增添了风险隐患。在政策相对中性形势下,需对去杠杆保持敬畏,须坚守流动性这条生命线。短期看,资金面不会太松,且“提前”上涨透支潜力,债市收益率缺乏持续向下的空间。

另有分析人士指出,在经历去年四季度剧烈调整后,债券性价比有所提升,配置价值开始显现,在经济企稳但增长动力不强、通胀预期抬头但实际压力可控的情况下,债市收益率向上有顶,向上的超调确实可能带来一定的交易性机会,但也应当看到,无论是基本面还是政策面、流动性环境,都不支持债市出现趋势性机会,且监管风险依然是悬在债市头顶的达摩克利斯之剑。总之,不要低估监管层去杠杆的决心,流动性虽不至于出现系统性风险,但压力可能常伴,对债市不用太悲观,但也不能太乐观,在做好流动性管理的基础上,再考虑捕捉“超调”、“预期差”等可能造就的机会。

■观点链接

华创证券:对资金面保持警惕

MLF,估计接下来几天资金投放规模会增加;其次,光大转债打新资金周三周四即解冻;再次,虽然表外理财首次纳入MPA考核,但是央行从去年三季度时已经开始与市场积极沟通,所以此次MPA考核金融机构应该有充分准备。对于此次季末资金面偏紧对现券产生冲击,建议抓住机会加仓。

华创证券:对资金面保持警惕

短期来看,资金面紧张状况在未来两周时间里可能会成为常态。虽然央行有可能加大资金投放力度,以平抑资金面的过度波动,避免出现系统性风险,但央行在中性的货币政策基调之下,即使真的维稳资金面,也只能采取精准滴灌的方式缓和系统重要性机构的流动性压力,而不会大水漫灌式的宽松为机构的无序扩张买单。在季末时点尚未度过之前,资金面紧张的趋势大概率仍将持续,对资金面仍需保持高度警惕。(张勤峰 整理)

国开债中标利率均高于预期

国开行21日发行的四期固息债招标结果不佳,其中中标利率均高于市场预测均值,不过1年、3年、5年期认购倍数均超过3倍,10年期认购倍数则超过4倍,显示债市刚性需求犹存。

国开行此次招标增发的四期债均为固息债,包括2017年第4期以及2016年第15期、第18期、第13期金融债的增发债,期限分别为1年、3年、5年、10年,发行规模分别为30亿元、50亿元、40亿元、80亿元。据市场人士透露,此次招标的1年、3年、5年和10年期国开增发债中标收

益率分别为3.5774%、3.9574%、4.0405%、4.1091%,均高于此前3.47%、3.93%、4.00%、4.09%的预测均值,其中1年期高逾10bp,四期债对应认购倍数分别为3.23、3.24、3.26、4.33。

与二级市场估值水平相比,此次国开债招标结果有所分化。中债到期收益率曲线显示,3月20日,银行间市场上待偿期为1年、3年、5年、10年的国开债收益率分别为:5290%、39855%、4.0491%、40979%,此次1年、10年期中标利率高于二级市场,3年、5年期中标利率则低于二级市场。(王姣)

赛尔达被列入评级观察名单

鹏元资信评估有限公司(简称“鹏元”)日前公告称,决定将扬州赛尔达尼龙制造有限公司(简称“赛尔达”)主体长期信用等级列入信用评级观察名单。

赛尔达于2016年6月17日参与发行1.9亿元“2014年扬州中小企业集合债券”(简称“14扬州中小债”),公司参与发行额度为0.3亿元。

兴业银行扬州分行3月13日公告称,公司目前发生了重大

事项,已对“14扬州中小债”的本息到期兑付产生影响。公司方面尚未对外披露相关重大事项信息,也不接受鹏元现场尽调要求。目前,公司具体经营情况未知。基于上述情况,鹏元决定将公司主体长期信用等级列入信用评级观察名单。同时鹏元将密切关注公司经营情况及财务状况的变化以及重大事项后续进展情况等因素,并持续跟踪上述事项对公司主体长期信用等级和评级展望的影响。(王姣)

山西债中标结果分化

3月21日,山西省公开招标发行110亿元地方政府债,其中3年、5年期一般债中标利率与投标下限持平,7年期一般债和5年、7年期专项债中标利率则高于投标下限14-39BP。

公告显示,该批2017年山西省政府一般债券分为一期、二期、三期分别发行,债券期限分别为3年、5年、7年,发行规模分别为18亿元、18亿元、24亿元;该批2017年山西省政府专项债券分为一期、二期分别发行,债券期限分别为5年、7年,发行规模均为25亿元。

据中国债券信息网数据,上述债券3年、5年、7年期招标区间分别为2.92-3.36%、3.11-3.58%、3.19-3.67%。招标结果显示,上述3年、5年、7年期一般债券中标利率分别为2.92%、3.11%、3.40%,其中3年、5年期中标利率与投标下限持平,7年期则高于投标下限21BP;5年、7年期专项债券中标利率分别为3.25%、3.58%,分别高于投标下限14BP、39BP。

Wind数据显示,截至3月21日,2017年年内地方债发行规模已达1985.29亿元。(王姣)

口行23日增发三期固息债

中国进出口银行21日公告称,该行定于3月23日上午通过中国人民银行债券发行系统招标发行不超过120亿元的3支金融债,期限包括3年、5年、10年。

上述3支口行债分别是该行2017年第2期3年期、第3期10年期、第4期5年期金融债的增发债,均为固定利率债券,票面利率分别为3.8%、4.11%、4.05%,本次发行价格将通过承销团竞标确定,本次计划发行规

模分别为不超过40亿元、40亿元、40亿元。

日程安排方面,上述3支债招标日均为3月23日,缴款日均为3月27日,上市日均为3月29日,增发债上市后将与原债券合并交易。本次招标将采用单一价格(荷兰式)招标方式。以上各期债券均不设基本承销额。3年、5年、10年期债券发行手续费率分别为0.05%、0.1%、0.15%。(张勤峰)

铁总23日发行200亿铁路建设债

中国铁路总公司21日公告称,定于3月22日招标发行2017年第二期中国铁路建设债券,发行规模共200亿元。

本期债券分为5年期和10年期两个品种,其中5年期品种发行规模为150亿元,10年期品种发行规模为50亿元。本期债券发行利率通过招标系统向投标人进行单一利率(荷兰式)招标确定,5年期品种票面年利率为Shibor基准利率加上基本利

差,基本利差区间为-0.65%-0.35%,10年期品种票面年利率为Shibor基准利率加上基本利差,基本利差区间为-0.60%-0.

40%。5年期品种的招标利率区间为3.45%-4.45%,10年期品种的招标利率区间为3.50%-4.50%。本期债券的债券面值为100元,平价发行,以1000万元为一个认购单位,投标金额必须不少于1000万元且为1000万元的整数倍。

具体安排上,本期债券招标日为3月22日,缴款截止日为3月23日,分销日和起息日均为3月23日。

经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体信用等级为AAA,本期债券信用等级为AAA。(王姣)

■交易员札记

债市收益率震荡上行

周二,银行间市场资金面整体延续偏紧态势,各期限资金利率呈大幅上行。

一级市场上,近期火爆的同业存单依然维持大量发行,同存收益率较前日进一步提升,其中,3个月的AAA等级存单发行利率在4.60%-4.65%,1个月的AAA等级存单发行利率为4.55%-4.65%。早盘招标的四期国开债中标收益率均高于市场预期3-4bp。

二级市场上,利率债收益率整体上行,短端受资金面影响上行幅度较大。国债方面,中短端利率上行2-4bp,5年期上行4bp成交在3.26%,10年期成交在3.33%附近;金融债整体上行1-4bp,短端上行幅度更明显,其中国开债1年期成交在3.70%-3.75%,3年期上行5bp成交在

4.02%,5年期成交在4.07%,7年期上行2bp成交在4.22%,10年期成交在4.13%附近;信用债收益整体上行,短端上行明显,其中短融交投活跃,收益上行幅度较大,2个月附近16铁道scp003成交在3.95%,半年内的16国电scp007成交在4.32%;中票成交以短期限为主,收益小幅震荡,如半年内的12化工MTN1成交在4.80%,3年期15神华MTN001成交在4.51%。

临近季末及MPA考核,各机构融出谨慎,再加上转债申购资金冻结影响,债市流动性越发趋紧。短期经济面维持平稳,偏紧的货币政策及金融去杠杆进程将持续,债市短期内仍将震荡走弱,央行或将增加MLF等工具投放,以引导机构预期,平滑季度末的流动性。(中银证券 斯竹)

人民币汇率有望保持偏强震荡

□本报记者 王辉

周二,人民币对美元汇率中间价继续出现走软,而即期汇价则大幅扬升并创近半个月以来的新高。分析人士表示,短期美元弱勢震盪下滑的运行格局预计仍将延续,而境内资金面偏紧的环境有利于人民币汇率的表现。整体来看,近期人民币汇率预计有望保持偏强震盪的运行特征。

即期汇价再现强势拉涨

3月21日,人民币对美元汇率中间价为6.9071,较前一交易日下跌73个基点,为连续第三个交易日下跌,三日累计跌幅达209个基点。

而由于美元指数在周二亚洲交易时段

出现较大幅度跳水并一度跌破100点整数大关,当日人民币对美元即期汇价却出现强势扬升。具体交投方面,受隔夜人民币对美元CNH汇价走跌带动,周二人民币对美元即期汇价低开17个基点报6.9060,随后围绕开盘价一线窄幅波动,而14时后,受美元指数持续快速下滑带动,人民币即期汇价出现急速拉涨,至收盘时报6.8977,较前一交易日上涨66基点或0.10%,刷新了3月6日以来的近半个月收盘新高。此外,在白天交易时段结束之后,人民币即期汇价也一度进一步扩大涨幅,截至21日18时,人民币对美元即期汇价盘中一度大幅扬升至6.8865。

香港离岸市场上,周二人民币对美元CNH汇价在亚洲交易时段整体也呈现出震盪上扬的运行格局。截至21日16:30,人

民币对美元CNH汇价报6.8868,较前一交易日小涨24个基点或0.03%。与境内即期汇价之间的价差报109基点,较前一交易日略有收窄。

偏强震荡有望延续

交易员表示,尽管上周五及本周一人民币对美元汇率的交投还十分纠结,但周二美元指数出人意料的急速跳水,仍显著打破了这一市况的均衡。尤其美元指数在时隔一个半月之后重新跌破100点整数关口,大大强化了国际汇市投资者对于美联储加息“买消息、卖事实”的预期。从周二银行间外汇市场的交投情况来看,午后多家大行集中抛售美元,在很大程度上反映出短期人民币汇率多头可能正在重回市场。

有市场分析人士进一步指出,从截至周二晚间18时左右的CNH汇价走势来看,离岸人民币汇率也进一步扩大了相对境内即期汇价的“升水”,这可能也会有利于人民币汇率短期保持偏强运行势头。

外汇交易商富拓的中国市场分析师钟越江二表示,上周四美联储加息之后表示将坚持渐进加息的政策,而耶伦也重申缓慢加息路径,多个偏鸽派的消息共同引发了美元的下挫。整体来看,目前的消息面环境难以提振美元上涨,本周美元延续震荡偏弱格局的可能性偏大。

综合境内外人民币对美元交投情况和美元指数的表现,分析人士指出,短期内人民币汇率尚难以见到明显的利空因素,短期内预计仍有望以偏强震荡的运行格局为主。

期债弱勢震盪格局难改

□本报记者 王姣

受资金面紧张影响,21日国债期货市场早盘弱勢震盪,不过随着午后资金紧势缓解及央行放水消息传出,市场快速拉升并由跌转涨,截至收盘,5年、10年期主力合约分别收涨0.10%、0.19%。市场人士指出,短期内,季末流动性波动风险、金融去杠杆风险难以忽视,预计债市将继续承压,期债弱勢震盪格局难改。

期债由跌转升

周二,央行在公开市场进行了500亿元7天期、200亿元14天期及100亿元28天期逆回购操作,当日逆回购到期500亿元,实现资金净投放300亿元。连续净投放不改资金面趋紧态势,昨日银行间市场资金面整体偏紧,早盘各期限资金利率大幅上行。

受此影响,昨日国债期货市场早盘偏弱勢震盪,10年期国债主力合约T1706低开于96.2元,上午整体围绕

98.66-98.73元一线窄幅波动,午后随着部分大行资金供给稍有恢复,以及央行开展TLF消息传出,资金紧势略有缓解,国债期货随之快速拉升,T1706合约尾盘翻红,最终收报96.580元,较上日结算价涨0.19%,其持仓量增加983手,成交量为5.43万手;截至收盘,5年期国债期货主力合约TF1706收报98.955元,较上日结算价涨0.10%,其持仓量增加134手,成交量为1.03万手。

值得注意的是,昨日有消息称,中证登拟于4月7日调整公司债质押式回购政策,公司债中,只有主体、债项分别达到AA/AAA、AA+/AAA和AAA/AAA三类公募公司债具备质押融资资格,AA及AA+等的中低等级公司债将会失去质押功能,禁止入库。

短期难改弱勢

市场人士指出,一季度MPA考核即将来临,资金面紧张态势已经显现,叠加监管政策继续收紧,债市短期利空仍然较多,预计期债也难改弱勢,不过