

相似的资金面 不一样的债市 “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车头,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、会演变为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,触动去杠杆机制,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年期国开债中债估值微涨0.88BP,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,近期债市涨幅确实很蹊跷。

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,因为等待资金面转好时,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,最终会造出“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考核早已有充分准备,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

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,债市收益率率上有顶,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

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

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考核金融机构应该已有充分准备。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)

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,短期美元弱势震荡下滑的运行格局预计仍将继续,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荡的运行特征。

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个基点或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荡上扬的运行格局。截至21日16:30,人民币指数在周二亚洲交易时段

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周二表示,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。

期债弱势震荡格局难改

“12豫铁投债”存在暂停上市风险

河南铁路投资有限责任公司(简称“河南铁投”)21日公告称,“12豫铁投债”存在可能被暂停上市的风险。

河南铁投方面表示,根据3月6日公司发布的业绩预告,预计公司2016年度经营业绩将出现亏损,若2016年经审计的归属于母公司股东的净利润为负,将连续两年亏损。根据《上海证券交易所公司债券上市规则》的有关规定,上交所将在公司披露2016年年度报告后,对公司发行的2012年河南铁路投资有限责任公司公司债券(简称“12豫铁投债”)进行停牌处理,并在7个交易日内决定是否暂停上述公司债券上市交易。

此前中诚信国际信用评级有限责任公司在2016年年度跟踪评级报告中表示,维持河南铁投主体信用等级为AA+,评级展望为稳定;同时维持“12豫铁投债”和“14豫铁投债MTN001”债项信用等级为AA+。(王姣)

受资金面紧张影响,21日国债期货市场早盘弱势震荡,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,期债弱势震荡格局将改。

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震荡,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。

短期难改弱势

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,预计期债也难改弱势,不过

在央行的呵护下,流动性总体风险可控,去杠杆也将有序推进,投资者也不必过于乐观。

国泰君安期货表示,由于大型银行融出意愿下降,造成资金面非银机构普遍紧张和银行结构性紧张,然而通胀预期回落阻隔了短端利率向长端利率的传导,期债或延续偏强震荡。预计3月MPA考核造成的资金紧张压力或逊于2016年12月和2013年6月,建议关注央行公开市场投放资金的操作,短期内收益率曲线趋于平坦化,建议进行“做平收益率曲线”的操作,同时关注“空TF/TT1706、多TF/T1709”的跨期套利操作。

“整体上,流动性的趋紧对市场情绪形成一定的打击,不过影响较为有限,考虑到市场已对流动性偏紧有预期,且当前配置力量尚可,对国债期货形成支撑。操作上建议前期轻仓参与的多单持有者继续尝试持有,关注60日均线的支撑,尚未入场的投资者密切关注市场流动性的变化,寻求更适宜的入场机会。”广发期货表示。

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3.5290%、3.9855%、4.0491%、4.0979%,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。

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,发行规模分别为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14-39BP。Wind数据显示,截至3月21日,2017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