

监管严资金紧 债市料继续走弱

□本报记者 王姣

5月中旬以来,基本面、海外因素短期内对市场的影响弱化,政策协调加强引发的“预期差”给债券市场带来喘息之机,诡异的“M”型收益率曲线则反映出配置需求偏淡、流动性不足的状况。展望后市,监管推进的力度和节奏将如何演绎?年中流动性冲击、美联储加息担忧会否重新加剧市场波动?未来一段时间内债市能否继续企稳?本报特此邀请中信建投证券宏观固定收益分析师黄文涛和上海证券研究所首席宏观分析师胡月晓对此进行探讨。

流动性变差

中国证券报:近期现券市场略有所企稳,但同时收益率曲线呈现“M”型,如何解读近期债市表现以及收益率曲线的异常形态?

黄文涛:上周央行和银监会安抚市场以及受美国特朗普“泄密门”事件影响,国内债券收益率出现短暂下行。但上周国债一级市场招标不佳,表明市场配置热情并未改善,债券市场流动性变差,进一步导致低流动性的3年期和7年期品种收益率出现了倒挂,国债收益率曲线呈现“M”型。

胡月晓:近期监管层透露出安抚市场之意,且经济回暖放缓,通胀预期下降,各方面因素改善实则利好债市,但对于监管的担忧令市场仍在犹豫。国债收益率曲线呈现M型走势反映出,在“一行三会”的协调监管下流动性稳中偏紧,以及市场对未来流动性预期的担忧,使得交易多集中在10年期以及5年期等流动性较好的品种上,3年期以及7年期等流动性欠佳的品种则需要更高的流动性溢价;此外,对国债的投资需求主要来自银行、保险等机构,其配置习惯上集中于5年期和10年期等主流品种。

短期压力犹存

中国证券报:从监管层面来看,央行、银监会前周表态安抚市场情绪,但银行理财穿透登记等信息,令市场对监管的情绪再度转向悲观。如何判断金融监管推进的力度和节奏?

黄文涛:继5月12日银监会主动安抚市场后,再一次明确了温和去杠杆的基调。一季度央行货币政策执行报告强调了后续货币政策要更多地体现去杠杆和维护流动性基本稳定的协调和平衡,因此债市出现大范围危机的可能性不大。但央行

货币政策紧平衡的态度没有变化,5月末资金面压力正逐步体现出来,去杠杆仍然是大方向且态度坚决。后续资金面预期难以改善,债市也将经历去杠杆过程中的持续阵痛。

胡月晓:即使安抚市场也并不代表监管的结束。现在所提及的监管要点并非新的监管方向,而是对之前政策的重申或是监管的具体落实以及细化。整体来看,“一行三会”的协调监管正全面铺开,未来也将出台更多的监管细则去推进监管政策的落实,强监管、去杠杆、防风险仍将继续。

中国证券报:临近半年末时点,预计流动性波动对债市有何影响?

黄文涛:上周短端利率明显上行,表明市场对资金面预期仍然不乐观,尽管短期资金面仍然偏宽松,但跨月资金利率出现了大幅抬升,月末资金压力正逐步体现,资金面压力也将促使短端利率继续维持高位。汇率方面,美联储全年大概率仍将加息三次,并可能在今年年末或明年初启动缩表,但目前中美利差较大,短期内美债对中国债市的负面影响不大。

胡月晓:2016年年末以来,中国货币政策趋紧态势一直未有改变。随着6月中考核将近,资本本就易紧难松。特朗普泄密事件虽给本已板上钉钉的6月加息增加了变数,但加息预期仍高,资本外流压力上升,利率被动跟随上调预期也在上升。综合来看,年中流动性压力偏大,债市短期仍将维持底部徘徊态势。

收益率不会大幅抬升

中国证券报:对下一阶段债市运行有何判断及投资建议?

黄文涛:短期内债市仍不具备明显的交易性机会,但配置机会依然存在。具体来看,当前监管仍然是市场最大的不确定因素,债市表现仍将偏弱。基本面上,2月



黄文涛:后续资金面预期难改善,债市也将经历去杠杆过程中的持续阵痛。

以来CPI一直处于较低的位置,4月PPI也进入加速下行期,4月工业增加值如期回落,固定资产投资以及消费需求下滑,经济的下行压力在逐步体现之中,基本面对于债券市场应当是利好。外部方面,特朗普“泄密门”事件导致全球风险偏好大幅上升,但特朗普上台仍然是小概率事件,该事件对国内的影响已经迅速被消化。考虑到美联储6月加息仍然存在,美元仍存在反弹的空间,但中美利差较大,短期内美债对国债约束不大。

胡月晓:对经济和市场的格局,最新的市场主流预期仍然是:经济偏紧+货币偏紧+价格偏高。但监管冲击不改变债市演进趋势,货币紧平衡和经济“底部徘徊”格局下,债市收益率并不存在大幅抬升的基础。

“资产荒”和“资金荒”的实质,是央行放行了货币利率的上涨,基础货币成本的上涨,通过商业银行的信用创造过程和同业市场的传播,抬高了各层次流通货币的利率,使得各类资产的估值水平不同程度下移,加大了全市场的调整压力,股、



胡月晓:货币紧平衡和经济底部徘徊格局下,债市收益率不存在大幅抬升基础。

债、期多杀局面一再出现。在货币过分充裕的情况下,央行通过价格手段降低基础货币利率的努力,无疑会见效:无风险利率和市场内生的一般利率水平将会下降。但同时维系的货币偏紧、增量不足环境,将推升风险利率水平,促使风险利差上升,客观上也提高了全社会对风险的关注度。

如果央行不降低基础货币利率,楼市限制再严,挤出的货币再多,“资金荒”现象也不能消除,资金“脱实向虚”现象也不会改变,金融市场上股债双低迷局面也将持续。如果央行能在合适时机、采取适当政策组合,降低基础货币利率,那么“资金荒”将有效缓解;同时货币偏紧下,风险利率上行仍将压制资产泡沫。基础货币利率降低通过引导市场一般利率水准的下行,将提升各类金融资产的内在估值,金融市场有望逐步回暖,政策重点关注的金融风险也将消弭于无形。因此,投资者需要走出监管左右市场的思维定式,在增强信心的同时,更多观察央行政策走向,以决定行动时机。

月底前资金面风险不大

□本报记者 马爽

22日,央行开展400亿元逆回购操作,实现净投放300亿元。分析人士表示,近期央行逆回购操作总量基本能够满足需求,虽然月底前流动性可能会面临一定压力,但整体来看风险不大。

资金面较为充裕

22日,央行进行了400亿元逆回购操作,包括7天期100亿元、14天期300亿元,中标利率分别持平于2.45%和2.60%。因当日有100亿元逆回购到期,故实现净投放300亿元。值得一提的是,自上周起,央行开始暂停28天期逆回购操作,至昨日已连续第四次暂停。

昨日银行间市场资金面总体延续宽松。交易员表示,昨日回购市场资金面延

续宽松状态,隔夜方面,银行从早盘开始就有大量融出,相较上一日,融出略微增多。7天融入及融出均有需求,银行类机构及银行资管占主要部分,成交价格稳中有降,部分成交在3%-3.4%区间。14天及以上跨月资金融出增多,价格相较于上周略有所下降。长期方面,跨季资金有零星成交,融出机构增多,但价格偏高。

昨日银行间质押式回购利率(存款类机构)多数走低,其中隔夜品种加权利率下行4BP至2.60%,7天回购利率下行3BP至2.81%,14天品种下行12BP至4%,21天回购利率下行32BP至4.04%,更长期限的1个月回购利率保持稳定。

流动性风险不大

市场人士认为,近期央行公开市场逆回

购操作呈现“锁长放短”的特征,总量基本上能够满足需求,虽然月底前流动性可能会面临一定的压力,但整体来看风险不大。

5月底将面临上年度企业所得税汇算清缴,这可能是月底资金市场要面对的最大扰动因素。不过,月底时财政支出力度往往也会加大,一定程度可抵消企业缴税的影响。从往年来看,5月份财政存款净增量一般都是小于4月份的,财政收税与支出对资金面的影响可能不会有上个月那般明显。

与此同时,近期央行释放的流动性有增多迹象,主要表现在三个方面:5月12日,央行对本月到期MLF进行了超额续做;紧接着,上周央行通过逆回购操作实现投放4100亿元,对冲2500亿元的到期回笼量之后,实现净投放1600亿元,创下

过去四周最大规模的净投放;此外,5月19日,财政部、央行开展了800亿元国库现金定存操作。据公开数据,本月没有存量国库现金定存到期,故此举实现净投放800亿元,而且投放的是可跨半年末的3个月期限资金。

另值得一提的是,最近央行公开市场操作期限缩短,主要表现为7天逆回购占比上升,28天期逆回购持续停做。业内人士认为,央行提供以7天为主的短期流动性,有助于调剂季节性、临时性因素造成的短期流动性欠缺变化,着重满足机构对成本稍低的短期流动性的需求。

业内人士指出,今后一段时间流动性面临的季节性、临时性因素影响或加重,预计央行也将适时提供流动性支持,继续保持流动性基本平稳。

地方债发行量价齐升

□本报记者 王姣

截至22日,5月已发行4802.84亿元地方债,已超出4月全月发行量逾1500亿元,且为去年同期的近两倍。与此同时,在债市整体表现偏弱的背景下,地方债发行成本趋于上行。市场人士指出,年内待发行地方债规模仍不小,且短期内债券利率下行预期,后续地方债发行量价齐升的局面可能还会持续。

发行速度明显加快

5月22日,内蒙古自治区和四川省分别招标发行一批地方政府债。在这批债券完成招标后,5月以来发行的地方债增至105支,发行总额达到4802.84亿元,较4月

全月的发行额3249.09亿元还多出1553.75亿元,且是去年同期发行额2417.62亿元的近两倍。

分周来看,5月第一周、第二周、第三周地方债发行额分别为353.81亿元、1500.37亿元、2437.16亿元,显示地方债发行节奏明显加快。

“近期地方债发行规模加快,是地方债供给节奏恢复正常的表现,前期供给偏少可能与对地方债务资金核查有关。”中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛在接受中国证券报采访时表示。

今年地方债发行开始的时间比较迟,2月最后一个交易日(28日)才定向发行第一批地方债;同时,今年前4月地方债发行规模整体偏小,1—4月地方债合计发行

178只,发行总额为7994.14亿元,同比下降60.43%。

发行成本不断上升

值得注意的是,在地方债发行节奏加快的同时,地方债发行利率趋于上升。

据中国债券信息网数据,5月22日,地方债3年、5年、7年、10年期招标区间分别为3.65-4.38%、3.66-4.39%、3.7-4.44%、3.62-4.34%。昨日招标结果显示,此次内蒙古招标发行的3年、5年和7年期一般地方债中标利率分别为4.43%、4.45%和4.52%,较投标区间下限分别上浮78BP、79BP和82BP,创今年公开招标地方债上浮点数新高。

昨日四川省招标发行的3年、5年、7年和10年期一般债券中标利率分别为

4.29%、4.35%、4.44%、4.34%,分别高于招标下限64BP、69BP、74BP、72BP;同时发行的3年、5年、7年和10年期专项债券中标利率分别为4.38%、4.39%、4.44%、4.34%,分别高于招标下限73BP、73BP、74BP、72BP。整体也明显高于招标下限。

进一步看,自今年2月地方债启动发行以来,其票面利率整体趋于上升。Wind数据显示,今年2月、3月、4月地方债票面利率分别为3.3617%、3.5606%、3.5981%,5月以来的票面利率进一步升至4.4135%。

“之前就是因为融资成本高不愿意发,现在觉得收益率下行无望了,肯定得发了。”一位业内人士直言,近期地方债量价同升,在一定程度上也表明了债市总体趋弱的环境下,市场对未来走势相对悲观。

人民币汇率走势以稳为主

□本报记者 张勤峰

22日,人民币兑美元汇率中间价虽调高上百个基点,但即期汇率受亚市美元反弹的影响小幅走弱。相比美元显著贬值而言,近期人民币并未脱离过去数月形成的运行区间。分析人士指出,市场对人民币汇率的谨慎预期虽有所减弱但并未消退,人民币汇率要有效企稳乃至重返升值仍待基本面因素的有力支持,预计今后一段时间,人民币汇率走势仍以稳为主。

即期汇率波动甚小

5月22日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.8673元,较上一交易日(5月19日)调高113个基点,以回应上一日美元指数遭遇的下跌。5月19日,国

际市场上美元对主要非美货币大幅走软,美元指数下跌0.78%,日内几近跌破97关口,再创逾半年新低。

22日,美元于亚洲交易时段出现微弱反弹,截至亚市尾盘,美元指数小涨0.15%至97.26左右。或是受此影响,境内外汇市场交易中,人民币兑美元即期汇率并未理会中间价大幅高开,而是呈现高开低走的运行格局,16:30收盘价报6.8924元,仅较前收盘价微涨2个基点;进入收盘时段,人民币兑美元跟随外盘美元小幅波动,截至18:30报6.8895元,涨31基点。

虽然最近美元显著走弱,美元指数已跌回去年11月初水平,但人民币兑美元汇率仍远离1月份高点(6.8295元),与去年11月初的价位更相差上千个基点。

是“稳”而不是“升”

在这一轮美元波动下行的过程中,人民币对美元升值幅度一直要小于美元指数下跌幅度。分析人士认为,这表明市场对人民币汇率谨慎预期虽有所减弱但并未消退。

外汇交易人士表示,一段时间以来,中国经济景气改善、企业盈利上升、资产收益率吸引力提高等等,使得人民币汇率面临的内部支撑在增强,监管部门针对外汇和资本流动的宏观审慎监管也持续发挥作用,加上美元自高位回调,降低了人民币贬值风险、缓和了贬值预期,预计全年贬值幅度将明显小于2016年。但往后看,中国经济下行风险依然存在,内在增长动能还需加强,海外市场波动也带来扰动,目前断言人民币汇率已

走出贬值通道可能还为时尚早。

业内人士指出,年初以来,人民币汇率走势及市场预期趋于平稳,受到内外多种因素支持,其中美元走弱起到的作用是不可忽视的。人民币汇率是否已经“稳住”,可能要在美元走出弱势的情况下才看得出来,而能否长久“稳住”的关键仍取决于中国经济基本面。目前来看,人民币基本面的支撑力度还有待观察,而6月份,美联储再次加息依然具有较高确定性,美联储政策调整可能给人民币汇率及跨境资本流动带来的阶段性影响仍不可忽视。

分析人士指出,如果短期内美元进一步走弱,人民币对美元或将保持升势,但人民币汇率要有效企稳乃至重返升值仍待基本面因素的有力支持,预计未来一段时间,人民币汇率总体仍将处于“稳”的阶段。

期债大跌凸显调整惯性

□本报记者 张勤峰
实习记者 黎旅嘉

22日,期债市场大幅下行,10年期国债主力合约T1709收跌0.54%,创逾一个月最大跌幅。分析人士表示,当前债市关注点仍集中于政策风险,调整惯性仍在,但配置价值已开始显现。

期债大幅下跌

22日,债券市场情绪低迷,国债期货大幅走低。其中10年期国债期货主力合约T1709早盘低开后一路下行,午后未见改观,盘终报收94.085元,跌0.515元或0.54%,创一个月以来最大跌幅。5年期国债主力合约TF1709报收96.895元,跌0.31元或0.32%。

昨日银行间市场,现券收益率整体保持上行。10年期国债活跃券170010尾盘成交在3.67%,全天上行5BP。10年期国债活跃券170210尾盘报收4.3675%,全天上行4.5BP。

昨日市场资金面维持偏松态势,银行间质押式回购利率方面,隔夜品种(DR001)收平于2.5%,7天品种(DR007)下行13BP至2.82%。昨日央行开展了400亿元逆回购,叠加100亿元逆回购的到期,实现净投放300亿元。

价值或已显现

市场人士表示,债券市场在上周短暂企稳后再度走弱,表明当前债市调整具有较强惯性,核心问题在于金融防风险、去杠杆取向未变,市场对后续

观点链接

申万宏源: 债市再度转弱概率大

上周公布的4月经济数据普遍回落,海外方面,因特朗普再度遭遇普遍质疑,市场对美国经济和通胀前景预期转为悲观,美债收益率有所下降,美元指数下跌,人民币汇率和国内利率债收益率调整压力弱化。但在监管趋严的大背景下,基本面、海外因素短期内对市场的影响弱化。而理财“穿透”+整治通道业务,这两个提法的实施主要针对的是新增业务,在市场情绪较脆弱的情况下,加之资金面也没有特别乐观,导致债市再度转弱的概率大。

招商证券: 短期压力仍不小

经济基本面、海外流动性以及风险偏好的边际变化,其

政策风险仍存在担忧。在政策风险兑现或者政策取向出现变化前,市场情绪仍然很难恢复,期债市场或将保持弱势。不过,随着债市收益率持续上行,逼近甚至超过贷款利率,债券的长期配置价值也在逐步显现。

银河期货表示,债券市场预期后期以震荡下行为主,10年期国债期货震荡下行的概率更高。

中信证券明明债券研究团队表示,强监管的直接后果是商业银行表外及同业资产规模的下降,委外赎回压力大,短期内对债市偏空,最近债市的大幅调整就是市场对此的反应。

中金公司固收研究团队认为,金融防风险仍是尚难逆转的趋势,政策协调加强引发的“预期差”带来短期喘息之机,但市场可能很快又会面临挑战,比如5月下旬到年中时点的流动性冲击,一级对二级利率的带动,委外到期不续,美联储加息担忧等。中金公司也指出,长端利率继续调整空间可能已经有限,配置价值已经显现,未来的冲击很可能演变为机会,尤其是对于具备负债稳定特性的投资者来说。

值得注意的是,最近5年期与10年期国债收益率连续出现“倒挂”。这一情况虽表明当前债市需求疲弱,流动性较差的债券需要给予更高的溢价,但也提供了跨品种套利机会。中信期货在其金融期货周报中指出,由于收益率倒挂最终将消除,所以无论是5年期收益率下降还是10年期收益率上升,都将使得TF1709、T1709的价差扩大,投资者可适当关注。

海通证券: 抄底仍需耐心

2017年是监管年,年底之前债市将处于监管加强—债市调整—监管缓和—债市反弹—监管再度加强”的循环当中,当前监管拐点晚于基本面拐点,短期债市可能很难出现趋势性机会,对于交易盘而言,波段节奏较难把握,小心驶得万年船,短期维持10年国债利率区间3.3%-3.7%。(王姣 整理)

川煤集团一周连发两起违约

22日,四川省煤炭产业集团有限责任公司于中国债券信息网发布公告称,该公司2014年度第一期非公开定向债务融资工具(“14川煤发PPN001”)未能按期足额兑付本息,已构成重大债务违约。

据川煤集团公告披露,“14川煤发PPN001”发行总额为10亿元,票面利率7.65%,期限3年,于2014年5月发行,本息兑付日为2017年5月19日,到期应付本金10亿元及当期利息0.765亿元。川煤集团公告指出,受煤炭

行业持续低迷、煤炭价格长期走低,国家去产能等多重因素影响,公司资金链紧张,虽经多方渠道积极筹措偿债资金,但截至5月19日终,公司未能筹集足额偿付资金,“14川煤发PPN001”不能按期足额偿付本息。

值得一提的是,这是一周之内川煤集团发生的第二期债券违约事件。就在5月15日,川煤集团于2012年发行的“12川煤炭MTN1”未能按期足额偿付5亿元本金及0.297亿元利息,构成实质违约。(张勤峰)

一年期Shibor赶超一年期LPR

22日,银行间市场资金面保持偏松态势,短期资金较充裕,短期资金利率纷纷走低,但值得一提的是,当日长期限资金利率还在继续走高,1年期Shibor已赶超一年期贷款基准利率(LPR),与1年期贷款基准利率也只有一步之遥。

据交易员表示,22日,银行间市场资金面表现宽松,甚至好过上一周,短期资金供给依旧充裕,7天及跨月跨季资金供需形势也有所改善。短期资金利率保持下行,银行间市场债券质押式回购隔夜品种(R001)跌近4BP,7天品种(R007)跌近8BP。

昨日早间公布的Shibor短端亦保持下行,隔夜、7天

Shibor分别跌4.1BP和1.2BP,但两周及更长期限的Shibor仍在继续走高。尤其值得一提的是,1年期Shibor上行近1BP至4.30%,超过了当日全国银行间同业拆借中心发布的1年期贷款基准利率(4.3%),与目前1年期贷款基准利率(4.35%)也仅有一步之遥。

目前,银行间市场1年期质押式回购利率则远高于1年期LPR和1年期贷款基准利率。业内人士指出,随着金融去杠杆推进,同业业务扩张受限甚至面临收缩,银行对稳定负债的争夺或更趋激烈,负债成本有继续上升压力,其对包括信贷和债券在内的资产端收益率的要求也可能趋于提升。(张勤峰)