

主力不给力:家家有本难念的经

增量资金有限 债市坎坷筑底

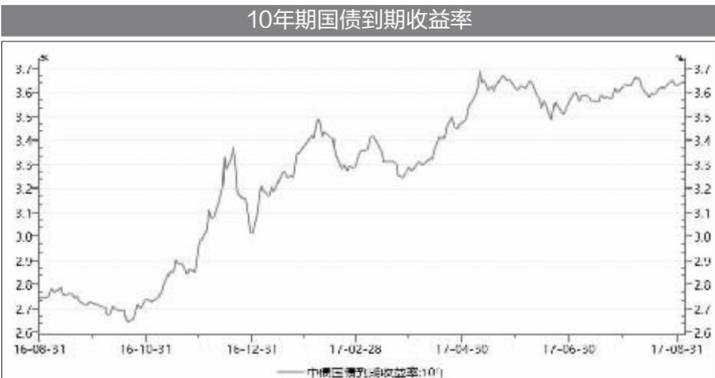
□本报记者 张勤峰

俗话说,家家都有本难念的经,这句话放到当下的债券市场再合适不过了。债券市场要从低迷行情中走出,关键要主力“给力”,但就目前来看,负债端约束、信贷优先倾向和地方债供给共同制约银行配债资金,银行想发力可能也有心无力;保费收入增长放缓制约了险资投资,配债力有不济;基金仍在卖力增持,但近年来用力过猛,引发监管关注,后续扩张可能放缓。既然主力机构各有各的“难处”,期待债券市场在短期内出现转折性变化,也就不太现实。业内人士认为,当前债市仍很难出现趋势性的上涨,大概率将继续呈现弱势震荡,机会主要来源于“超调”或者“预期差”。

谁在增持谁在抛售

中央国债登记结算有限责任公司(简称“中债登”)日前公布,截至2017年8月末,在该公司注册和托管的债券面值总额达481830.00亿元,较上月末增加7433.66亿元,增量少于上个月的9996.76亿元。从投资者的角度来看,8月主要债券投资者中,商业银行和广义基金仍是主要的增持者,境外机构连续第6个月增持人民币债券,保险则继续大举抛售,托管量持续下滑。8月,商业银行仍是最主要的债券增持机构,当月商业银行债券托管量增加4062.79亿元,但远少于上个月的8765.94亿元,以大行、城商行、农商行增持为主。在托管量增长放缓的背景下,8月大行和城商行托管量增量均有不同程度的下降,唯独农商行托管量逆势大增422.59亿元,增量较7月翻了一番还多。非银机构中,8月广义基金托管量增加3072.02亿元,为今年2月以来连续第七个月增加,且较7月多增1374.65亿元,与农商行一道加大了对债券的增持力度。其中,商业银行理财产品托管量重新恢复增长,8月增加591.85亿元。

作为非银机构中仅次于广义基金的债券投资大户,8月保险机构的债券托管量减少1200.37亿元。年初以来,保险机构一度是债券市场上最坚定的增持者,但自6月起,险资已连续三个月减持债券,截至8月末,保险机构托管量比上年末已下降2872.42亿元。另值得一提的是,8月末,境外机构在中债登的债券托管量增至8573.60亿元,再创历史新高,当月增加158.92亿元,为今年3月以来连续第六个月增加。总的来看,作为政府债券的投资主力,商业银行债券托管量保持增长,增量与政府债净融资额保持趋同的变化节奏;基金继续充当非银机构债券投资的中坚力量,且近期托管量变化显示其投资意愿依然较高;近几个月保险投资债券力度趋弱,险资在债券市场中规模不断下降。需指出的是,对于主要机构债券托管量变化的全面分析,还有待上清所债券托管数据的公布,不过,以往两所托管量数据



变化基本保持同向。

各有各“难念的经”

存款类机构(境内机构)、基金、保险是目前银行间债券市场最主要的机构投资者,从8月中债登数据来看,其债券托管量占比分别为65%、17%、3%,合计占到85%左右。毫无疑问,他们是债券市场上的金主,持债意愿对市场 and 行情具有重要影响。7月以来,债市陷入弱势震荡格局,长债收益率逐步走高,最近10年期国债收益率重回前期高点附近,10年期国债收益率更一度较6月末低点上行近20BP,长债利率会否创出新高成为市场讨论的重点,回想两个月前,市场却在热议“牛市前夜”的话题。正如招商证券固收首席分析师徐寒飞所言,债券市场要从低迷行情中走出,关键还是需要“基石投资者”。谁会成为“基石投资者”?显然只有银行、基金、保险等投资大户,才具备最基本的条件,但就目前情况而言,这三类机构各有各“难念的经”。

银行是债券市场最主要的投资者,但今年以来,银行配债力度不及预期。据机构分析,在利率市场化及金融严监管双重压力下,银行负债扩张放缓、揽存压力较大,难以支持资产端扩张是根本原因。对于有限的可用资金,银行也倾向于先保信贷,因此挤压了投资债券的额度。今年前几个月,银行放贷动作较强,信贷持续多增,消耗了大量放贷额度,目前面对依然较旺需求,且随着信贷利率上行,银行可能仍倾向于先保信贷,投资债券的力度未必会明显加大。进一步看,地方债消耗了银行大量的配债额度,即便银行配债力度加大,可用于“支持”其他资产的资金也未必会增加。

保险也是传统的配置主力,但保费收入增长放缓制约了险资配置需求。华创证券报告指出,万能险监管负面冲击仍在和人身险新规的双重作用下,今年以来保费收入增速持续下滑,相应带来保险投资增速放缓,债券配置需求趋弱。今年1-7月保险公司资金运用余额增速为14.8%,较去年同期下滑8.7个百分点,其中投资增速更是大幅放缓16.1个百分点至20%。华创证券报告进一步指出,在保费收入增速放缓的趋

势下,由于保费收入稳定性不及大公司,小保险公司未来或面临债券抛售压力。除年初阶段,今年以来基金类机构持债量持续保持增长,前8个月其在中债登的债券托管量增加超过1万亿。除了商业银行之外,基金是当前债市最主要的增量资金来源。如果基金能够保持目前的配置力度,至少可以抑制利率进一步走高。近年来基金规模不断膨胀,同业理财、委外定制产品、货币基金等得到飞速发展,带来对债券等资产投资需求的上升,但因此也积累了一定的风险,并引发了资金在金融体系内部空转的质疑,逐渐引起监管层警惕。比如,“同业存单——货币基金”就被认为是过去这一轮同业加杠杆的一条主要链条。今年以来,金融监管有所加强,各类政策不断出台,银行同业负债(同业存单、同业理财等)和货币基金先后成为整治的重点对象,在严监管和去杠杆的政策导向下,未来基金扩张或放缓,投资增速也将相应出现调整。

俗话说,家家都有本难念的经,这句话放到当下的债券市场再合适不过了。需指出的是,今年以来人民币资产的回报预期逐步改善,尤其是最近人民币对美元出现较快升值,有望提升人民币资产

观点链接

兴业证券:机会需要等待

在结构性问题没有解决的情况下,市场仍然很难出现趋势性的上涨,下跌和波动的压力反而是比较大的。而在解决的过程中,非银金融机构持有的资产遭受的冲击可能更大。从资产类别来看,国债的稳定性要优于金融债,而利率品在中期内的价值要优于信用债,而中高等级债的价值要优于中低等级资产。仍然建议投资者保持流动性,控制久期,更大的机会仍然需要等待。

中信建投:相持阶段 票息为王

月初资金面有望缓和;基本面韧性仍在,但难言好转,仍需进一步观察。8月以来监管力度明显加强,9月份同业存单利率大概率继续上行,需关注9月份同业存单密集到期以及

对外资的吸引力,数据也显示,最近外资增持人民币资产的力度确实有所加大,后续外资增持的潜力有望得到继续释放,但外资持有人民币债券的绝对规模和占比均过小,很难肩负起“基石投资者”的重任。

弱势震荡格局难改

既然主力机构都各有各的“难处”,期待债券市场在短期内出现转折性变化,也就不太现实。今年以来债市处于弱势,近期长债持续弱势震荡,但每每逼近前高而不破,往后看,这种状态可能得到延续,长债难见明显下行,且不排除再调整新高高的可能性,但向上的空间不大。从基本面来看,6、7月部分经济指标出现较大波动,但可能受到天气、季末等季节性因素影响,相比之下,8月数据将是观察基本面变化的重要参考,8月PMI表现较好,显示经济仍延续平稳运行,韧性仍足,且工业品涨价带来的PPI增幅阶段性反弹压力不小,通胀预期可能对债市造成一定扰动。总之,基本面向无明显变化,债市能得到的支持有限。

从政策面来看,金融去杠杆取得一定成效,货币政策再收紧概率不大,但为守住去杠杆成果、避免加杠杆复燃,预计央行仍将保持必要的流动性压力,货币政策将在“不紧”与“不松”之间灵活摆布,出现“过松”和“过紧”都是小概率事件。行业监管可能继续加强,但会注意节奏和力度,但对预期仍可能造成冲击,给市场带来扰动。

从资金面来看,不松不紧的货币政策对应中性适度的流动性环境,但从结构上看,流动性分布不均,且中小银行、非银机构承受的监管压力更大,使得流动性结构性问题依然存在,叠加超储率较低、扰动因素较多的环境,流动性波动风险仍值得警惕。

综合考虑,当前债市仍很难出现趋势性的上涨,只是保障债券融资功能的需求和中期内经济下行的可能性使得利率大幅上行空间尚有限,市场可能继续呈现弱势震荡,机会主要来源于“超调”或者“预期差”。

申万宏源:对后市无需过于悲观

监管加强对同业存单发行抑制作用两方面因素对银行资金面的冲击影响。未来两个季度债市仍处于艰难的筑顶阶段,收益率沿上轨窄幅波动。未来何时会出现交易性机会,取决于经济何时会超预期下滑,进而引致政策边际转向和监管趋缓。相持阶段,票息为王。

展望9月债市表现,预计将较8月有所好转,虽然收益率难看到大幅回落,但对后市无需过于悲观,主要基于以下几点:资金面方面,预计9月将不会较8月继续收紧,无需过于悲观,但也难再出现6月的情形;基本面方面,预计9月看到的8月数据有所分化,维持四季度经济下行压力较大的判断不变;监管方面,近期监管政策落地基本好于市场预期,明朗化对市场情绪偏利好。(张勤峰整理)

流动性风险可控

□本报记者 张勤峰

得益于8月末财政投放的支援,跨月后,短期资金面持续宽松,央行连续净回笼及例行存款准备金缴款也无碍资金面宽松大局。市场人士指出,鉴于接下来两日逆回购和MLF到期量较大,但资金尚且充裕,预计央行将提前足量续做MLF并继续暂停逆回购操作;随着逆回购余额不断下降,后续到期回笼影响将减轻,下半月面对可能出现的流动性季节性紧张,央行有充足的操作空间,预计9月资金面出现异常持续紧张的可能性较小。

净回笼无碍宽松

因月初资金面宽松,央行继续在公开市场实施流动性净回笼操作。5日早间,央行公告,目前银行体系流动性总量较高,可吸收央行逆回购到期等因素的影响,9月5日不开展公开市场操作。公开数据显示,5日有700亿元逆回购到期,实现自然净回笼,为近期连续第五日净回笼。交易员称,8月末财政资金投放到位后,当前流动性总量较高,且跨月末未关口,非银机构融资难度下降,流动性结构性紧张进一步缓解,央行有条件实施适量的资金净回笼。从资金市场表现来看,连续净回笼并未改变月初资金面宽松格局。5日,资金面延续宽松态势,早盘即有大量资金融入,机构平头寸较快,资金利率继续整体走低,净回笼叠加月初法定准备金缴款并未造成太大影响。

5日,银行间质押式回购利率整体走低,曲线陡峭化下行。其中,隔夜回购利率(DR001)跌10.5BP至2.61%,代表性的7天回购利率(DR007)跌13.5BP至2.76%,跨季度末的1个月回购利率下行近16BP。交易所回购利率亦全面走低,显示非银机构融入成本也明显下降。其中,上交所隔夜回购利率跌21BP至3.58%,7天回

购利率跌6.5BP至3.87%。逆回购余额快速下降 鉴于短期资金面依然宽松,央行预计本周不足额对冲到期逆回购的可能性较大。数据显示,本周后三个交易日只有6日有1600亿元逆回购到期,其余两日无逆回购到期,但7日有1695亿元MLF将到期。“9月6日逆回购到期量较大,紧接着,7日有1695亿元MLF将到期,9月6、7两日央行操作值得关注。”市场人士指出,目前猜测央行可能有两种做法,第一是1600亿元逆回购到期,进行不足额对冲,7日再对到期MLF进行续做;第二种是9月6日对全月到期MLF(2830亿元)进行提前足量续做,但不开展逆回购操作,全天公开市场操作实现中性对冲或小额净回笼,此举可避免短期到期量过大影响资金面稳定,但实质上并未释放增量资金,符合央行不紧不松的取向,可能性更大一些。

随着存量逆回购陆续到期,逆回购余额已快速下降,意味着后续央行逆回购的影响将减轻,央行公开市场操作空间也得以拓宽。数据显示,截至9月5日,公开市场未到期的央行逆回购只剩下2500亿元,除去6日到期的1600亿元,11日和13日将分别到期400亿元、500亿元,后续公开市场到期冲击将明显减轻。到目前为止,9月下半月只有1135亿元MLF将到期,且预计央行会在6日或7日进行提前续做,因此下半月央行通过公开市场净投放流动性的空间很大。市场人士指出,9月下半月流动性波动风险不容小觑,但9月末监管考核影响不应会抵6月末更强,天量同业存单到期增添不确定性,但预计在需求端支持下,完成滚动续发难度也可控,再考虑到下半月央行进行流动性腾挪的空间很大,9月资金面出现超预期紧张仍属小概率事件。

口行7日增发四期国债

中国进出口银行5日公告称,定于9月7日招标发行不超过110亿元四期金融债,期限包括1年、3年、5年和10年。口行此次招标发行的四期债均为国债增发债,分别为2017年第8期、第10期、第9期、第3期的增发债,期限分别为1年、3年、5年和10年,发行规模分别不超过30亿元、30亿元、50亿元、30亿元,票面利率分别为3.85%、4.03%、4.11%、4.11%。具体安排上,上述四期债招标日均为9月7日,缴款日均为9月11日,分销期均为9月7日-11日,上市日均为9月13日。四期债均采用单一价格荷兰式招标方式。1年、3年期招标时间为9月7日10:00-11:00;5年、10年期债招标时间为10:00-11:30。根据已公布的利率债招投标计划,本周将发行42只利率债,共计2950.54亿;其中政策性金融债14只746亿,地方债23只共944.54亿,付息式国债2只800亿元,贴现式国债1只100亿元。(王姣)

国开债中标利率低于二级市场

国家开发银行5日上午招标的三期债券中标利率均低于二级市场估值水平,1年、5年期中标倍数分别超过4倍、3倍,显示市场需求继续回暖,且短端品种需求好于长期品种。国开行此次发行的三期债券均为国债增发债,具体包括2017年7期、第6期和第15期金融债的增发债,期限分别为1年、5年、10年,发行规模分别为66亿元、70亿元、140亿元。据交易员透露,此次国开行1年期国债增发债中标利率3.7922%,投标倍数4.20;5年期国债增发债中标利率4.2918%,投标倍数3.31;10年期国债增发债中标利率4.2801%,投标倍数2.20。上述三期国债中标利率均低于二级市场水平。据中债到期收益率曲线,9月4日,银行间市场上待偿期为1年、5年、10年的国开债收益率分别为3.9325%、4.3745%、4.2963%,上述对应国开债中标利率分别低于二级市场水平约14BP、8BP、1.6BP。(王姣)

评级追踪

联合资信上调瘦西湖信用等级

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)日前公告称,决定将扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司(简称“瘦西湖”)的主体长期信用等级由AA上调为AA+,评级展望为稳定,并将“15瘦西湖MTN001”和“16瘦西湖MTN001”的信用等级由AA上调为AA+,确定维持“17瘦西湖CP001”的信用等级为A-1。联合资信表示,瘦西湖是扬州市人民政府下属旅游基础设施的投资建设和运营主体。跟踪期内,公司股东变更为扬州市人民政府,旅游投资范围进一步扩展,职能定位更加明确,公司经营管理的蜀冈一瘦西湖风景名胜景区是扬州市唯一的国家级5A景区,区域地位优势突出;跟踪期内,政府增资款的到位使公司资本实力进一步提升。联合资信同时关注到公司债务规模仍然较大、未来投资规模大等因素对公司信用等级产生的不利影响。文化旅游业作为扬州市经济发展的支柱产业和未来重点拓展的领域之一,具有广阔的发展空间。考虑到公司在扬州市旅游基础设施及运营领域的重要地位,扬州市政府及瘦西湖管委会持续对公司给予支持,公司整体抗风险能力得以增强,联合资信对公司评级展望为稳定。(王姣)

转债三连阳 关注结构性机会

□本报记者 王姣

9月5日,转债市场(含可转债)随A股继续走强,中证转债指数收盘大涨0.37%,实现三连阳,盘面个券多数上涨。“目前市场估值随着正股的上行而缓慢压缩,但廉估值的钱已经逐渐远去。”市场人士指出,短期内,股市将步入震荡整理阶段,个股将继续分化,演绎结构性行情。建议投资者放慢脚步,在存量券中寻找结构性机会,中报虽然落幕但抓住“盈利”指标仍是核心,应优选业绩确定增长或转债条款优质的个券,并结合新券上市的节奏把握收购筹码的机会。

转债三连阳

周二(9月5日),沪深两市整体窄幅

震荡,但上证综指、深成指、中小板指及创业板指盘中均创出本轮反弹以来新高。截至收盘,上证综指涨0.14%报3384.32点,深成指涨0.22%报10986.95点,创业板指涨0.08%报1885.16点。

在此背景下,昨日中证转债最终收涨0.37%报31425点,实现三连阳。具体而言,存量个券涨多跌少,在可交易的30支个券中,有18支收红,2支收平,10支收跌。从涨幅榜来看,15国资EB以1.28%的涨幅领涨,紧随其后的14宝钢EB、骆驼转债、航信转债分别上涨0.92%、0.84%、0.83%,蓝标、三一、光大转债及17桐昆EB的涨幅分别为0.72%、0.59%、0.55%、0.54%;与对应正股相比,转债的表现强弱不一,如15国资EB、14宝钢EB、蓝标转债、17桐昆EB涨幅低于正股,骆驼、航信、三一、光大转债的涨幅则高于正

股。从跌幅榜来看,昨日16以岭EB以1.79%的跌幅领跌,表现弱于正股0.59%的跌幅;久其转债、17山高EB、辉丰转债分别下跌0.95%、0.58%、0.2%,相比正股又抗跌性十足。

整体上看,近期转债市场虽随正股市场反弹,但盘面个券表现分化的态势愈加明显。

精选优质个券

市场人士指出,目前来看,转债市场正延续自5月底6月初以来上涨行情的第二阶段,即个券分化阶段。展望后市,预计股市结构性行情有望持续,转债结构性机会仍然存在,建议精选优质个券,关注打新机会。

海通证券指出,目前来看,利率高位震荡抬升了债性券的机会成本,而股市风格频繁切换,个券走势跟随正股波动明显,择券难度上升。短期内,股市将步入震荡整理

期债短期料偏弱震荡

□本报记者 王姣

周二(9月5日),国债期货市场全线收跌,5年、10年期主力合约均创近一个月最大单日跌幅;银行间现券收益率亦明显上行,10年期国债活跃券收益率上行约2bp。市场人士指出,尽管短期资金面充裕,但对监管及流动性忧虑仍未消除,加之财新服务业数据好于预期显示经济基本面向好,短期内债市明显承压,预计期债将继续偏弱震荡。

创近月最大跌幅

9月5日,央行连续第四日暂停公开市场操作,连续第五日净回笼资金,不过资金面整体延续宽松,短端利率跌幅扩大,长端利率则多数上涨,显示市场对资金面的谨

慎预期未改。

消息面上,昨日发布的8月财新中国通用服务业经营活动指数(服务业PMI)为52.7,较7月回升1.2个百分点,为三个月最高。进一步验证了经济基本面企稳向好的态势。在此背景下,昨日债券现券、期货双双走弱。期货市场上,中国金融期货交易所10年期国债主力合约TF1712收报94.495元,较上日结算价跌0.26%;5年期国债期货主力合约TF1712收报97.340元,较上日结算价跌0.17%;双双创近一个月以来最大单日跌幅。

现券方面,银行间现券收益率明显上行,10年期国债活跃券170210收益率上行1.73bp报4.40%,创该券上市以来最高;10年期国债活跃券170018收益率上行2bp报3.6650%,创该券上市以来最高。

短期料继续走弱

市场人士指出,总体来说,影响债市走向的因素主要还是流动性和监管,从前期央行的表态来看,监管趋严的概率不大,对债市的影响较为中性。从流动性影响因素来看,周四将有近1700亿元MLF(中期借贷便利)到期,央行续做应无太大悬念。但整体而言,债市短期利好难觅,利空未完全消化,未来可能继续走弱。

华创证券指出,资金面宽松情形乃是月初效应所致,不可持续。上周末的基金新规表明监管细则或将逐步落地,新一轮的监管可能开启;通胀预期上升,同样对债市构成压力。海外方面,朝鲜引爆氢弹引发的避险情绪并未引起国内债市的强烈反映,表明海外避险因素对国内债市的边际影响