

十年国债收益率逼近3.8%

调整存惯性 债市防守等待反击

□本报记者 张勤峰

因央行连续净投放而暂时稳住的债市,随着连续净投放的终结,重启调整之旅。25日,债券市场走低,国债期货价格创阶段新低,10年期国债收益率向上靠近3.8%。

综合机构研究观点,今年以来,经济增长韧性超预期,基本面调整的逻辑始终未得到验证,债券市场偏弱的趋势尚难得到扭转;当前谨慎氛围下,收益率对各类利空信息表现敏感,上行存在惯性,建议谨慎对待;中期看,收益率上行依旧有顶,调整既意味着风险也可能孕育机会,应耐心等待基本面的信号。

重启调整之旅

盘整数日后,25日,债券市场放量下跌,重启调整之旅。

25日,中金所10年期国债期货主力合约下跌0.57%,收报93.575元,盘中最低触及93.570元,创5月中旬以来新低,成交量亦明显放大。银行间债券市场成交活跃,收益率上行幅度较大。10年期国债活跃券170018早盘成交在3.735%,早盘上行至3.75%,午后继续突破上行,尾盘成交在3.785%,上一日尾盘为3.72%。Wind数据显示,25日,170018共成交80笔,上一日则为14笔。

历经单日大幅调整,10年期国债再次创出本轮调整的最高收益率新高。10年期国债之前最高成交到3.75%,但从昨日的盘面看,这一点位基本未形成太大阻力,收益率继续向上的势头比较明显。

需指出的是,3.75%的10年期国债利率“旧高”并不“旧”,其实也诞生于10月以来的这一轮调整过程。国庆假期后,债券市场意外开启新一轮调整,收益率再度逼近3.7%的心理关口后实现了向上突破,10月17日、18日,170018盘中均一度成交到3.75%,刷新了2016年四季度以来债市调整的收益率高点,随后盘面稍稍有所好转,170018收益率反复于3.72%上下盘整。

在之前债市快速调整之际,央行连续实施大额流动性净投放,在一定程度上缓和了债券市场的紧张情绪,为行情企稳创造了条件。据统计,10月13日至24日,央行通过MLF或逆回购累计投放资金16780亿元,实现净投放8785亿元,期间流动性持续呈平稳偏松态势。

然而,连续大额的央行净投放,也仅对债市起到托底的作用,并未能激起有效的反弹,反映出市场情绪的谨慎和下跌势头的惯性,也为后续央行公开市场操作调整时盘面再度出现变化埋下伏笔。不少市场人士担心,靠央行净投放暂时“托住”的市场,会随着净投放的终结而面临再度下跌风险。

事后来看,市场担心的一幕未能避免。25日,央行开展逆回购操作1600亿元,等量对冲到期逆回购,此前连续六日的净投放被终结。在此背景下,债券市场上演了本段开头的一幕。

分析人士认为,与其说央行终结净投放诱发了市场重新下跌,不如说是随着央行公开市场操作调整,市场又回到了其原本运行的轨道。

大跌的推手

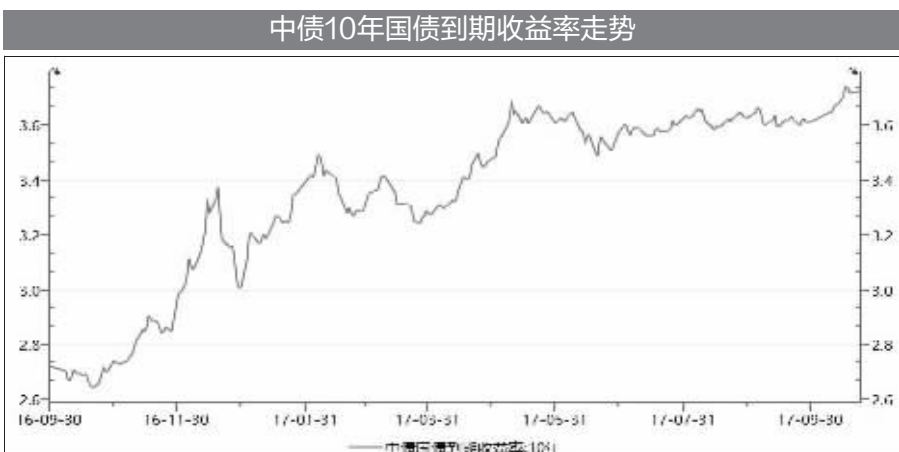
针对国庆长假后,债券市场出现的调整,市场上有不少讨论,有机甚至总结了“六大推手”:一是市场担心9月经济数据超预期;二是9月金融数据超预期;三是对10月之后金融防风险政策出台的担忧升温;四是美元走强;五是风险资产一度表现较强;六是长假后首个交易日,市场资金面较为紧张。

仔细观察,在上述“推手”中,有的已被证伪,比如,9月份经济数据并未明显超预期,而第三季度GDP增速略微放缓至6.8%;有的已经出现了变化,比如,资金面在短暂偏紧后,很快恢复平稳,月中在央行

六举措化解债市风险

25日,陈刚明出席由中央结算公司主办的第5期金融街十号论坛——透视“灰犀牛”并发表主题致辞。他认为,防范化解金融风险,必须要树立正确的金融安全理念。首先,应准确把握金融形势,认清内部风险和外部风险的关系。其次,防范化解风险要实事求是地看待风险,客观分清风险揭示和风险累积的关系。再次,防范化解风险要讲究方式方法,综合运用系统论和重点论辩证治理。

对于如何防范化解债券市场风险,陈刚明指出,一是要加快引入安全高效的流动性工具,推出三方回购和中央债券借贷机制,



净投放的支撑下,实际是偏宽松的,同时,商品和股市在稍作表现后,近期也陷入震荡,市场风险偏好并未有进一步提升的迹象;还有的对债市影响并不大,10月以来美元虽有所升值,人民币对美元出现一定调整,但波动尚在预期范围内,没有迹象表明人民币贬值预期重新大幅上升。

目前来看,对近期债市影响较大,且可能继续产生较大影响的主要就两个:一是对经济基本面的预期变化;二是对金融监管政策的担忧。

值得一提的是,三季度末,市场一度对四季度的行情抱有较高期待,主要的一项理由,即市场预期四季度经济基本面可能出现一定调整,从而为债券收益率走低提供有力支持。这一点,在债券收益率曲线结构中有所体现。

今年以来,市场对基本面的调整一直存在预期,表现为债券期限利差较窄,收益率曲线十分平坦。6月份,10年与1年期国债收

□本报记者 张勤峰

25日,债券市场重启跌势,国债期货上演单日大幅调整,期价跌至前期低位附近。在谨慎的市场环境下,央行终结连续净投放及流动性边际收紧,成为债券市场重启调整的导火索。市场人士指出,当前债市情绪谨慎,利空效应易被放大,市场出现超预期的风险不容忽视但也意味着机会将逐渐孕育,经过连续调整后,仍需保持谨慎,但不必过于悲观。

创单日最大跌幅

昨日,10年期国债期货主力合约T1712低开低走,尾盘跌势加剧,最终收报93.575元,跌0.535元或0.57%,跌幅创该合约上市以来新高。5年期国债期货方面,主力合约TP1712收报96.650元,跌0.315元或0.32%,同样刷新了该合约自上市以来的单日最大跌幅纪录。

昨日,国债期货市场放量下跌的特征明显,主力合约成交量均明显放大。T1712合约全天共成交4.62万手,上一日为2.09万手;TP1712合约共成交1.28万

观点链接

中金公司:震荡市持逆向思维

债市目前没有摆脱票息行情的基本特征,上下空间均有限。基于中长期基本面逻辑,不必过于悲观,逢调整关注配置和交易性机会。但短期经济数据尚未验证中长期逻辑,债市供求状况不佳,下行空间也将明显受到制约。波段操作的难度仍较大,但震荡市逆向思维还是主要应对思路。久期方面,中短端显然性价比相对较高,超长端有一定的相对价值。继续规避低等级信用债。

益率甚至出现了罕见的倒挂,8月份最高回到30BP左右,但9月末又收窄至15BP以内。

问题在于,预期打得很满,现实却是经济韧性屡屡超出市场预期,预期差不断出现,虽然并不显著,但潜移默化影响不容忽视。有市场人士表示,9月金融数据超预期,促使投资者重新审视对基本面趋势的判断,加上出现了一些9月经济数据超预期的传闻,不少投资者对于基本面上行斜率的预期做出修正,打乱了先前的一致预期,是引发收益率调整的重要原因。此后,随着收益率突破重要心理关口,引发大量现券止损盘与期货套保盘,叠加对央行货币政策操作及金融监管政策的担忧等影响,债券市场跌势进一步加剧。

静候反击机会

有交易人士表示,当前谨慎氛围下,投资者对各类利空信息表现敏感,即便是一些假利空,也可能迎来真调整。

期债下跌空间有限

手,上一日为5281手。

银行间市场上,现券同步走弱,收益率上行明显,长债收益率大幅上行5-7BP。

市场人士认为,在谨慎的市场环境下,央行终结连续净投放及流动性边际收紧,成为债券市场重启调整的导火索。

不必过度悲观

短期来看,鉴于央行之前已投放较多流动性,且10月税期基本收尾,后续央行流动性投放力度可能阶段性下降,流动性将回归紧平衡,从边际上看,对债券市场情绪有一定影响。但值得注意的是,之前在央行连续实施大额净投放时,债券市场也未出现明显反弹。

市场人士认为,流动性变化只是诱因,债券市场再现大幅调整,仍在于市场情绪低落,投资者普遍谨慎。在这样的氛围下,市场对利空信息表现敏感,短期下跌的势头不易扭转。

中信证券固收首席分析师明明认为,目前债券市场利空因素大于利多。其一,今年

申万宏源:静待利好出现

坚持看好债市的方向,只是在等待反弹的过程中会有煎熬,市场的非理性也会加剧下跌幅度。目前只能慢慢等待利好出现,政策面会有明朗的时候,基本面上行趋势也将逐渐确立,资金面偏紧但是也不会继续收紧,会呈现先平稳后改善的运行趋势。建议静待债市明朗。

国泰君安:应保持谨慎

提示短期投资者仍应保持谨慎,核

梳理当前债市的主要影响因素,一些潜在风险点仍值得关注。长江证券固定收益总部副总经理孙超表示,首先,经济韧性强可能是债券市场面临的一个风险点。年中以来,债市形成了地产与基建拖累经济的一致预期,倘若地产与基建依旧较强,可能会导致一致预期反转,恐将导致债市调整。其次,金融监管的风险。倘若监管政策落地节奏偏快,可能会对市场产生一定的冲击。最后,通胀预期也是一个风险点。环保限产带来的价格冲击,特朗普税改落地情况以及原油价格的波动都可能推高通胀的预期。

一位券商债券投资经理表示,目前市场上各类显性的、潜在的利空不少,拿出阶段的利好则基本没有,导致反弹顶多是阶段性的,且在市场学习效应下,做波段时抢买抢卖的现象突出,致使反弹的持续性越来越差,打击信心。

中金公司研报进一步指出,如果想驱动市场出现趋势性反弹,一定要经济出现超预期下行,但目前还缺少证据。

综合来看,市场情绪依然谨慎,短期市场的调整可能难言结束,未来的修复需要契机和过程。但翻看各卖方研报,即便是市场上最空的空头,也并不认为收益率会持续大幅度走高。

分析人士认为,虽然市场对经济增速下行斜率的预期有分歧、有变化,但并不否认经济稳中趋缓的趋势,未来基本面的变化可能逐步对债市形成支撑,也将抑制收益率继续大幅走高。近期收益率快速走高,使得风险快速释放,虽然短期市场情绪谨慎,利率难言到顶,但从中期来看,上方依然存在顶部约束,机会可能已在孕育,建议在防御中静候反击机会,等待基本面的信号。

以来,经济基本在较大的下行压力下仍然保持较强的韧性。其二,年内通胀存在上行压力。其三,流动性宽松环境难以延续,未来大量逆回购到期将对资金面形成压力;定向降准将于2018年初正式施行,年内央行再进行大量流动性投放的可能性不大。其四,最新金融数据表明,实体经济融资需求持续提升,实体经济增长有所保障。其五,金融严监管政策的继续推进仍是大概率事件。其六,特朗普税改政策落地的可能性提升,中美利差的回落使得外围因素对国内债市的影响或将逐渐增大。鉴于此,该分析师将10年期国债到期收益率的顶部中枢上调至3.8%,并提示投资者注意年底前的风险。

有市场人士也提示,当前市场情绪过于谨慎,易诱发利率超调,但从中期来看,收益率向上有顶,超调的风险不容忽视但也意味着机会将逐渐孕育。事实上,在熊市环境中,纯债交易的一个重要方向就是博超调后的反弹。就期债而言,投机和套保需求叠加,更易放大期货跌势,期现货之间也存在一定联动效应,短期仍需保持谨慎,但在连续下跌之后,已不必过度悲观。

心逻辑包括:第一,牛市起点短期还看不到,市场只能在熊市格局中寻找反弹机会,三季度以来的行情显示,熊市反弹的空间在收敛。从机构角度看,短期参与反弹的动力也不足,“抢跑”之后很难有人“跟跑”。第二,技术信号层面,国债期货出现突破性缺口,一般来说短期内缺口不会回补,而且往往意味着价格走势的趋势已经发生改变。第三,基本面的疑团仍未解开。第四,政策风险相比三季度边际上提升了。(张勤峰整理)

格指标体系,为帮助市场机构进行风险计量,合规风控和业绩评价提供利器。五是打造金融市场风险管理中枢,提供集中化、自动化、专业化的债券担保品管理服务,应用覆盖到各类金融交易、货币政策、财政政策及外汇政策操作,并向境外市场拓展,不断提升担保品管理达到国际先进水平。

东方金诚:六措施化解地方债务风险

10月25日,在由中央结算公司举办的金融街十号论坛上,东方金诚国际信用评级有限公司首席评级总监裴永刚表示,近年来,我国地方政府债务管理框架不断完善,地方政府债务改革成效初现,地方政府债务增长在一定程度上得到控制,违约率有所下降。但部分地方政府债务增长仍然较快,违规举债事件时有发生,地方政府债务风险受到了广泛关注。

裴永刚认为,妥善应对地方政府债务风险可采取六大措施。一是严格区分地方国有企业和地方政府债务的界限。二是地方政府可加大对项目收益专项债券品种

月末资金面或趋中性

□本报记者 王姣

周三(10月25日),央行开展1600亿元逆回购操作,公开市场操作(O-MO)实现零投放零回笼,结束此前连续六日净投放。市场人士指出,受益于央行此前加大资金投放力度的呵护,银行间资金供需总体仍较平稳,随着缴税高峰过去,10月流动性有望实现平稳跨月,月末资金面或趋中性。

OMO重回中性对冲

昨日早盘央行公告称,10月25日以利率招标方式开展了1600亿元逆回购操作,具体包括1000亿元7天期、600亿元14天期逆回购操作,中标利率分别为2.45%、2.6%,均与上日持平。因当日还有1600亿元逆回购到期,故央行此举完全对冲当日到期量,公开市场操作结束连续六日净投放。

此前,受对冲税期高峰、政府债券发行缴款和逆回购到期等因素的影响,维护银行体系流动性基本稳定,10月17日至24日,央行分别开展了1900亿元、3000亿元、1400亿元、800亿元、2000亿元和2500亿元逆回购操作,单日分别实现资金净投放20亿元、425亿元、1000亿元、600亿元、1400亿元和1400亿元,累计净投放资金4845亿元。

进入10月下旬,税期成为流动性的主要影响因素,而今年10月,申报缴纳增值税、消费税、所得税等税种的最后期限是25日。结合以往经验,预计25日前后两三日将是税期对流动性扰动最明显的时候,到下周税款清缴入库完成,对流动性的影响将明显减轻。

市场人士指出,受益于央行此前连续六日净投放,叠加

人民币兑美元汇率小幅下跌

□本报记者 王姣

周三(10月25日),人民币兑美元中间价、即期汇价双双小幅下调,延续了10月以来偏弱震荡的走势。分析人士指出,近期人民币汇率走势仍随美元波动,而在近两周的反弹后美元继续上行的动力有所不足,预计美联储主席的悬念将左右汇市短期走势,人民币汇率双向波动格局将延续。

昨日早盘,人民币兑美元中间价下调54个基点,报6.6322元,为连续3日下调,并创10月9日来新低。即期汇率方面,在岸人民币兑美元开盘后迅速下挫逾百点,日内震荡

国债中标利率高于市场预期

□本报记者 王姣

受流动性趋紧等因素影响,25日财政部发行的两期国债招标结果不佳,其中中标利率均高于市场预期,且认购倍数均不足3倍,显示市场需求偏淡。

财政部昨日新发行2017年记账式附息国债(二十三期),并续发行2017年记账式附息国债(二十期),期限分别为3年、7年,发行规模均为360亿元。据交易员透露,此次财政

农发债招标结果分化

□本报记者 王姣

农发行25日下午发行的三期金融债招标结果分化,其中1年期中标利率低于二级市场水平逾5BP,10年期中标利率则高于二级市场逾4BP;与此同时,1年、10年期投标倍数均不足3倍,7年期投标倍数则接近4倍,显示机构配置需求仍较刚性。

农发行此次招标发行的三期债均为国债债,包括2017年第十期、第四期、第十五期金融债的增发债,期限分别为1年、7年、10年,发行

缴税对流动性的影响减弱,公开市场操作重回中性对冲,基本符合市场预期。预计税期过后,资金投放力度可能下降,流动性紧平衡格局不会发生根本变化。

平稳跨月应无忧

从市场表现看,周三银行间资金供需总体平稳,开始跨月的7天利率涨幅亦有限,不过资金面总体较此前略有收紧。25日,银行间质押式回购市场上(存款类机构),隔夜加权利率上行3.63BP至2.67%,代表性利率的7天加权利率上行14.41BP至2.93%;更长期限的14天、21天加权利率也分别上行15.89BP、2.67BP,最新分别报4.17%、4.23%。

交易员称,央行虽然没有继续净投放,但昨日逆回购操作也完全对冲到期量,对市场影响中性;且缴税高峰已过,在央行提前投放呵护下,预计到10月底资金都不会有明显压力。

上海证券表示,在央行此前的大手笔投放支援下,中甸以来缴税等资金扰动影响有限,流动性维持宽松。预计进入下旬后,由于财政存款资金的到位,且逆回购到期量较大,央行将逐步转为削峰模式,资金回笼可能性较高,中性投放延续,预计10月资金形势将好于9月,月末资金面仍将以平稳为主。

中信证券进一步指出,流动性宽松环境难以延续,后续大量逆回购到期将对资金面形成压力,至10月25日,11月1日-7日将有4400亿元14天逆回购和2070亿元1年期MLF到期,资金到期压力远大于10月水平,央行大概率维持削峰填谷操作,将大幅超额续做MLF,并将大量到期资金压力平摊至月内,资金面边际收紧将是大概率事件。

企稳,16:30收盘报价6.6408元,为10月9日以来首次收于6.64关口下方,较上一交易日跌76个基点;香港市场上,离岸人民币兑美元即期汇率则明显走强,日内最高触及6.6366元,截至北京时间25日16:30报6.6410元,小幅上涨约20个基点,两地价差基本抹平。

中信建投证券最新点评称,美联储新主席的悬念可能还要等到特朗普在11月初正式公布前才能揭晓。从目前已有信息看,下一任美联储主席可能通过低利率政策配合美国的财政扩张,或者压低美元汇率的概率相对较低,但从主席人选角度看,美国加息路径上修的风险大于下修。

部3年期新发国债中标收益率3.6%,投标倍数2.0;7年期续发国债中标收益率3.7714%,投标倍数2.72。

此次招标发行的两期国债中标利率均高于市场预期,此前市场对3年、7年期国债中标利率预测均值分别为3.58%和3.75%。此外,两期国债中标利率与中债估值水平相当,中债到期收益率曲线显示,10月24日,银行间市场上待偿期为3年、7年的国债收益率分别为3.6124%、3.7748%。

规模分别为70亿元、30亿元、80亿元。据市场人士透露,此次农发行1年期固息增发债中标收益率3.8351%,投标倍数2.3;7年期固息增发债中标收益率4.4651%,投标倍数3.86;10年期固息增发债中标收益率4.5073%,投标倍数2.8。

上述农发债中标利率与二级市场估值水平相比有所分化,中债到期收益率曲线显示,10月24日,银行间市场上待偿期为1年、7年和10年的农发债到期收益率分别为3.8926%、4.4672%、4.4626%。