

中债特立独行 外资增持透露玄机

本报记者 张勤峰

2018年以来,海外债市打破平静,在美债带动下,收益率四起。10年期美债收益率已突破2.8%,创指3%,开年一个半月不到,上行近50BP,调整之剧烈不输2017年四季度的中国债市。

有市场人士担忧,随着通胀预期发酵,叠加供需关系转弱,美债收益率还有上行空间,全球债市已进入趋势性熊市,内外利差收窄也将冲击本已疲弱的中国债市。但也有不少人士认为,国内债市走势仍受内部因素主导,且本轮调整走在海外市场之前,未来收益率在高位继续上行风险不大。最近国内债市相对抗跌,境外机构持续增配,也表明国内债市受海外因素扰动有限。

海外债市跌声四起

2月12日,美国10年期国债收益率升至2.86%,再创2016年下半年以来新高。数据显示,2017年末,10年期美国国债收益率报2.4%,开年一个半月不到,收益率已上行近50BP,调整幅度堪比2017年10-11月的国内债市。

当美债有效突破2017年收益率高点,全球债券市场上跌声四起。开年以来,不少发达经济体和新兴市场国家的国债收益率均出现明显上行。

据Wind数据,截至2月12日,2018年以来欧元区核心国家德国10年期国债收益率从0.48%上行至0.80%,为2015年9月以来最高。英国10年期国债收益率从1.25%升至最新1.65%,为2016年5月以来最高。2月初,日本10年期国债收益率一度逼近0.1%,较2017年末上行近50BP,为2017年8月中旬以来首次回到0.1%附近。往前看,随着全球经济逐渐企稳复苏,美联储率先启动货币政策正常化进程,海外债市收益率基本在2016年三季度已确立拐点,海外债市收益率开始脱离之前的超低水平,2016年下半年经历了一波较明显的上行过程。但在2017年,海外债市收益率上行放缓,更多呈现出区间运行特征。以美债为例,美国10年期国债收益率在2017年3月升至3.6%左右后展开回调,当年9月最低回到2%附近,年末在2.4%一线,全年基本打平。

在此情况下,2018年以来,以美债为代表的海外债市收益率变化之大、上行之快超出市场预期。

值得一提的是,近期美债收益率不光快速上升,期限利差也拉大,收益率曲线呈现陡峭化的形变。美国10年期与1年期国债利差从上年末64BP扩大至93BP,回到历史中位数附近。

通常来说,债券收益率曲线熊市增陡,反映了债券投资者对经济增长、通胀上行预期的升温。市场人士认为,随着全球经济持续改善,复苏态势更趋一致,市场对经济增长、通胀上行及货币政策收紧的预期逐渐提升,这是近期海外债市走弱的核心逻辑。

近期中债表现淡定

年初以来,我国债券市场也一度经历快

速调整。从中债收益率曲线上看,长债收益



率从首个交易日(1月2日)到1月18日前后一路走高,10年期国债收益率最高上行至3.98%,10年国开债收益率最高上行至5.13%,两者均创2014年四季度以来新高。

但随后国内债市出现一定超跌反弹。1月下旬至今,10年期国债、国开债收益率分别回落至3.87%、4.90%一线,前者基本收复了年初失地,后者也重新回到至5%以下。与海外债市相比,国内债市最近表现相对抗跌,特别是1月下旬以来运行节奏出现背离,导致国内外债市利差收窄。

统计显示,2017年末中美10年期国债利差为148BP,2月12日则为102BP。而在2017年11月,中美10年期国债利差一度接近170BP。

市场人士担心,未来美债乃至全球债市收益率还有上行空间,也将冲击本已疲弱的中国债市。

在上个月国际货币基金组织(IMF)最新发布的《世界经济展望》中,将2018年和2019年的全球增长预测分别上调了0.2个百分点至3.9%,此次上调反映了全球增长势头强劲以及美国税改带来的预期变化。华泰证券宏观研究团队认为,全球经济复苏的趋势将在2018年进一步加强。同时,1月美国非农就业数据给予海外债市重创。1月份美国非农就业人口增加20万,超过市场预期的18万,失业率维持在4.1%低位。更关键的是每小时工资涨幅达到2.9%,创2009年以来最大增幅。

中金公司研报指出,此前美国通胀预期起不来的最重要原因是工资上涨缓慢,抑制通胀。如果工资涨幅加速,通胀压力也将随之而来,弱美元也会带来输入型通胀压力。在这个数据的推动下,市场对美联储加息的预期升温,刺激美国国债收益率大幅走高。

此外,随着美元持续走弱,境外央行减持美债,但减税及未来可能推行的基建计划,将扩大美国财政赤字,增加美国国债供给,供需关系转弱也给美债收益率上行势头添油加醋。

按目前形势,3%便是10年期美债收益率的下一个关键位置。市场密切关注即将公布的通胀数据,如果数据偏高,加上3月美联储加息是大概率,美债收益率可能继续上行,全球债市的调整也就难言结束。对我国债市而言,海外债市波动仍将构成不

利影响因素。

领先调整提升免疫力

不过,也有不少市场人士认为,我国债市运行主要受内部因素影响,受海外债市调整的冲击未必很大,未来仍有望保持较平稳运行。

未来我国债市能否继续“独善其身”,就要搞明白近期为什么会“特立独行”。中金公司固收研究认为,去年以来这一轮全球债券收益率的上升,领头羊其实不是美国,而是中国。过去一年多,国内流动性收缩、金融监管加强,银行体系出现缩表,在政策调整的节奏和幅度上均领先美国,在此背景下,货币债券市场利率水平大幅上升,与政策利率利差走阔,隐含了多次加息的影响。

他们还认为,2016年末以来,中国商品价格上涨和经济复苏也领先于全球。供给侧结构性改革,带动了工业品价格上涨,刺激进口需求,是这一轮全球大宗价格回升的主因,也在一定程度上拉动和海外国家出口,支撑了全球经济复苏共振。鉴于中国才是这一轮全球经济复苏和资产价格变动的领头羊,中债和美债不是跟随关系,而是领先关系。

“当投资者担心美债收益率上升可能

观点链接

兴业证券:资金面预期调整提振情绪

短期来看,对节后资金面预期的调整,可能仍会支撑债市做多情绪。此前资金松带动短端收益率回落明显,而长端回落偏慢,在一定程度上反映出市场对流动性的季节性宽松的可持续性相对谨慎。而随着股票市场情绪的不稳定性增加,央行加大维稳春节前后流动性的力度,可能会使得市场对资金面宽松的预期重新调整,从而在短期内仍会支撑债市的做多情绪。

中金公司:趋势性机会还需观察

短期仍处于喘息之机,趋势性机会还需要观察。债市两大风险点之一的利率长端性价比已经明显好转,海外避险情绪上升等使得政策捉鼠忌器,助推债市短期迎来喘息之机,中期仍面临供求、监管政策、海外联动等风险点。美股虽然短期出现了

拉动中债调整的时候,我们想强调,中债收益率已经大幅上升过了。目前中国债券收益率已回升到历史90%分位数以上,而美国中长期国债收益率还没有回到50%分位数以上。”中金公司这份研报称。

年初以来尤其是春节前,国内市场资金面持续宽松也是支持我国债市止跌回稳的一项重要因素。近期资金面宽松与春节前央行流动性维稳有关,但一些机构认为,今年节前流动性远超预期,可能隐含了一个信号,即金融监管已明显加强,货币政策没必要进一步收紧,未来会更注重保持流动性合理稳定,今年流动性波动可能小于2017年。

此外,2017年以来人民币对美元持续升值,今年以来对一篮子货币汇率也有所升值,反映出市场汇率预期不断改善,叠加全球经济复苏形势下,风险偏好上升,资金从美国流向其他发达经济体及新兴市场经济体的现象趋于明显。

近期境外机构增持人民币债券的力度持续加大,反映出虽然海外债市走弱,但汇率升值与利率上行后的中国债市对境外资金仍具有吸引力。申万宏源研报指出,1月份境外机构配置热情高涨,大幅增持我国债。1月境外机构在中债新增托管量630亿,在上清所增持353亿。其中,境外机构大幅增持国债605亿元,连续11个月对国债进行增持,且在所有机构中增持力度最大。

申万宏源孟祥娟等认为,随着人民币相对美元中期进入稳定升值通道,人民币资产特别是我国国债的配置价值继续提升。

往后看,鉴于当前我国债市绝对利率水平已高,提前消化了诸多不利因素影响,货币政策释放出一定的友好信号,金融监管加强冲击最剧烈的阶段也可能已过,我国债市收益率进一步上行风险不大。但由于缺乏基本面有力支撑,监管压力仍在,我国债市尤其是长债收益率下行机会仍不明显。

总的来看,未来中国债市可能进入震荡筑底阶段,对海外市场扰动将主要通过利差收窄的方式来消化。数据显示,目前中美利差仍高出历史中位数约50BP。

长江证券赵伟:债市交易性机会需等待

本报记者 王姣

中国证券报:海外因素将如何及在多大程度上影响中债?

赵伟:短期来看,美债变化对中债的影响主要体现在情绪面上,中债表现的主驱动力仍在国内。回顾历史表现,美债变化中债表现的主驱动力仍在国内。而目前我国债券市场对经济基本面的逻辑消化相对充分,但对通胀中枢抬升、全球货币正常化加快、债市交易结构变化等预期仍然不足,债市配置价值逐渐显现,但交易性机会仍需等待。

中国证券报:有观点认为,本次美股大幅回调的根本原因来自于美债收益率过快上行,对此有何看法?

赵伟:本次美股大幅回调的根本原因缘于美债收益率快速上行,但也因量化和算法交易的自动止损而加剧调整。具体来看,1月下旬以来,10年期美债收益率快速上行,并持续位于2.8%以上的高位,部分投资者开始担心高利率环境将对美股估值形成压制,抛售行为不断蔓延、引发美股调整。此外,此次美股调整过程中,部分量化和算法交易在市场跌破关键点位后触发了自动止损交易,进一步加大了抛售压力,加剧美股调整。

2018年,伴随主要国家经济景气修复,海外通胀水平中枢趋升;全球再通胀周期下,美、欧、英等海外央行政策立场或将更加鹰派。受此影响,10年美债和国债收益率等将易上难下。受利率中枢水平趋升影响,美股高估值板块或将持续遭受冲击,而“高盈利和低估值”板块或将受投资者青睐。

参考历次债市熊牛切换的经验,以及本轮经济、政策的节奏变化,债市趋势性机会的出现需要两个条件:一是总需求的预期趋势性走弱;二是以银行为代表的金融机构负债端逐步稳定下来。

目前来看,债券配置价值逐渐显现,但交易性机会仍需等待。对于交易型机构而言,杠杆行为或继续受到压制,建议多看少做,保持低杠杆、短周期,对配置机构而言,可以考虑逐步增加对长端利率债、高评级信用债的配置。

信用风险缓释 债市平稳运行

□联合资信 王自迪 郝帅

金融服务等行业,调降企业主要分布在化工、房地产管理及开发、金属、非金属与采掘、机械以及石油、天然气与供消费燃料等行业,房地产管理及开发行业的调升和降调现象均较为明显,表明在房地产密集调控政策影响下,部分房企经营业绩下滑,行业内部信用状况趋于分化;分地域看,调升企业主要分布在经济较为发达的浙江、江苏和北京等地,调降企业主要集中于经济持续低迷的辽宁省以及去产能压力较大的山东、内蒙古等地。

整体来看,2017年,随着供给侧结构性改革持续推进,部分企业盈利出现恢复性增长,信用状况逐步改善,债券市场发行主体信用等级调升趋势更为明显,等级大跨度调整现象有所减少,评级稳定性整体变化不大。

各主要券种利差有所上升,信用等级对利差体现出较好的区分度。2017年,短融、中票、企业债、公司债和商业银行债券的利差较2016年均有所上升,各主要券种利差变异系数较2016年显著下降,表明各债券品种各级别的利差稳定性均有所上升。信用等级与发行利率均值和利差均值基本呈反向变化关系,即信用等级越高,发行利率均值和利差均值越小。部分券种AA+级差大于AA级差,表明在违约常态化预期背景下,投资者对AA级以下债券的风险溢价要求有明显提升,且对AA+级和AA级债券的风险溢价要求差异有所下降。

对于相同信用等级、不同期限的债券,其利差均值与期限大部分未表现出正向关系,即发行利率均值和利差均值未随着期限的增加而递增,可能是由于较短期限债券样本中,产能过剩行业企业占比相对较大,同时也可能与银行间和交易所债券市场分割有关。剔除数量较少后,各级别发行主体所发短融的发行利差及交易利差,各期限中票、企业债和公司债的不同信用等级的发行利差均存在显著性差异,表现出较好的区分度。

节前无心恋战 债市窄幅震荡

本报记者 王姣

2月13日,A股延续反弹,债市继续震荡。风险偏好情绪回稳和流动性边际收敛令债市稍许承压,但MLF操作改善了预期,加上节前成交意愿不高,市场维持窄幅震荡格局。市场人士料节前最后一日,盘面也难有大变化,节后流动性变化及供给情绪则值得关注。

按目前形势,3%便是10年期美债收益率的下一个关键位置。市场密切关注即将公布的通胀数据,如果数据偏高,加上3月美联储加息是大概率,美债收益率可能继续上行,全球债市的调整也就难言结束。对我国债市而言,海外债市波动仍将构成不

利影响因素。

节后关注两点

往后看,市场人士指出,债市有望保持平稳运行,但节后流动性状况和供需关系的变化值得留意。

1月中上旬大跌之后,近几周债市收益率总体小幅回落,10年期国债收益率基本回到2017年末水平,10年期国开债收益率也回到4.9%一线震荡。分析指出,经过过去一年持续调整,我国债市收益率已处于历史较高水平。随着债市收益率上行,相对其他大类资产的性价比修复,各类配置需求逐渐释放,对利率继续上行开始产生抑制。突出表现在,年初以来,纵然二级市场行情出现较大波动,债券发行市场仍持续偏暖,利率债中标收益率基本都低于二级市场水平,认购倍数不低,需求较为旺盛。

与此同时,年初以来市场资金面持续偏松。尤其是在春节前,资金面仍不改。交易员称,长假前夕,投资者无心恋战,成交清淡抑制利率波动,行情对海外市场影响有限。信用债市场成交寥寥,假日氛围浓厚。

与此同时,年初以来市场资金面持续偏松。尤其是在春节前,资金面仍不改。交易员称,长假前夕,投资者无心恋战,成交清淡抑制利率波动,行情对海外市场影响有限。信用债市场成交寥寥,假日氛围浓厚。