

债市中长期机会仍弱于A股

□本报记者 王姣

春节假期归来,股、债、期、汇罕见地集体走牛,不过短短两日后,行情未能延续。2月27日,债市表现依然强势,A股、大宗商品市场却双双下挫。分析人士指出,节后我国大类资产全线走牛,既受益于近期美股、美债双牛的海外环境,又有内部流动性宽松的推动,但美联储3月加息、国内资金面边际趋紧的预期下,后续大类资产分化难以避免。展望后市,在“经济较高增长+较低通胀”的组合下,我国大类资产配置可能仍将向股市倾斜,债市继续反弹的空间预计有限。

齐涨行情未能延续

春节假期后,国内大类资产罕见地全线走牛。

节后第二个交易日(2月23日),上证综指上涨0.63%,重新逼近3300关口;债市明显反弹,10年期国债收益率下行2BP至5%;国内期市大面积飘红,Wind商品指数收涨1.79%;人民币也同步升值,当日在岸人民币对美元汇率涨逾200点至6.3380。

26日,大类资产表现依然“牛气十足”,当日上证综指续涨1.23%,创业板指大涨3.61%;债市延续暖意,10年期国债收益率170215收益率一举下行逾6BP,10年期国债期货主力合约大涨0.58%并创近三个月最大涨幅;大宗商品市场全线飘红,Wind商品指数收涨1.18%,焦煤钢矿板块涨幅近3%;人民币汇率亦有强劲表现,在岸人民币对美元强势上行至6.3070,创2月9日以来新高。

从历史上看,大类资产全线上涨基本可归为小概率事件。

国泰君安证券固定收益首席分析师覃汉指出,从数据可得2004年至今,共3345个交易日,其中四大市场均上涨的情况仅为163个交易日,进一步如果添加上证综指涨幅大于1%这一条件,符合条件的交易日仅为49个,占比分别为4.89%和1.46%。

果然,短短两日后,股、债、期、汇齐涨行情未能延续。27日,债市表现依然强势,10年期国债期货主力合约收涨0.41%,10年期国债170215收益率下行逾4BP并触及4.90%关口。但A股、大宗商品却双双下挫,当日上证综指全天呈震荡下行走势,收盘跌1.13%报3292.07点,止步六连阳;国内期市收盘涨跌互现,Wind商品指数则收涨0.26%,甲醇、塑料、聚丙烯跌幅均超1%。

流动性变化影响市场节奏

春节假期后大类资产何以集体走牛?在业内人士看来,此次我国大类资产全线上涨,是在美股、美债双牛的背景下,国内短期流动性宽松造就的结果。

近期海外资本市场波动趋于平缓,基



至出现美股、美债双牛的情形。数据显示,2月22日至2月26日,10年期美债收益率分别下行2BP、4BP、2BP,最新已回落至2.86%,较此前触及的高点2.94%下行8BP;与此同时,美股短暂调整后又重拾升势,2月23日、26日,标普500指数连续上涨1.6%、1.18%,纳斯达克指数也分别上涨1.77%、1.15%。

从国内因素看,此次大类资产全线走牛主要受益于短期流动性宽松。春节假期后,央行重启逆回购并连续净投放数千亿元资金,资金面宽松格局得以延续。2月22日至26日,央行分别开展了3500亿元、2300亿元、1500亿元逆回购,因这三日并无逆回购到期,三日累计净投放资金7300亿元,受此推动,代表性的7天期回购利率DR007从2.89%下行至2.85%。

覃汉点评称,从债市来看,资金面宽松,应该是推动市场大幅反弹的直接原因。一方面,临近月末但是DR007、R007和IRS均指向月末资金并不紧张;另一方面,面对已经偏松的资金面,央行仍然在公开市场净投放,公告措辞亦由“基本”稳定变为“合理”稳定,结合海外市场此前的波动,引发市场对于央行态度的揣测。

就股市而言,节后市场流动性缓慢回升,外资在春节前后重回净流入,显然也助推了沪综指六连阳。据招商策略最新数据,春节后假期第一周,招商A股流动性指数为-0.23,较前一周提升0.66。其中资金预期指标从0.34提升至0.45,资金供需指标从-6.04提升至-3.58,资金活跃度指标从-0.04提升至0.33。此外,投资者情绪逐渐修复,春节后两个交易日融资买入额占A股成交额比例回升至10.25%。

不过2月即将结束,鉴于季末月(3月)将至、美联储3月大概率加息,叠加临时准备金动用安排(CRA)陆续到期、税期、季末考核等因素,市场普遍预计资金面宽松程度将趋于收敛,3月流动性将回归紧平衡,由此大类资产分化也难

资金投放,但也几度停做逆回购,公开市场操作间歇性关停、力度不断调整,展现了央行货币政策操作的前瞻性、灵活性和精准性。

2月13日,央行开展3930亿元1年期MLF操作,提前完成对2月15日(顺延至2月22日)到期的2435亿元MLF的滚动操作,并提供适量的增量中期流动性,释放了继续维护节后流动性的信号,稳定市场预期。2月22日、23日,央行通过逆回购操作连续实施大额净投放,大力对冲2月税期、MLF到期、法定准备金缴款等因素的影响,市场资金面并未出现紧张。24日,央行暂停公开市场操作,但紧接着又在26日重启操作,实施净投放1500亿元,以应对新一次法定准备金缴款的影响。在资金面平稳度过例行缴准日后,27日,央行公开市场操作再次暂停。

往后看,3月1日和2日分别有1600亿元、1100亿元的逆回购到期,但因月末财政支出补充流动性,月末月初资金面通常

演着追赶者的角色。统计显示,23日和26日,在岸人民币对美元即期汇率快速升值了535个基点,是引起人民币中间价跟进上调的主要原因。

但27日人民币市场汇率走势出现反复。在岸人民币方面,27日早间人民币对美元即期询价交易高开后一度上冲6.2936元,为节后首次升破6.30元关口,随后汇价展开调整,16:30收盘价6.3064元,较前收盘价小升6个点;夜盘时段,在岸人民币即期汇率继续在6.30元附近盘整,截至19时,报6.3100元。27日香港市场上,离岸人民币终结了此前四连升的势头,从日内6.2888元的高位回落,后续在6.30元附近震荡,截至北京时间19时报6.3060元,较前收盘价跌105点。

以避免。2月27日,央行再度暂停逆回购操作,当日无投放也无回笼,尽管短期资金面仍维持宽松,但跨月的7天期加权利率DR007上行逾5BP至2.90%。

资产配置应侧重股市

机构分析称,在海外资本市场趋于平稳的背景下,我国大类资产的表现将回归基本面,考虑到经济有韧性、通胀预期抬头,大类资产配置可能仍将倾向于股市,虽短期流动性有助于债市情绪回暖,但在基本面压制下,债市收益率继续下行的空间预计受限。

“全球通胀回升和主要经济体货币政策正常化成为影响全球债市和大类资产的关键性因素。”中信证券固定收益首席

■观点链接

财通证券:后市关注两因素

2018年流动性冲击会成为影响市场节奏的核心因素。流动性冲击有两种,一种是政策主动收缩,主导去杠杆导致的流动性收紧,利率上行;另一种是由通胀预期上升带来的货币政策收紧预期,进而带动利率上行。后续走势更多的要考虑国内监管的节奏及全球通胀预期变化。

中信证券:10年国债利率将升至4%

就债市而言,流动性环境的宽松将会有助于债市回暖,但流动性宽松局面难以持续,债市上涨动力也将逐步消解。3月底为全球货币政策迎来进一步正常化加息时间点,叠加季末流动性环境边际收紧。受以上因素影响,3月份10年国债到期收益率仍将逐步回升至4%的中枢。

中信建投:海外股市波动将加剧

我国2017年第四季度《货币政策执行报告》中提到的“对于权益市场相对有利的较高增长和较低通胀的组合”,在2018

会偏宽松,能吸收逆回购到期影响,央行仍可能继续暂停公开市场操作,届时公开市场出现自然净回笼的可能性不小。

平稳跨月无悬念

27日,市场资金面继续呈现宽松态势,资金利率涨跌互现,整体波动不大。银行间债券回购市场上(存款类机构行情),隔夜回购利率小跌1BP至254%,可跨月的7天和14天回购利率小涨5BP、2BP,更长期限的21天期回购利率下行14BP。交易员称,27日早盘就有大行按加权价格融出大量隔夜及跨月资金,很快满足机构需求,14天及以上期限资金供给充足,需求不多。

分析人士指出,扛过节后MLF到期、税期、缴准等多种因素影响之后,短期流动性波动风险下降,现金回笼与CRA到期大致互为对冲,月末财政支出、外汇占款增长也形成一定流动性补充,流动性平稳跨月没有悬念,再考虑到月初扰动因素较少,市

27日亚洲交易时段,美元指数继续呈现箱体震荡,在美联储主席讲话前,市场交投意愿不足,观望情绪浓厚。

关注美元低位波动

市场人士指出,在6.30元附近,购汇需求重新增加,抑制人民币进一步升值。同时,国际市场上美元指数走势不确定性有所上升,促使投资者预期分化,加大汇率双边波动。不少市场人士认为,后续人民币汇率仍主要跟随美元波动。

目前市场上看空美元走势仍然占据多数,但也有分析人士提示关注美元低位反弹的可能性。中信期货张革认为,美元指数中期继续走弱已经为市场的一致预期,但也不能就此推断出美元指数单边下

分析师明明表示,目前而言,全球正处于通胀缓慢回升的过程中,但通胀缓慢上升的进程却是近年来难见的曲折,市场对全球通胀的进度也有所分歧。这一阶段,美联储每一次加息都将是股市的助推剂而非利空因素,因为美联储加息相当于确认了通胀仍然处于上升趋势中。同时,需要注意的是,当前全球资产价格已经处于高位,对利率的敏感性不断增强,通胀上行过程中利率的快速上行对股票价格的冲击需要引起关注。

“大类资产配置宜向股票倾斜,对债市谨慎乐观。”覃汉认为,从过去几轮“黄金时代”大类资产表现中,不难发现股市多为牛市,2016年末以来的A股结构性牛市也符合历史规律。对于债市而言,在市场已经对通胀风险预期充分但尚未兑现的情况下,利率已经发生超调,未来一段时间债市的波段交易机会较为确定,其维持对债市谨慎乐观的判断。

对A股市场而言,银河策略研究指出,外围市场指数均有所企稳回升,联动扰动影响逐渐减弱,且在经历前期深度调整后,修复动力也有助于A股企稳,短期内A股将受政策预期带动,修复行情乐观。“中长期来看,全球经济复苏,国内经济基本面稳中向好,坚持慢牛行情观点不变。”银河策略分析师丁文表示。

总的来看,在全球经济复苏向好、国内经济有较强韧性的背景下,股市中长期表现或优于债市,但考虑到当前债券配置价值明显,债市收益率继续上行的空间也将有限,年内大概率处于震荡格局。

年会向略低的增长和更高的通胀演化。而从历史上看,股票市场的调整一般会领先于实体经济。因此,2018年海外权益市场的波动将加剧。而3月通胀数据的一次性抬升,经济动能出现减弱的信号,或是美债利率突破3%,都可能成为下次美股调整的触发因素。对此,仍需要保持足够的警惕。

平安证券:四因素驱动债市回暖

2018年2月份以来,国内债券市场表现强韧且温和回暖;春节后4个交易日,各券种收益率亦持续回落。这主要受到四方面因素的驱动:一是国内债市经历调整后本身已处于历史低位;二是2月份以来全球资本市场遭遇剧烈动荡,避险情绪带来的资金流入对债市形成支撑;三是人民币汇率单边贬值的预期扭转,提升了海外投资者对中国资产价格的信心;四是央行频频维稳资金面,释放呵护流动性的政策意图。在这样的背景下,境内商业银行/保险、境外机构纷纷加仓利率债,配置力量的加码支撑债券市场韧性增强。(王姣 整理)

场资金面平稳局面有望至少延续到3月上旬。从3月中旬开始,税期、季末考核将逐渐加大流动性压力,尤其是季末考核,被视为春节后资金面可能面临的最大考验。有分析认为,金融监管加强、各类新规频出,带来的市场摩擦可能加大,2017年明显暴露的流动性分层现象仍值得警惕。

值得注意的是,春节前,央行相关人士在接受采访时表示,节前节后人民银行将继续灵活搭配工具组合,维护流动性合理稳定;合理搭配期限组合补充流动性,提高跨季资金供应的比重。目前63天期逆回购已可跨季,预计未来一段时间央行将适时重启63天期逆回购操作,满足金融机构合理的跨季流动性需求,资金面平稳跨季不是没有可能。

分析人士指出,鉴于央行不断提高公开市场操作水平,未来一段时间流动性波动风险不大,但宽松程度仍将有限,流动性不会持续偏离中性适度状态。

跌之势不可逆转。首先,特朗普基建计划逐步浮出水面,可能会推升“特朗普交易”逻辑回归。其次,通胀预期进一步强化,也可能刺激市场对美联储加快升值的预期,从而支持美元走势。

中国银行国际金融研究所报告指出,2018年美元指数不具备回升的基础,但也不排除美元出现震荡反弹、与欧元强弱互现的阶段性走势,预计美元指数核心波动区间为85至95。

有市场人士指出,考虑到近期通胀预期上升、美联储3月份议息会议临近,美元指数未必会进一步下跌,由于当前美元空头持仓较高、预期过于单边,需关注美元低位反弹可能,人民币对美元汇率双向波动可能性加大。

债市短期走势偏乐观

□本报记者 朱圣莹

周二(2月27日),我国债券期货、现货市场延续强势表现,10年期国债期货主力合约盘中涨幅近0.5%,10年期国债收益率一度下行5BP并触及4.90%。分析人士指出,近几日国内债市连续走强是多因素共振的结果,除短期流动性持续宽松外,美债收益率回落、国内经济预期现分歧、监管协调推进、配置力量加码等因素也助推了反弹。短期来看,在乐观情绪的推动下,债券期货、现货市场可能延续偏强态势,但就中长期而言,市场将重新回归基本面,收益率继续下行的空间可能受限,投资者参与交易时需注意安全边际。

债市表现抢眼

27日,央行暂停公开市场操作并结束净投放,但债券市场仍延续暖意,期货、现货表现抢眼。

期货方面,中金所国债期货市场连续两日大幅收涨。从盘面上看,10年期国债期货主力合约T1806小幅高开于923元,早盘一度转绿并下探至92225元,但企稳一段时间后开始爬升,午后涨幅明显扩大,盘中最高触及92735元,最终收涨0.41%报92666元,盘中最大涨幅达0.49%;5年期国债期货主力合约TF1806收盘涨0.23%,最新报96425元,盘中最大涨幅为0.29%。

现券一级市场继续向好,国开行招标发行的三期金融债中标收益率均低于中债估值,认购倍数较高,显示机构配置需求旺盛。二级市场上,银行间现券收益率明显下行,国开债表现继续优于国债,10年期国债活跃券170215收益率下行约5BP至4.9025%,盘中最低触及4.90%整数关口;10年期国债活跃券170025收益率盘中一度下行2BP至3.83%,尾盘报3.84%。春节假期后,债券市场整体明显回暖,2月23日至27日,10

期债反转? 震荡!

□国投安信 欧雪莲

春节长假后,国债期货先抑后扬,本周连续两日大涨,有突破1月以来窄幅震荡之势。这到底是触底回升的反转,还是短期的震荡呢?笔者认为此次国债期货大涨,并非反转,而是短期市场情绪不稳造成的震荡加剧,反弹空间有限,长期下跌压力仍大。

春节后首日,国债期货跳空下跌,主要是跟随海外债市调整。此前1月美联储会议纪要更乐观,表示要进一步渐进加息。市场加息预期提高,美债收益率升破2.95%,创四年新高。长期看,欧美主要发达国家货币政策正常化趋势,形成较大的利率上行压力,国内债市亦承压。

过去两日国债期货大涨,则主要源于资金面宽松和外部压力暂缓。

一方面,节后央行实施大额流动性投放,资金面保持宽松。往年春节,央行公开市场操作通常是在节前大幅投放、节后大幅回笼。今年节前普惠金融定向降准和临时准备金动用安排(CRA)大大增加了资金供应,因此,央行节前持续停做逆回购,节后为应对CRA陆续到期和月末因素,央行又大幅投放。总体看,今年春节前资金利率维持低位,资金面持续宽松。但长期看,在稳健中性的货币政策基调下,资金面难收紧平衡,且央行可能继续上调公开市场利率,资金利率中枢下行幅度有限;近期随着CRA到期,又

2018年首批公开发行业务债亮相

2月27日,新疆自治区财政厅进行了2018年首次地方政府债券公开发行,当次招标的两只3年期地方债中标利率分别为3.61%和3.80%,足额发行。

新疆此次招标的是自治区政府2018年第一期一般债券和第一期专项债券,均为3年期品种,计划发行14亿元和24.6亿元。招标结果显示,此次3年期一般债券中标利率为3.61%,专项债券中标利率为3.80%,相差19BP。发行人于招标前披露的招标书显示,此次一般债券和专项债券的招标利率区间均为3.60%—4.32%。

年期国债期货主力合约T1806从91.725元上行至92.66元,累计涨幅超过1%并实现三连阳;10年期国债活跃券170025收益率自3.89%回落至3.83%附近,下行约6BP,10年期国债活跃券170215自5.03%下行至4.9%,大幅下行13BP。

后市谨慎乐观

在业内人士看来,春节假期后债券市场连续走强,主要归因于短期资金面持续宽松,同时美债收益率持续下行、国内经济预期现分歧等也是重要因素。

“债市连续反弹应该是由多个因素共振导致,包括但不限于:年初基本面可能会比预期弱、货币政策和资金面持续宽松、监管政策继续超预期空间不大、海外利率风险减弱等。”国泰君安证券覃汉昨日盘后点评称。

申万宏源证券孟祥娟表示,债市情绪边际回暖主要影响因素有三点:一是油价企稳、农产品价格指数下跌,令通胀预期有所回落,市场对经济数据有所分歧;二是央行持续净投放,资金面预期进一步好转,预计2018年货币市场利率止升企稳;三是美债长端收益率回落,担忧情绪有所缓和。

随着债市情绪出现边际好转,业内人士对债市短期看法出现分歧。覃汉指出,虽然10年期国债高点出现到现在已经下行超20BP,接近去年每一波熊市反弹的极限,但其对行情依然乐观,建议策略从“越跌越买”变为“逢低买入”。平安债券研究团队则认为,利率短期仍存上行压力,主要因为经济仍稳、内外通胀压力上行、货币政策尚无松动迹象,监管继续趋严。

分析人士指出,债市近日上漲主要是流动性宽松推动,但3月资金面或边际趋紧,且后续监管政策出台对市场的影响以及供给加速带来的压力仍不容忽视,建议投资者在参与交易时注意安全边际。

临近3月美联储议息会议,资金面或逐渐收敛。

另一方面,债市外部压力暂缓。美债冲高后于近两日有所回落,但是财政赤字扩大增加国债供给和美联储渐进加息两大长期利空下,美债利率易上难下。近期欧洲经济数据低于预期,欧央行发言更谨慎,德债收益率回落。长期看,欧洲经济较好,但货币政策较宽松,呵护经济,但易酝酿资产泡沫等风险,欧央行货币政策正常化仍将推进,利率中枢或继续上移。因此,发达国家货币政策正常化趋势将长期形成外部压力。

期现结合看,国债期货此前超跌,有补涨需求,周一涨幅远大于现券,才形成大涨局面。2月以来,10年期国债收益率从3.90%降至3.8%,但期货反弹不明显,IRR降至负值,期货超跌节后首日期货大跌,现券收益率波动较小,将期现背离推至极值,周一,期货端上涨0.58%,修复背离的需要为大涨贡献较多。另外,节后市场情绪不稳,使期债较现券波动较大,震荡加剧。

综上,节后央行持续投放下资金面宽松,外溢收益率短暂回落减轻传导压力,超跌的国债期货迎来修复性上涨。但央行稳健中性货币政策下,资金利率中枢难大幅下行。发达国家货币政策正常化持续推进,将长期形成外部压力,临近3月美联储议息会议,我国央行公开市场操作或转向谨慎,且有跟随“加息”可能。期债短多难持续,还有金融去杠杆和通胀抬升等利空环绕,预计反弹空间有限。

值得一提的是,上述两只债券是今年首批采用公开招标方式发行的地方债。从公开信息来看,今年地方债发行从2月初即启动,2月2日,湖北发行两只地方债,2月7日,四川也发行了8只地方债,但均采用定向发行方式。

市场人士表示,随着公开发行的地方债亮相,各地地方债承销团基本组建完成,加上假期因素影响消退,预计地方债供给大潮已渐行渐近,3月份地方债发行规模将大量增加。未来应关注地方债供给放量对债市供需关系的影响。(王姣)

□本报记者 张勤峰

2月27日,央行再度停做逆回购,因无央行流动性工具到期,故未造成净回笼或净投放。得益于月末财政支出力度加大,市场资金面继续呈现宽松态势,主要回购利率涨跌互现。不少分析人士认为,春节后现金回笼与CRA到期互为对冲,加之央行灵活摆布公开市场操作,短期资金面无忧,季末可能是下一个关键点,但央行调控到位,不排除季末流动性好于预期的可能。

央行停做逆回购

27日,央行公开市场操作再度暂停。央行公告,临近月末财政支出力度加大,银行体系流动性总量处于较高水平,27日人民银行不开展公开市场操作。因当日并无逆回购等央行流动性工具到期,故未形成净回笼或净投放。

春节长假前后,央行实施了较大规模的

□本报记者 王姣

在连升两日后,2月27日,境内外人民币对美元汇率转为震荡。分析人士指出,人民币对美元升至6.30元附近,购汇需求反弹,抑制升值空间,后续走向需结合美元走向分析,未来美元低位波动可能加大,过去一段时间人民币持续单边升值并非常态。

6.30一线遭遇阻力

2月27日,境内银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价设在6.3146元,较前值调升232基点,上调幅度为2月2日以来最大。至此,该中间价已连续三日上调,从23日到27日,累计上调384基点。但与市场汇率相比,人民币对美元中间价仍然扮