

冲高回落 期债短期观望

□本报记者 王姣

9月5日,国债期货市场冲高回落,10年期主力合约收跌0.09%,连跌三日,10年期国债活跃券收益率小涨0.5BP。分析人士指出,8月财新服务业PMI表现疲软,股市再现大跌并未提振债市,央行8月进行正回购的传闻抑制市场情绪,考虑到供给压力、通胀隐忧,债市料延续震荡。

国债期货三连跌

周三,国债期货市场冲高回落,两大主力合约遭遇三连跌,银行间现券市场收益率也先下后上。从盘面上看,昨日10年期国债期货主力合约T1812小幅高开于94.83元,开盘后逐渐攀升至94.91元,涨幅约0.14%,13:10后开启一波回调走势,最终收报94.69元,较上一交易日下跌0.09%,连续第三日下跌;5年期国债期货主力合约TF1812盘中也由红翻绿,尾盘加速下调至97.675元,较上一交易日下跌0.05%,同样遭遇三连跌。

银行间市场上,主要利率债收益率变动不大。其中10年期国开债活跃券180205收益率先下后上,日内主要围绕4.245%-4.27%区间波动,尾盘收报4.2650%,与上一交易日收盘价持平;10年期国债活跃券180011收益率则震荡上行,从3.60%逐渐回升至3.625%,较前收盘价上行0.5BP。

当日央行继续暂停逆回购操作,也无逆回购到期。逆回购续停,无碍流动性充裕,Shibor多数走低,银存间质押式回购利率亦多数下行,代表性的7天期加权利率下行约12BP。

国盛证券分析师最新点评称,尽管本周央行连续三日暂停

国债中标利率低于二级市场水平

5日上午,财政部招标发行的3年期和7年期国债中标收益率均小幅低于二级市场水平,投标倍数在2左右,表现中规中矩。

财政部本次招标的是今年第十四期3年期记账式付息国债的二次续发券,以及新发的第二十期7年期记账式付息国债,计划发行规模均为450亿元,甲类成员可追加投标。据了解,此次3年期续发债中标收益率为3.3018%,全场投标倍数2.32;7年期新发债中标利率为3.60%,全场投标倍数1.95。两只债券发行收益率均小幅低于二级市场水平。

结合定价和投标情况看,3年期债券需求相对旺盛,这延续了近期利率债招投标的普遍现象——投资者更加青睐短债。分析人士表示,近期利率债供给压力较大、宽信用的进展以及对通胀的担忧,均相对不利于中长债的表现,而短债走势受流动性影响更大,目前较为宽松的资为其提供较强支撑。(王姣)

1年期农发债获得逾5倍认购

5日下午,中国农业发展银行招标发行的3只金融债中,1年期债券获得超过5倍有效认购,颇受投资者青睐。

农发行此次招标的是该行今年第一期7年期、第六期10年期和第七期1年期金融债的增发债,均为固息债,本次发行规模分别为40亿元、60亿元和40亿元。据市场人士透露,此次1年期增发债中标收益率为2.9185%,全场倍数5.14;7年期增发债中标收益率4.3040%,全场倍数2.55;10年期增发债中标

■评级追踪

宏图高科遭降评级

中诚信国际日前发布公告,将江苏宏图科技股份有限公司主体信用等级由AA下调至AA-,将“15宏图MTN001”、“16宏图高科MTN001”和“17宏图高科MTN001”的债项信用等级由AA下调至AA-,将主体和债项列入可能降级的观察名单。

宏图高科日前公布重大资产出售暨关联交易预案,此次交易将导致公司主营业务发生变化。公司持有的江苏银行和华泰证券股份已全部被冻结。公司控股股东三胞集团,因涉及诉讼,持有的公司股份已全部处于冻结状态。2018年上半年,公司净利润下滑52.3%。公司短期债务较多,短期流动性承压。

中诚信国际表示,基于股权结构、财务指标弱化、重大资产重组等或有事项,以及控股股东支持力度减弱,考虑到近期董事辞职对管理层稳定性及生产经

货币/债券 Money Bonds

从双杀到跷跷板 股债博弈加剧

□本报记者 王姣

从债牛股熊到股债“双杀”,再到近期重回股债“跷跷板”,大类资产轮动悄然生变。

机构分析称,8月中旬以来人民币企稳反弹,汇率波动对大类资产的影响趋弱,股债轮动的根本仍在于经济基本面。目前来看,宽货币向宽信用的传导效果仍待观察,经济和通胀走向不甚明朗,在市场风险偏好修复过程中,“双杀”后的股债博弈空间值得关注。

股债轮动变换

今年以来,股债两大市场表现出显著的资产轮动。

从整体表现看,“债牛股熊”现象突出,今年10年期国债收益率从1月中旬的3.98%下行至7月中旬的3.44%,下行幅度高达54BP;上证综指则从1月底的3587点下跌至8月下旬的2653点,最大跌幅超过26%。

今年股债市场实则经历了从股跌债涨,到股债“双杀”,再到股债“跷跷板”的轮动。8月中上旬,债券市场明显回调,中债10年期国债收益率上行约19BP,回到3.65%关口;A股市场则继续探底,从2900点再度逼近2650点附近,加速下跌逾7%。

再看8月下旬至今,在债券市场反弹的同时,A股市场则陷入震荡行情,盘中股涨债跌、股跌债涨的“跷跷板”现象一再出现。比如8月28日至31日,债市连涨四日,中债10年期国债收益率从3.63%下行5BP至3.58%;A股则连跌四日,上证综指从2782点下跌至2725点。再比如9月3日、4日午后,上证综指均出现明显拉升,债市则快速调整,4日上证综指大涨1.1%,中债10年期国债收益率则上行1.5BP。

总体而言,年初至今,债券市场走出了一轮超预期的牛市行情,曾被市场看好的A股市场却一路走软,维持下跌态势,但8月以来,市场从股债“双杀”重新回到“跷跷板”格局,显示市场风险偏好正在发生变化。

基本面是关键

股债市场间的联动性一直是业内备受关注和争议的课题。从历史经验来看,股市和债市的确多次出现“跷跷板”现象,即股市大涨阶段,市场风险偏好上升,

债市出现明显调整;股市大跌阶段,市场避险情绪升温,债市常常出现拉升行情。

究其原因,股债轮动其根本在于经济的基本面,而根据经济基本面衍生出来的以财政政策、货币政策为核心的政策以及监管框架是股债轮动的重要影响因素。

“从宏观层面讲,当一国经济出现明显衰退时,企业营业利润下滑明显,对股市造成一定拖累,资金会转而流入债市,带动债市走强;当一国经济从衰退走向复苏时,企业利润上升,此时股票估值一般偏低,投资者看好企业盈利能力,带动资金回流,股市会走强,债市相应走弱;当经济处于过热或滞胀阶段,股、债之间的联动性较弱,有时甚至会呈现同向变动。”中金公司表示。

从今年的具体情况来看,2018年GDP和CPI同比增速平缓,略有下降的趋势,经济有下行压力也有韧性。据国家统计局数据,今年上半年,中国GDP同比增6.8%,略高于预期值6.7%,与去年同期持平;其中二季度GDP同比增6.7%,是中国经济连续12个季度保持在6.7%-6.9%的区间。此外,2018年7月份,我国CPI同比上涨2.1%,PPI同比上涨4.6%。

中信证券明明指出,在这样的基本面前提条件之下,股指下跌债券收益率上涨才是顺应基本的股债轮动规律的。但是2018年前期股跌债涨,是受到全球贸易形势导致避险情绪升温影响;后期股债双杀则是受到了汇率贬值的影响,导致了不同于基本股债轮动规律的股债变动组合的出现。

7月底至8月中旬,土耳其金融动荡下避险情绪急剧升温,美元指数快速突破96关口,人民币汇率相应承压下行,在,离岸人民币兑美元汇率双双跌破6.90关口,市场由此出现“股债汇三杀”的局面,这与4月中旬的情况如出一辙。

市场人士指出,新兴市场不断上演“股债汇三杀”,对国内金融市场同样造成了冲击,但随着人民币汇率企稳反弹,8月下旬以来股债重回“跷跷板”格局,显示市场情绪已重回平稳。

值得一提的是,8月中上旬股债“双杀”,也反映了市场对滞胀的担忧升温。但随后多家机构分析称,滞胀的风险可能不像市场预期那样悲观,尽管通胀中枢可能有所抬升,但年内压力相对可控,通胀较难对货币环境产生显著影响。

人民币相对稳定 后续走势看两因素

□本报记者 马爽

9月5日,人民币对美元汇率延续了近期相对平稳的运行态势,日间交易时段始终在6.8350元上下小幅波动。市场人士表示,新兴市场货币动荡似有发酵迹象,美元指数仍有上行可能,人民币汇率贬值预期仍需得到适时引导,外汇逆周期调控将继续发挥应有作用。

人民币小幅走低

5日,人民币对美元汇率中间价设在6.8266元,较上一日调低83个基点。与上一日市场汇价的波动相比,昨日中间价这一调整幅度仍相对温和。9月4日,银行间外汇市场人民币对美元即期汇率16:30时收盘价报6.8290元,跌了125个基点,夜盘进一步跌至6.8450元;香港市场人民币对美元即期汇率收报6.8496元,

■记者观察

静候流动性自然收敛

□本报记者 张勤峰

9月5日,央行公开市场操作继续停摆,例行存款准备金缴款未撼动资金面宽松格局,货币市场利率整体继续走低。银行间市场上,7天期回购利率跌破2.4%,与2.55%的央行逆回购操作利率倒挂程度进一步加重,凸显月初流动性充裕态势。本周MLF操作量料不会太大,后续随着政府债发行缴款、税期等因素影响显现,流动性料自然收敛。

9月5日,央行未开展公开市场操作,因无央行流动性工具到期,央行既没有投放资金,也没有回笼资金。自8月22日以来,央行已连续11个工作日未开展逆回购操作。

5日是每月上旬例行的法定存款准备金缴款日。央行公告暗示,当天银行体系面临一定量的准备金补缴。央行交易公告称,目前银行体系流动性总量处于较高水平,可吸收金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响,9月5日不开展公开市场操作。

本周以来,资金市场延续了8月下旬以来的宽松态势,且更趋宽松。5日,银行间债券回购利率整体走低,其中隔夜回购利率跌2BP至2.15%,代表性的7天期回购利率DR007跌13BP至2.38%,14天回购利率跌近3BP至2.37%,21天回购利率跌

跌了144个基点。

5日,人民币对美元市场整体延续下行势头,但跌势趋缓。在岸人民币高开在6.8264元,这也是日间交易的最高价,开盘后汇价震荡回落,午后最低跌至6.8448元,接近前夜收盘收盘价,临近收盘前,汇价有所反弹,16:30收盘价报6.8381元,较前16:30收盘价跌91点。进入夜盘交易时段,人民币波动有限,截至19:25报6.8313元。离岸人民币反复上下波动,截至北京时间19:25报6.8530元。

全球汇市方面,5日亚市阶段,美元指数先抑后扬,小幅走高,站稳95点。新兴市场货币危机似有发酵的迹象,印度卢比对美元刷新历史新低,伊朗里亚尔对美元续创历史新低,印尼盾对美元刷新1998年亚洲金融危机以来新低,土耳其里拉、俄罗斯卢布等对美元也出现不同程度贬值。

逆周期调控不应放松

分析人士认为,短期人民币对美元汇率走势主要需关注两个因素,一是美元指数走势,二是外汇政策动向。

美元方面,短期依然面临有利于上行的条件。首先,美国经济表现较好。美国供应链管理协会(ISM)周二公布,8月份美国ISM制造业指数为61.3,创2004年5月以来新高,市场预期为57.6,前值为58.1。这是美国ISM制造业指数连续24个月高于荣枯分水岭50,显示美国制造业在持续扩张。其次,良好的基本面支持美联储继续收紧货币政策,本月美联储再次加息基本没有悬念,且年内再加息一次的概率在上升。最后,全球贸易形势的不确定性、新兴市场货币大幅波动刺激的避险情绪,令作为主要避险货币的美元受益。值得一提的是,美元升值和资金向美元的流动同样存

恰如国泰君安覃汉所言,“如果滞胀不足为虑,股债双杀就不太可能持续。”近期股债重回跷跷板格局,似乎也部分佐证了这一判断。

股债强弱可能性高

站在当下,经济基本面仍是决定大类资产轮动的主要力量。尽管对于股债强弱还是股弱债强,当前市场存在一定分歧,但机构认为,经历前期股债“双杀”后,随着市场风险偏好逐渐修复,股债均存在博弈的空间,当然,若宽信用效果逐渐显现,经济基本面得以改善,股市的机会可能更大一些。

“动态来看,基本面难言乐观,利率角度无需简单看空,且风险偏好的修复至少是一个可以博弈的空间。从这一角度出发,股和债的博弈空间都值得关注。”孙彬彬表示。

短期来看,中信证券固收团队对债市仍相对看好。明明指出,经济现在回归基本面,但是通胀和复苏仍然不甚明朗。

■观点链接

中信证券:资金回流需满足三条件

从历史上看,资金由股市流向债市,或者由债市流向股市并不是单向,而是到达一定的顶点之后资金又会回流。虽然股市债市的轮动较为显著,但是债券市场成为股市资金的避险地需要满足三个条件:第一,大类资产层面债券存在着比较优势;第二,债券本身有基本面的支撑,且债券本身处于一个相对低的价格位具有一定价格优势;第三,流动性足够充裕。

天风证券:关注风险偏好变化

未来股、债的走势变动除了企业利润变动对股息率的影响以外,风险情绪是另一个可以博弈的空间:年初以来,打压市场风险偏好的,不仅有国内信用环境的恶化、增长预期的走弱,还有外国因素的冲击:以贸易形势为代表的外国因素冲击,不仅激发了市场避险情绪,也放大了国内经济下行的悲观情绪。我们不仅能从贸易形势变化节奏和

股市还在磨底,利率仍然在顶部震荡,反转的信号还不明确。“从先后顺序来看,债市目前的利好是更明确的,因为流动性充裕,而且地方债吸引力更强,10年期国债利率的区间还是3.4%-3.6%。而股市的传导链条更长,内需和企业盈利的复苏还需要等待。”

国泰君安覃汉则坚持“股强债弱”的判断。覃汉认为,随着宽信用、稳增长政策频繁落地,短期利率环境、汇率、通胀预期和信用风险溢价的定价都在发生变化。退一步讲,即使短期经济和融资数据仍未见明显起色,但是市场大概率预期会有更积极的政策加码。因此,现阶段投资者做多债券的信心明显弱于之前,拉长久期敞口的性价比大幅降低,大类资产的风口已经不在债市,正在向权益资产切换。

总的来看,市场人士认为,随着外围因素约束减弱,经济金融数据落地将逐步消化市场对于通胀预期和宽信用政策的预期,如若稳增长效果渐显,市场风险偏好回升,A股磨底后反弹的空间可期,债市则需要警惕超预期复苏撼动牛市逻辑,就短期而言,在形势不明朗的情况下,股债很可能在跷跷板的两端“此起彼伏”,投资者需谨慎把握结构性机会。

股债走势的高度一致中,看出外围冲击的影响,同时也可以从汇率方面看到外围的约束:年初以来,不仅股债走势高度一致,汇率的变动也和股指、无风险利率高度相关。

国泰君安:拉长久期性价比降低

宽信用和稳增长能否见效、何时见效,成为市场关注焦点,但盯总量具有滞后性:第一,信用扩张总是从边际向总量、从乐观向悲观机构传导,数据上表现为先存量止跌、再增量扩张。第二,本轮经济下行,政策可控性较强,尤其基建快速是政策主动收缩结果。随着稳增长力度加大,基建也能在较短期回升。第三,供给收缩下的需求放缓,对工业品价格和企业利润冲击较小,企业ROIC(资本回报率)持续高位,经济体实际利率下行缓慢。总体上,随着宽信用、稳增长加码,短期利率、汇率、通胀预期、信用风险溢价定价均在起变化,拉长久期性价比大幅降低。(王姣整理)

后续走势看两因素

在顺周期特征,这个过程可能是预期自我实现和不断加强的过程。

分析人士称,虽然市场对美元后续上行空间的看法有分歧,但对于短期内几乎看不到美元大幅下跌,这点也有基本共识。

外汇政策方面,7月以来,一系列外汇逆周期调节举措出台,旨在对冲外汇市场顺周期特征,引导和稳定市场预期。这些政策已经见到一些效果,近期人民币汇率波动趋缓,恐慌情绪有所缓解。从最近中间价定价中,也可看到“逆周期因子”发挥作用的痕迹,人民币出现大幅超调的风险得到一定控制。

市场人士表示,贸易领域的不确定性仍较大,新兴市场波动有发酵迹象,难免对人民币汇率预期造成影响。监管层应该不会放松对市场“羊群效应”的管控,如果美元延续强势,外汇逆周期调节仍将适时发挥作用,并有可能推出更多稳定预期的举措。



利率低了30BP,当时央行逆回购已全部到期,央行缺少短期流动性回笼工具。这一背景下,8月份,市场曾传出央行与几家大型银行开展正回购操作的消息。虽然这一消息难以得到官方确认,但却反映出流动性水平偏离央行调控目标后,市场对央行收紧流动性存在猜测。

短期看,如果资金市场再现类似7、8月上旬那种局面,市场难免会对货币政策操作产生疑虑。而最近DR007走势表明流动性正朝向过度充裕的方向发展。

分析人士认为,目前形势下,央行不大可能主动收紧货币政策。即便要回笼流

^[1] 9月5日,人民币对美元汇率延续了近期相对平稳的运行态势,日间交易时段始终在6.8350元上下小幅波动

^[2] 9月5日,人民币对美元汇率延续了近期相对平稳的运行态势,日间交易时段始终在6.8350元上下小幅波动