

“债”辩牛熊:心急吃不了热豆腐

□本报记者 张勤峰

1月下旬以来,债券市场上演一轮反弹。有人说,这轮反弹与前几次相比没什么不同,也有人说,这轮反弹不简单,更有人表示,新一轮债券牛市呼之欲出。短短两个月过去,债市氛围悄然生变,一场牛熊之辩正在展开。

本轮反弹与先前几次既有相似之处,也不乏新特点,市场对反弹的性质存在较大分歧。分析人士指出,从资金、情绪、仓位等方面看,对行情的持续性或许可更乐观一些,但反弹能否持续、趋势会否逆转,关键取决于经济基本面,而目前基本面支撑力度还不够,3月供给、季末、监管政策等因素也带来一定风险,还不能断言债市已开始新一轮牛市。

埋下希望的种子

都说黎明前的黑暗最黑暗。2018年开始,债券市场开局不利,各类利空接踵而至,市场悲观情绪蔓延,1月2日到19日,债市收益率持续快速上行,代表性的10年期国债收益率1月19日达到5.13%,刷新本轮熊市的收益率高点。

然至暗时刻,转机悄然酝酿。1月下旬开始,国内债市显现出较强韧性,收益率在反复波动中小幅下行,上周初更上演了久违的大涨,在收复年初失地的同时,也在一些投资者心中埋下希望的种子。

自1月下旬起,长债收益率缓步回落,10年期国债在5.1%以上盘亘了两天后重新向5%靠拢,2月7日跌破5%,2月23日跌破4.9%,上周收益率下行提速,周一(2月26日)便下降5BP,到3月1日降至4.81%,回到2017年末水平,较1月份高点回落超过30BP。

针对这一轮债市反弹的原因,业内谈得最多的是资金面。

1月25日,普惠金融定向降准实施,金融机构陆续动用临时准备金动用安排(CRA),有效缓解了市场对节前流动性的担忧。从1月下旬到春节前,资金面持续平稳偏松,表现远好于往年春节,成为这一轮行情最关键的推手。

另外,2月初,股市涨势戛然而止,在美股带领下,全球股市急跌,打击高风险偏好,先前股强债弱的格局得到较大缓解。春节后,美债迎来喘息,节后资金面维持宽松,也给节后债市上涨创造了较好的内外环境。

其他一些压制行情的因素也发生了变化。国泰君安证券覃汉团队指出,本轮反弹出现以来,监管政策进入空窗期,资金持续宽松引发对货币政策边际转向的期待,金

融、经济数据支撑一季度基本面走弱,这意味着导致前利率超调的主要矛盾——开始缓和,进而导致利率转而下行。

与年初莫名的大跌相比,市场相信这一次的反弹师出有名,是流动性持续宽松局面下多种因素引发的。但这一轮反弹仍在意料之外,尤其是经历了年初猛跌之后,不期而至的反弹对市场的预期造成冲击。

牛熊之辩重回前台

2018年短短两个月过去,债市氛围悄然生变,一场牛熊之辩的大讨论正在发酵。一部分观点认为,这一轮债市收益率回落仅是熊市反弹,后续上涨空间和幅度有限。

华创证券屈庆表示,本次利率回落更多为交易性机会,不是趋势反转的开始,这次和之前的几次反弹没有什么不同。他认为,本轮交易机会产生的原因有四点:一是利率到了阶段性高位,市场觉得有安全边际了,但这不能证明利率已到顶,之前几次反弹都没有改变利率上行趋势;二是近期政策预期较稳定,流动性短期较宽松,但要警惕金融机构再加杠杆可能触发监管层重新收紧流动性;三是对监管政策担忧有所减弱,但如果监管趋严的方向不变,未来就仍有可能面临政策风险;四是年初供给少,供需上偏有利,但今年利率债供给仍将多于去年。他认为,和前几轮相似,这轮行情来得快,结束得也快,利率下行后还得反弹。

兴业证券固收研究报告指出,这一轮债市反弹本质上是资金面宽松的结果,但无论从供给还是需求来看,资金面的宽松都难言是趋势性的,未来对资金面的制约因素可能逐渐增加。短期市场情绪较平稳,但勿过度乐观。

一部分观点则认为,这轮债市反弹不简单。招商证券尹睿哲团队称,这轮反弹幅度已突破了经验上“熊市反弹”的上限,且没有明显“利空出尽”驱动。本轮反弹会比之前几次更具想象空间,原因在于,交易盘的微观结构是本轮熊市以来最优的,利率债持仓久期已降至近两年低位;配置盘“归位”的必要性是本轮熊市以来最大的;另外,政策层面可能出现一定变化,监管对债市冲击开始钝化。

覃汉团队也表示,近期的反弹与之前有很多不同,可能决定了反弹将更持久。首先,出现“基本面配合”的概率最高;其次,资金面宽松持续时间最长;再者,反弹之前市场预期最悲观;最后,此次反弹的发动者为配置户,此前则多为交易户。但覃汉等也称,在看到融资和经济的趋势性拐点,或者金融体系杠杆出清之前,很难轻言债市已

经开始新一轮牛市。

相比之下,海通证券姜超等更要乐观。姜超认为,新一轮债券牛市才刚开始,不轻言到顶,核心理由在于,融资需求回落将导致利率长期下行,债市将重新走牛。

联讯证券李奇霖也称,2018年资产配置逻辑将发生逆转,核心在于此前市场对全球经济复苏过于乐观的预期,面临较大修正压力,基本面正朝向利好债券方向发展,债券已进入牛市时间,空间和时间都值得期待。

心急吃不了热豆腐

一轮超预期的反弹过后,市场参与者自然会疑问上涨能否持续,空间还有多大。目前各方对后市分歧不小,关键在于对本轮上涨的性质存在不同看法。进一步看,无论是空头还是多头,在下结论的时候都留有余地,设置了前提。

屈庆认为,本轮市场反弹属于交易行情,未来压力仍不小,但他同时表示,“2018年债券市场在消化了一些大的压力之后,可能会迎来真正的好转。”姜超表示,2018年债市上涨空间值得期待、不可小看,但牛市节奏会很慢,“因为央行不会轻易放水,所以不用着急抢跑。”

这从侧面反映了当前市场的复杂心态。一方面,2016年以来债市调整已久、幅度很大,无论从历史经验对比,还是债市绝对收益率、相对性价比等角度看,债市利率筑顶乃至回落的几率在上升;另一方面,前期导致债市下跌的一些主要因素还没有发生根本性变化,全球经济共同复苏,通胀预

观点链接

海通证券:债市慢牛 空间不小

上周债市延续涨势,自本轮债市反弹以来10年期国债收益率已下行超过15BP,国债已超过20BP,能否继续延续反弹走势取决于几个因素:资管新规正式稿出台能否产生靴子落地”效应;3月中下旬资金面会否比预期中宽松;2018年经济开局偏弱的趋势后续能否得到更多信息的认可。本轮债市将是慢牛格局,但空间不可不看,从配置上看目前是布局2018年的理想时机。

东方证券:短期回暖非转折

近两日,债市收益率下行主要原因有两点,一是资金面短期宽松;二是市场预期监管会给过渡期,相对之前缓和。但无论是货币政策还是监管方向都没有发生根本转变。近期流动性宽松主要是央行阶段性调控的结果,货币政策取向并未发生变化。“釜融防风险”为未来攻坚战之首,金融监

下跌3.95个基点;更长期限的14天期加权利率则报3.7406%,上涨2.61个基点,表明机构对3月中下旬流动性边际趋紧的预期犹存。

无近忧有远虑

市场人士指出,近期央行重启公开市场操作对冲逆回购到期量,维护了流动性的平稳运行,月初流动性整体稳中偏松,央行公开市场操作收敛符合预期,短期资金面并无近忧但有远虑。

海通证券指出,通常节后一段时间资金面会较为宽松,预计3月上旬资金面仍较为平稳,近期央行也将维稳资金面。但资金面下旬会面临三方面压力:一是季末MPA考核同业存单纳入同业负债;二是资管新规将于近期落地,增加资金面不确定

期有所抬头,监管政策没有动摇,货币政策难松难紧,债市依然缺乏趋势性反弹的有力支撑因素,且面临海外债市调整的袭扰。因此,这个阶段,空头不敢太“空”,多头也不敢太“多”,很多人选择“看空做多”,守候“跌出来的机会”。

事实上,从2017年11月底以来,债市已打破单边下行,双向波动增加。近期这轮反弹,很大程度上是属于超跌反弹,因为行情启动位置更低,加上流动性改善,年初供给压力小、市场微观结构修复、政策出台节奏放缓等因素的配合,演绎得更有基础,但后续反弹能否持续、趋势会否逆转,关键取决于经济基本面。

目前基本面对债市支撑力度还不够。近期市场对经济走势的分歧加大,一些经济指标也有所转弱,但今年GDP增速小幅放缓基本是市场一致预期,经济增长韧性仍然存在。就3月来看,市场不确定性有所上升。一是季末考核带来的资金面波动风险仍然存在;二是从年初发行淡季已过,供给可能放量;三是资管新规落地可能为时不远,各类政策对市场的影响还未完全体现;四是全球货币政策正常化趋势已成,美债利率难言到头,国内公开市场操作利率仍存在上调可能。

综合看,市场分歧加大,恰恰意味着单边行情已经过去,但利率脱离高位出现趋势性下行,还需基本面的有力支持。在当前位置追涨的必要性不大,后续流动性波动、政策或供给冲击可能造就更好买点,“心急吃不了热豆腐”,与其追涨,不如买跌。

管难放松。2017年以来,货币政策配合金融监管框架的搭建,在双支柱框架下,若宏观审慎政策框架未完善,货币政策则难以大幅宽松。在货币政策尚未转向的情况下,债市短期回暖并不是债市趋势转向的拐点。

华创证券:3月是债市考验期

不同于2月情形,3月资金宽松将会结束,资金面将面临考验,潜在风险点较多,主要集中在:公开市场操作陆续到期,市场将面临较大的压力;MPA考核或再次激化流动性分层矛盾,加剧资金紧张预期程度;公开市场或加息,基准利率上调风险上升。另外,负债端压力并未得到实质性缓解。存单2月发行量增加,尤其城、农商行存单余额不断扩张,并且存单价格下行幅度十分有限,量价的表现体现出银行负债端的刚性。3月资金中枢将会上升,加大金融机构负债压力,被动去杠杆或再次引发资产端抛压。(张勤峰 整理)

性;三是美联储3月加息概率很高,也将对国内政策形成一定压力。

“过渡到月初,随着央行公开市场操作收敛,3月初资金利率有上行态势。考虑到3月份美联储加息可能带来逆回购利率的调整以及月末MPA考核压力等,资金面可能有重回紧平衡的趋势。”中信建投证券表示。

从更长的时间周期来看,申万宏源证券认为,春节假期后,央行超季节性重启逆回购、加大净投放以呵护流动性,资金面整体好于预期,利好债市情绪。随着监管政策细则的逐步落地,监管层通过抬升资金面利率去杠杆的动力将进一步弱化。同时,为配合表外融资需求回归表内,央行仍将维持稳健中性货币政策,2018年预计资金面市场利率止升企稳。

缺乏方向指引 债市震荡为主

□本报记者 张勤峰

3月5日,国债期货早盘走弱,午后反弹,全天微跌,延续上周后半周以来弱势震荡特征。业内人士指出,上周大涨之后,短期操作难度加大,结合资金面状况和海外债市波动来看,近期国内债市料转向震荡为主,上、下行空间均不大。

延续弱势震荡

5日,债券市场继续呈弱势震荡。国债期货早盘震荡走弱,午后逐步收复跌幅,至尾盘主要合约小幅下跌。当日10年期国债期货主力合约T1806收报92.63元,较前结算价跌0.01%;5年期国债期货主力合约TF1806收报96.405元,跌0.03%。期货成交量从上周初位置下滑,市场上观望情绪较重。

5日,现券市场行情波澜不惊,银行间债市收益率稳中略涨。10年期国债活跃券180004早盘成交至3845%,尾盘回落至384%,较前一交易日尾盘微涨0.5BP。10年期国债活跃券170215早盘从4.90%成交至4.93%,午后继续在4.93%一线交投,尾盘成交在4.925%,较上一交易日尾盘上行约1BP。

交易员称,5日,债市交投较为平淡,收益率横盘震荡,等待方向性指引,资金面日内波动充当主要影响因素。早盘时,市场资金面仍偏紧,刺激债市收益率上行,午后资金供需状况好转,尾盘已趋于宽松,午后债市收益率也相应小幅回落。

超短债压力稍大

经历上周初大涨后, 债市

人民币对美元汇率料宽幅震荡

周一(3月5日),在岸人民币对美元汇率偏强震荡,境内外价差维持低位。市场人士指出,美联储3月议息会议前,预计美元指数仍将保持相对强势,人民币汇率则面临一定的外部压力,不过市场对人民币汇率预期仍稳,总体而言,人民币对美元汇率大概率呈现宽幅震荡。

昨日人民币对美元中间价报6.3431,较上一交易日下调97个基点。不过即期市场上,在岸人民币对美元高开于6.3284,日内偏强震荡,16:30收盘价报6.3406,较上一交易日涨66点;香港方面,离岸人民币对美元汇率则偏弱震荡,

国开行8日招标四期金融债

国家开发银行5日公告称,定于3月8日招标发行四期金融债,期限包括91天、5年、7年和10年,总量不超过300亿元,最终以实际中标量(债券面值)为准。

国开行此次拟增发三期国息债,包括2017年第十二期、第八期、第五期金融债的增发债,期限分别为5年、7年和10年,发行规模分别为80亿元、50亿元、70亿元。同时,国开行将发行2018年第四期贴现债

券,发行量不超过100亿元。

具体安排上,上述四期债招标日均为3月8日,91天、5年、7年期品种招标时间为14:30-15:30,10年期品种招标时间为14:30-16:10;四期债券缴款日均为3月12日,上市日均为3月14日。此次债券承销费按认购债券面值计算,91天贴现债券无,5年期为0.10%,7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(张勤峰)

评级追踪

神雾集团信用等级被下调至BBB

联合信用评级有限公司(简称“联合评级”)日前公告称,决定将神雾科技集团股份有限公司(简称“神雾集团”)主体长期信用等级由“A-”下调至“BBB”,并将其发行的“16神雾债”债项信用等级由“A-”下调至“BBB”,同时继续将神雾集团主体长期信用等级及其发行的“16神雾债”债项信用等级列入信用等级观察名单。

联合评级表示,本次级别调整是基于联合评级关注到,2月28日神雾集团上市公司神雾环保技术股份有限公司(简称“神雾环保”)和神雾节能股份有限公司(简称“神雾节能”)分别公告称,神雾集团所持有的神雾环保部分股份被司法冻结,所持有的神雾节能股份

被司法冻结及司法轮候冻结。

公告显示,截至2月28日,神雾集团持有神雾环保股份431,018,037股,占神雾环保总股本的42.67%,其中累计被司法冻结的股份数量为316,624,415股,占神雾集团所持神雾环保股份总数的73.46%;神雾集团持有神雾节能股份总数为349,410,462股,占神雾节能股份总数的54.83%,此次冻结股份数为349,410,462股,占神雾节能股份总数的54.83%。

联合评级称,鉴于上述相关事项对神雾集团整体的资金流动性、重要子公司实际控制权及信用状况造成的影响,故决定下调神雾集团主体信用等级和“16神雾债”信用等级。(张勤峰)

资金面将延续均衡状态

资金1000亿元,为公开市场操作连续第三日净回笼,且相较此前净回笼100亿元、200亿元,昨日净回笼规模明显扩大。

连续净回笼无碍月初资金面表现。据市场人士透露,昨日银行间质押式回购市场上,早盘资金略微紧张,均价隔夜、7天期融出较少,隔夜、7天期加点融出;临近中午,各家机构逐渐借平头寸,下午资金面逐渐走向宽松。

昨日货币市场利率涨跌不一,银行间质押式回购市场上,隔夜加权利率(R001)大幅下行约13个基点至2.73%,7天、14天加权利率则均上行2基点左右,最新分别报3.30%、3.76%;银存间质押式回购市场上,隔夜加权利率(DR001)报2.6288%,下跌13.58个基点;代表性的7天期加权利率(DR007)报2.8755%,

市场连线

长江证券研究所宏观部负责人赵伟:

全球大类资产波动料加大

□本报记者 王姣

“伴随全球再通胀周期开启,包括美联储在内的主要央行货币正常化进程趋于加快,进而导致全球流动性收紧进程加速。在此背景下,风险偏好的剧烈调整或导致全年资产波动率放大。”长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟日前接受中国证券报记者采访时表示,展望2018年,全球流动性收紧和美国政坛演绎,或将成为主导全球市场未来走势核心逻辑,预计年内10年期美债收益率中枢趋升,美股高估值板块、黄金价格或受利率中枢抬升的压制。

中国债券报:哪些因素导致近期全球资本市场明显波动?

赵伟:2月26日以来,全球股指再次大幅调整,黄金价格大跌0.52%至1323美元/盎司,全球主要债市则情绪回暖,10年期美债和德债收益率均有一定程度的回落。

美联储加息预期抬升、欧洲地缘事件和特朗普推行贸易保护政策等因素共同导致近期全球股市大幅调整。同时,受美联储加息预期抬升和欧洲地缘事件打压英镑及欧元影响,美元持

续走强,黄金下跌;在欧洲地缘事件和特朗普推行贸易保护政策的影响下,避险情绪的升温带动10年期美债和德债收益率小幅回落。

中国债券报:如何看待美股未来走势?

赵伟:1月以来,美股出现多次调整,主要缘于利率快速上行对估值形成压制,并非美股崩盘的开始。比如,2月初,伴随着10年期美债收益率快速上行,美国宏观环境由2017年的“经济好+利率低”转变为“经济好+利率高”,部分投资者开始担心高利率环境将对美股估值形成压制,引发美股调整。数据也显示,近几轮美股调整中,估值较高的能源和信息技术等板块跌幅居前。同时,历史经验表明,美国GDP同比与标普500指数同比走势基本一致;经济增长稳健的背景下,美股“崩盘”论无法立足。2018年,受利率中枢抬升影响,美股高估值板块或受压制。

中国债券报:2018年全球再通胀周期下,黄金是否值得配置?

赵伟:2018年,黄金价格的支撑来自避险情绪的升温,压制来自利率水平的抬升。虽然黄金的“抗通胀”属性在通胀上升时期