

债熊转牛？牛回头需先“清障”

□本报记者 王姣

临近年中时点，债市行情却愈发火热。6月19日，伴随着做多情绪高涨，10年期国债活跃券收益率大幅下行逾8BP，10年期国债期货主力合约涨幅高达0.65%。

6月以来，国债期货持续领跑，现券收益率快速回落，不仅引发了市场的交易热情，也令部分机构开始预期牛市回归。有市场人士认为，下半年海外市场对国内债市的影响趋弱，国内基本面和政策面将总体利好债市，眼下债市可能已经处于新一轮牛市前夜。但多数分析人士仍认为，尽管当前出现了许多利好债市的新变化，但金融去杠杆仍将持续推进、货币政策维持稳健中性，经济增速下行还有待确认，即便“慢牛”回归也需一段时间扫清收益率下行的阻碍。

“抢跑行情”愈加火热

6月下旬将至，年中资金会不会紧似乎已不再是市场关注的焦点，取而代之的是，“别人抢跑自己追不追”成为眼下交易员最纠结的问题。

在上周下半周的小幅调整后，本周初，债市多头情绪重燃。19日，二级市场上，10年期国债活跃券170010早盘低开于3.5450%，随后在央行公开市场净投放逾千亿元的提振下，收益率一路大幅走低，尾盘成交于3.4850%，较前一交易日大幅下行8BP；10年期国债活跃券170210收报4.1550%，亦下行8BP；5年期国债活跃券170007收益率下行幅度更大，其最后一笔成交在3.4650%，较前一交易日下行9BP。此外，昨日国债期货高开高走，10年期主力合约T1709大涨0.59%报95.93元，5年期主力合约TF1709收涨0.37%报98.235元，双双创4月14日以来新高。

6月以来，在经济见顶回落、监管协调加强、人民币贬值压力减弱、流动性好于预期等因素的支撑下，债券市场持续反弹，中债10年期国债收益率自3.62%加速下行，目前已回调3.5%，月内累计下行幅度接近12BP；与此同时，10年期国债期货主力合约T1709从94.9元上涨至95.93元，累计涨幅已达1.29%。

“这轮利率债的反弹与3月份的抢跑如出一辙。”国泰君安证券固收分析师覃汉表示，在这一波反弹行情开始之前，投

资者的一致预期是，等待6月份多重利空共振，导致收益率进一步上行之后可能会有做多的机会。但在半年末业绩压力以及3月份“抢跑”的学习效应下，投资者陷入了“你不抢跑，别人就会抢跑”的怪圈，反弹行情随之提前演绎。

部分机构判断牛市将至

客观来看，本轮债市反弹得益于多重利好：海外方面，美联储加息靴子如期落地，对国内债市、汇率等冲击较弱，被视为“利空出尽的利多”；国内方面，5月经济数据参差不齐，经济增速下行压力加大基本面成为市场共识；资金面上，在央行不断释放政策暖意、加大资金投放力度的背景下，6月以来资金面整体保持均衡，市场对年中流动性预期已明显改善；监管层面上，金融去杠杆节奏有放缓迹象，对市场情绪的冲击明显减弱。

在此背景下，债券期现市场联袂走强，不仅点燃了市场的交易热情，也令部分机构开始憧憬牛市归来。

“未来行情的催化剂除了同业存单发行利率继续下行以外，来自基本面下滑和货币政策微调也可能会给市场带来‘惊喜’。曲折中不断上涨的债券市场，正在不知不觉中酝酿着一波更大的行情。”招商证券固收分析师徐寒飞在最新研报中表示。

国信证券固收分析师董德志亦建议投资者在当前阶段不要轻易离场，应把握住交易性机会。他主要提出三点依据：其一，本轮行情中，投资者的做多热情相比3月份明显高涨，收益率回落幅度较大；其二，5月M2同比增长9.6%，已经创历史新高，后期货币政策难继续收紧；其三，5月经济增长延续下滑势头，基建与房地产投资增速大幅下滑，考虑到房地产调控依然较严厉，预计房地产销售将继续回落，本轮经济回暖的周期性动力继续衰减，3月名义增速顶点明晰。

中金公司同时指出，与3月份相比，市场确实发生了许多新的变化，其中有两点值得关注。一方面，监管协调加强，货币政策转为“不松不紧”。另一方面，监管政策的重心在发生变化，之前金融去杠杆打击的是债市需求，近日地方政府融资行为正在受到更多严控，类似于2011年的信用收缩已经出现，加上房地产销售下滑，这对经济走势和银行资产配置都会有深远影响。一旦房地产和政府购买类信贷萎缩，

债市面临的困局将迎刃而解。

总体来看，基于对下半年经济基本面压力显现、货币政策难进一步收紧、监管冲击逐步缓释的判断，更多机构开始对下半年债市走势持乐观态度。

趋势变化仍待观察

尽管乐观的声音在增强，但年中时点下加速运行的“抢跑行情”，令市场分歧也明显扩大。一些分析人士仍认为，尽管当前出现了许多利好债市的新变化，但后续金融杠杆出清、信贷周期下行和经济增速下行还有待确认，即便后续债牛回归，也需扫清收益率下行的阻碍。

“考虑到通胀、投资、社融等数据的影响，结合当下季末时点，我们认为债市的反弹是短期的，可持续性并不长。”中泰证券固定收益分析师齐晟在最新研报中点评称。

从基本面来看，招商证券宏观首席分析师谢亚轩表示，展望下半年，金融监管对经济的影响可以通过宏观经济政策的协调配合以及消费需求的中流砥柱作用来对冲，国内经济增速虽然放缓，但回落幅度有限，下半年经济形势可能将好于当前的悲观预期。

“从与机构交流的情况来看，多数投资者也都质疑这波行情的持续性以及空

■观点链接

方正证券：或处新一轮债牛前夜

行至年中，我们对债券市场的观点转向积极：配置价值凸显，我们可能正处于新一轮债市牛市的前夜，建议哑铃型配置：一方面，博取未来中长端利率债的比较丰厚的资本利得；另一方面，在货币政策偏紧的位置上配置短端债券及同业存单，依然存在比较好的利息收益。

国泰君安：此轮行情已进入尾声

债券熊市格局未变，料此轮行情已进入尾声，对抢跑者而言，最优策略是及时获利了结；无论是利率债还是信用债，近期收益率已经下行不少，现阶段再“起跑”已经难以占得先机，所以对于尚未“起跑”的投资者，应当继续保持谨慎。

中泰证券：7月表现值得期待

6月份长短收益率和资金面的背离

间，“抢跑”的出现更多是在半年末业绩考核压力下希望通过资本利得做出差异化的成绩导致。”覃汉认为，这轮“抢跑”行情随时可能夭折。首先，监管仍在推进，银行缩表、委外赎回，货币维持中性偏紧，政策的不确定性仍可能对市场造成新的冲击。其次，美国仍处加息周期，缩表预期开始升温后对长债的利空影响更大；海外经济整体好转，主要央行货币政策收紧是趋势。再者，国内经济高点回落，但幅度仍平稳，站在目前时点博弈数据加剧下行倒逼宽松维持尚早。

华创证券认为，今年晚些时候，伴随着金融去杠杆最猛烈时候的过去，利率可能会上升到阶段性的高点。但考虑到金融去杠杆的长期性，海外加息周期对中国利率的影响，以及中国利率和汇率的平衡，中国利率并不会很快出现大幅下行，更大的可能是保持在高位震荡，当然期间不排除有阶段性的交易行情。

综合机构观点来看，6月以来的“抢跑行情”，主要得益于基本面、政策面和资金面的一些有利变化，对后续市场表现可以适当乐观一些。但短期而言，年中流动性仍有波动可能，且后续经济发展、监管动向仍待观察，投资者在把握机会的同时，仍需保留一份清醒，债市的趋势性逆转还需要等待。

华创证券：利率拐点尚未到来

当前利率快速下行受益于短期货币政策及监管节奏的放缓，充其量仅仅是“短暂的蜜糖”，并不改中期稳住宏观杠杆的主基调。在走出通缩、出口改善等托底之下，微观企业盈利大幅下滑难以再现，政策定力好于以往，这都为保持相对紧缩的政策提供了较长的时间窗口。货币政策更为可能的调整是回归真正意义上的中性，但政策的全面转向会来得比较缓慢，利率的拐点也尚未迎来。（王姣 整理）

在债券配置价值受到普遍认可的情况下，近期市场对流动性及金融监管的担忧缓和，促成了这一波反弹行情。

短期来看，债市交投情绪回暖，在赚钱效应的带动下，场外资金纷纷进场，收益率或进一步下行，但短端利率高企仍限制整体收益率下行空间。

分析人士指出，跨季后短端利率存在修复可能，但下行幅度仍受制于货币政策放松空间，从这一点来看，收益率要出现趋势性下行，仍待基本面及政策面更明确的拐点信号出现。投资上，绝对收益率上升及曲线的平坦化特征，使得短期债券的配置价值进一步凸显，同时也可顺势加大对长期利率债的波段交易。

期货方面，申万宏源证券研报指出，目前5年期国债期货已经出现稳定升水，预计10年也会出现较为稳定的负基差，多现券、空期货的正向套利空间逐步显现。

期现联袂大涨 后市关键看短债

□本报记者 张勤峰

19日，债券期、现货联袂大涨，10年期国债现券收益率大幅下行近8BP，国债期货收盘创逾两个月新高。业内人士指出，在债券配置价值受到普遍认可的情况下，市场对年中流动性及金融监管的担忧缓和，促成了这一波反弹，后续上涨空间或取决于短端利率回落幅度。

期债创两个月新高

19日，债市交投情绪向好，国债期货高开高走大幅收高。其中，10年期国债期货主力合约T1709涨0.59%报95.93元，5年期主力合约TF1709涨0.37%报98.235元，均创4月14日以来新高。

现券市场收益率则一路走低。据Wind数据，19日，银行间市场10年期国债活跃券170010开盘成交在3.55%，稍做盘

整后逐步走低，到早盘交易结束已下行至3.52%，午后继续下行，尾盘成交在3.49%，较上一日尾盘成交价下行8BP。10年期国债活跃券170210成交利率亦大幅下行近8BP至4.16%。

市场人士称，19日，债市买盘情绪高涨，特别是长端利率债结束短暂调整后重拾升势，调动了做多热情，推动利率大幅走低。他认为，长债恢复上涨的原因，主要有两方面：一是19日央行公开市场操作实现净投放1100亿元，央行呵护流动性的态度明确，令市场对年中流动性的担忧进一步缓解；二是从近期央行货币政策操作变化中，市场看到了货币政策从“偏紧”向“不松不紧”回归的迹象，加上银监会放宽部分银行报送自查报告截止时间等，市场对监管加强协调背景下去杠杆冲击的担忧也有所缓解。

中金公司同时指出，与3月份相比，市场确实发生了许多新的变化，其中有两点值得关注。一方面，监管协调加强，货币政策转为“不松不紧”。另一方面，监管政策的重心在发生变化，之前金融去杠杆打击的是债市需求，近日地方政府融资行为正在受到更多严控，类似于2011年的信用收缩已经出现，加上房地产销售下滑，这对经济走势和银行资产配置都会有深远影响。一旦房地产和政府购买类信贷萎缩，

短债价值凸显

在业内人士看来，最近这一波债市反弹与3月份那一波有些相似，尽管季末在即，流动性面临考验，但债市在经过一轮调整后，人心思涨，在跨季后流动性改善的预期推动下，上演了“抢跑”行情。

当前，市场环境也有了一些变化。首先，金融监管协调加强，货币政策强调“不紧不松”，金融监管与货币政策在边际上都出现了“微放松”迹象，至少没有继续收紧；其次，政策预期转变改善了市场流动性预期，加上人民币贬值压力缓解，流动性不确定性有所下降；再者，一季度过后，经济增长中略降，稳增长压力重回公众视野，通胀预期也有所回落，基本面变化对债市最不利的阶段已经走过，正面作用则在积累；最后，经过4、5月份调整，债市收益率进一步走高，提升了本身投资价值。应该说，

在债券配置价值受到普遍认可的情况下，近期市场对流动性及金融监管的担忧缓和，促成了这一波反弹行情。

短期来看，债市交投情绪回暖，在赚钱效应的带动下，场外资金纷纷进场，收益率或进一步下行，但短端利率高企仍限制整体收益率下行空间。

分析人士指出，跨季后短端利率存在修复可能，但下行幅度仍受制于货币政策放松空间，从这一点来看，收益率要出现趋势性下行，仍待基本面及政策面更明确的拐点信号出现。投资上，绝对收益率上升及曲线的平坦化特征，使得短期债券的配置价值进一步凸显，同时也可顺势加大对长期利率债的波段交易。

期货方面，申万宏源证券研报指出，目前5年期国债期货已经出现稳定升水，预计10年也会出现较为稳定的负基差，多现券、空期货的正向套利空间逐步显现。

“补水”进行中 资金面平稳跨季概率大

□本报记者 张勤峰

月末的资金。

据统计，截至6月19日，央行通过MLF操作净投放中期流动性667亿元；通过公开市场逆回购操作净投放5400亿元。进一步的统计显示，月初以来央行开展的1.35万亿元逆回购中，7天期为4100亿元，14天期为4200亿元，28天期为5200亿元，各期限投放占比相对均衡，28天期和14天期品种操作量较前期明显增加，有助于满足机构对不同期限特别是跨季流动性的需求，稳定了市场预期。

进入6月下旬，预计央行仍将维持适量的流动性支持力度，全月OMO净投放规模有望创出年初以来新高。到目前为止，今年以来OMO净投放最大的一个月是春节所在的1月份，实现净投放3850亿元。

流动性预期改善

时间已至6月中下旬之交，从往年情况来看，这通常是6月资金面最紧张的时段，但到目前为止，市场资金供求依旧相对平衡，虽然个别时点上有供需不匹配的状况，但并没有发生持续性的紧张，市场对资金面的担忧情绪缓和，不少市场机构认为资金面将实现平稳跨季。

从历史上看，6月份流动性易紧难松，尤以6月中下旬之交最易出现紧张。2013年那场波动中，银行间市场7天质押式回购利率的历史峰值（11.62%）就出现在6月20日。有分析指出，6月中下旬之交，因金融机构集中“备考”，又面临月度财税清缴，短期流动性供求压力较为突出。

从今年情况来看，6月以来，流动性略微收敛，前期主要表现为跨季资金供求紧张、价格高企，最近则是日内部分时段上存在供需不匹配的状况，但总体上看，市场上资金供求依然相对平衡，并没有出现特别紧张的情况，一般到尾盘时，大部分机构的资金需求都能得到满足。

分析人士指出，近期央行加大了流动性投放力度，且加强了与市场的沟通，较好稳定了市场预期。与此同时，机构对半年末流动性风险也有充分认识，普遍加大了流动性管理力度，通过多种渠道增加跨季资金头寸，今年中流动性压力已得到一定程度释放。近期利率互换中有降，即反映出市场对年中流动性的担忧有所缓解。

综合机构分析来看，多数机构认为6月份流动性再现持续异常紧张的可能性很小，资金面有望实现平稳跨季。

首次国债做市支持操作 锁定1年期国债

□本报记者 张勤峰

值上下各浮动3%所对应的净价区间。

本月20日将进行的1年期国债随买操作，是上述规则发布后，财政部首次开展国债做市支持操作。

有助改善老券流动性

分析人士指出，财政部开展国债做市支持操作有助于提高存量券尤其是老券的交易流动性，在目前收益率曲线形态异常背景下，对推动期限结构修复具有一定作用。

20日开展12亿随买操作

19日，中国外汇交易中心网站挂出《财政部关于开展国债做市支持操作有关事宜的通知》。

通知称，为支持国债做市，提高国债二级市场流动性，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，财政部决定开展国债做市支持操作。

本次操作券种为2017年记账式附息（九期）国债（简称“17附息国债09”），期限1年，操作方向为随买，操作额12亿元，竞争性招标时间为20日上午11:05-11:35。

财政部、中国人民银行于2016年9月印发《国债做市支持操作规则》。根据该规则，国债做市支持运用随买、随卖等工具操作，其中随买是财政部在国债二级市场买入国债，随卖是财政部在国债二级市场卖出国债。

据了解，国债做市支持操作采用单一价格方式定价，标的为价格。参与机构应在规定的价格区间内投标。国债做市支持操作价格区间为操作日前5个工作日中国债收益率曲线形态扭曲，1年期与10年期国债倒挂且一直未能修复，财政部开展随买操作，有助于改善1年期国债交易流动性，推动期限利差修复。

人民币继续反弹动力不足

□本报记者 马爽

数呈现低位企稳迹象，人民币对美元暂时缺乏进一步走高的推动力。

业内人士表示，继上周四美联储如期加息后，下半年美元指数出现波段性上涨的基础较牢固，一方面，从联邦基金利率期货隐含加息概率来看，市场对美联储第三次加息并未充分计价，美联储在此次议息会议上坦言未来12个月通胀难以达到2%的目标，因此，只要下半年通胀不显著下行，则加息有可能成行，届时将给予美元较强的推动力；另一方面，美债收益率的回落一定程度上反映了市场对于特朗普交易“过度悲观”，而未来财政政策的推进或将带来利好，推动美债收益率上行，从而助力美元强势。

兴业证券分析师郭嘉沂表示，当前市场未充分计价美联储年内第三次加息，假如下半年特朗普政策顺利推进，通胀未出现明显下行情况下，美元指数将阶段性上涨，表现优于上半年。届时美元兑人民币将随美元指数波段上行，需关注即期汇率结束倒挂、中美利差缩窄、境内外掉期和远期价差扩大以及逆转期权隐含波动率趋势性回升等信号。

另有外汇分析人士指出，目前市场对人民币汇率继续企稳仍抱有较强信心。一方面，后续美元面临的不确定性依然较多，短期内保持低位震荡的可能性更大；另一方面，中国经济总体表现平稳，市场对人民币汇率的预期趋于稳定。

地方债发行节奏加快

19日，青海省公开招标发行一批地方政府一般债券，发行总额87亿元，三期债中标利率分别为3.41%、3.40%、2.62%亿元。

据中国债券信息网数据，上述债券3年、5年、7年期招标区间分别为3.35%—4.62%、3.55%—4.62%、3.61%—4.69%，此次青海3年、5年、7年期地方债中标利率分别为4.00%、4.04%、4.11%，分别高于投标下限45BP、49BP、50BP。

Wind数据显示，截至6月19日，今年地方债发行总额已超过1.8万亿元。（王姣）