

刚“脱险”忌“冒险” 债市防守待机

□本报记者 张勤峰

经历了一整年的单边熊市，债券市场终于在岁末逐步站稳了阵脚。冬去春来，历经剧烈调整，市场开始流露出对债市“绝地重生”的渴望，最近看多的声音悄然增多。

业内人士表示，当前债市收益率较高，相对基本面甚至有所超调，存在合理修复的空间，若跨年后流动性季节性回暖，不排除市场迎来一波反弹。但在全球政策收缩、利率上行背景下，我国债市很难走出独立行情，在没有看到基本面或融资需求明显收缩之前，趋势难言反转。总之，风险尚未出清，趋势投资还需静候时机。

局面反过来了

在年底这样的“多事之秋”，债券市场反倒展现出了一定的韧性。12月以来，债市反复震荡，有涨有跌，总算走出了前期单边下跌的阴影。

20日，银行间市场现券收益率略微走高，波动有限。具有代表性的10年期国开活跃券170215开盘成交在4.85%，随后一路下行至4.82%一线，午后略有回升，尾盘成交在4.83%，较上日尾盘上行约1BP。10年期次新券170210尾盘成交在4.93%，与上日尾盘相当。国债方面，10年期活跃券170025早盘成交在3.90%，午后一度涨至3.91%，尾盘回落至3.90%，亦持平于上日尾盘水平。

与眼下海外债市相比，国内债市表现要稳当得多。周二，美国债市波动剧烈，长期国债收益率出现了十余个月以来最显著的上涨。据Wind数据，12月19日，美国10年期国债收益率上行7BP至2.46%，追平10月下旬的高点；过去两个交易日，该收益率上行了11BP，上一次出现如此快速的调整，还是在今年1月中旬。进一步统计显示，自12月7日以来，美国10年期国债收益率累计上涨13BP，1年期仅涨3BP，美国国债收益率曲线正在上演陡峭化的形变。

反观国内债市，12月以来，长债收益率波动不大，期间10年期国债收益率最高涨至3.94%，最低至3.88%，累计上行1BP；就连前期动辄单日上行十余个基点的国开债也收敛了许多，一直在4.74%—4.86%区间内波动，最新收益率与11月末时基本持平。另外，近期国内短债收益率则在季节性因素等影响下有所上涨，1年期国债收益率自月末的4.50%涨至4.57%左右，导致国债期限利差收窄，收益率曲线趋于平坦化。

值得注意的是，在之前较长一段时间里，中外债市的表现与眼下完全是相反的，海外债市保持平稳运行，国内债市则经历大幅调整。以美国10年期国债为例，今年以来其收益率水平有涨有跌。今年前8个月，伴随着特朗普交易“哑火”，美国国债收益率以震荡回落为主，9月上有最低跌至2.05%，较上年末下行达40BP；9月以来，美国10年期国债收益率重拾升势，在升破2.4%之后，也只是与去年末水平相当。年初以来，我国10年期国债收益率则上行90BP左右，11月下旬一度涨至3.99%，最多时上涨近100BP。10年期国开债调整更为显著，11月下旬收益率一度涨至4.94%，较上年末上涨近130BP。

如果说，近期海外债市是开始“补跌”的话，那么国内债市抗跌性可能是因为之前“跌过头”了。

“主跌浪”已过

站在年尾，回顾过去一年多国内债市表现，几乎是一个单边熊市，收益率上行复

上行，调整时间长、幅度大。

与最近几轮熊市相比，这一轮债市在调整时间与空间的两个维度上均已超过历史规律。以10年期国开债为例，2009年以来，其收益率大致经历了4轮趋势性上行，第一轮是2008年12月至2009年12月，持续1年，上行近100BP；第二轮是2010年8月至2011年9月，持续13个月，上行近140BP；第三轮是2013年6月至2014年1月，持续7个月，上行180BP；但从2016年10月中旬算起，这一轮债券熊市已持续14个月，收益率上行约190BP。

与历史平均水平相比，当前债市收益率已处在较高位置。目前10年期国债3.90%的收益率，比历史中位数高出40BP；10年期国开债4.83%的收益率，比历史中位数高出80BP。

进一步统计显示，10月以来，10年期国债、国开债收益率分别上行约30BP和65BP，是今年以来调整最为猛烈的一段时期。但四季度以来，市场资金面持续平稳，经济运行出现一定边际回落迹象，似乎都不支持收益率出现如此显著的上行。

跌得多了，风险自然释放得充分；收益率高了，向上的空间也就窄了。有券商交易人士表示，10、11月份，国内债市大幅调整，对各类现实的、潜在的甚至是预想的风险因素都进行了消化，拓宽了市场的安全边际，即便后面再有利空兑现，对市场的冲击也有望减轻。

分析人士表示，当前债市收益率较高，

相比基本面变化甚至有所超调，从收益风险比的角度考虑，债市已具有性价比，投资需求的释放将牵制收益率走高。中金公司研报进一步指出，基本面未必是当前债市的主要影响因素，但对收益率的“地心引力”依然存在。

近期，10年期国债、国开债分别在4%、5%一线盘整，验证了这两处作为短期支撑位的有效性；近期美联储加息“靴子”落地，我国公开市场利率小幅上调，但央行通过资金净投放进行“对冲”，对市场并未造成太大冲击。站在当下，基本可以确认，这轮债市调整的“主跌浪”已经过去。

所谓冬去春来，历经“酷寒”，市场流露出对债市“绝地重生”的渴望。近期，有不少分析人士认为，未来一段时间债券市场有望上演一波反弹。

反弹不是反转

一些观点认为债市有望走出一波反弹行情，主要有三点理由：

一是资金面平稳跨年后，有望迎来季节性的宽松。从往年情况看，得益于年末财政政策款成规模释放，年初超储率较高，流动性通常比较充裕。另外，度过年末考核，同业存单利率有望下行，从而为中长期货币市场利率打开下行空间。二是债市收益率较高，且相对基本面有超调，存在合理修复的空间。三是新的年度，机构债券投资额度可能回升，提供需求基础，而年初债券供给较少，供需关系有利。

市场可能正在酝酿一波反弹行情，一

方面，前期调整充分，压力得到释放，做多意愿在积累；另一方面，年初反弹条件可能相对成熟。倘若流动性如期改善，同业存单利率大幅走低，债市收益率有可能出现一定下行。

但也有不少机构提示，债市风险尚未完全出清，即便有反弹也不是反转，期待走出一波系统性行情不现实。从国内来看，加强监管的政策措施可能还没出尽。根据刚闭幕的中央经济工作会议精神，防范化解重大风险，尤其是防控金融风险，依然是今后一段时间的经济工作的重点内容；目前经济增长韧性较足，通胀预期有所上升，中央经济工作会议指出，2018年将维持稳健中性的货币政策，继续实施积极的财政政策，宏观经济政策不会出现明显调整。从国外来看，随着主要经济体相继迎来复苏，全球范围内货币政策收紧的趋势更趋明显，海外债券市场面临的风险在上升，未来对我国债市的影响值得关注。

综合来看，当前外部环境下，我国债市很难走出独立行情，即便不考虑外部因素影响，在没有看到基本面或融资需求明显收缩之前，利率运行趋势也难言反转。

值得一提的是，最近利率虽然走稳，但市场成交极为清淡，做多意愿有限，来年银行负债端压力可能也难有实质缓解，做多动力仍不足。总之，债市可能面临上行机会和下行风险均有限的环境，趋势性机会还需等待。

期债延续震荡 关注资金面走向

□本报记者 张勤峰

12月20日，国债期货市场呈现窄幅震荡，主力合约小幅收高。市场人士指出，近期利率涨幅特征明显，高位之下继续上行风险有限，如果能得到资金面配合，甚至可能出现一定的下行，但还关注央行公开市场操作及资金面实际走向。

延续震荡格局

连续两日下跌之后，20日，国债期货市场出现小幅反弹。从主力合约走势上看，20日，10年期国债期货主力合约T1803早间延续之前的弱势格局，持续低位震荡，午后跌幅逐渐收窄，尾盘翻红小涨，收报92.875元，涨0.025元或0.03%。5年期国债期货主力合约TF1803收报96.425元，小涨0.025元或0.03%。

11月中旬以来，国债期货结束单边下跌后转向震荡格局，运行底部略有所抬升。以十年期国债主力合约为例，T1803合约最新收盘价仍比11月低点反弹了1.1%左右。

观点链接

中金公司：年底存在交易性机会

多数投资者认为未来一年十年期国债收益率的高点将是4.0%—4.2%，并且在明年前两季度出现的可能性较大。未来三个季度收益率曲线将逐渐平坦，信用利差拉大的风险增加。对于债市未来出现趋势性机会，货币政策出现宽松信号、信贷或社融增速明显萎缩等是可能的标志。未来债市风险点集中于金融防风险政策再次加码以及经济韧性再超预期。维持之前的判断：前期出现了“自救行情”，年底到一季度前期存在交易性机会，债市在2018年将有绝

创上市以来新低。今年以来，宏观经济稳中向好，下行风险降低，但也未见大幅度的上升；资金面算不上宽松，但得益于央行“削峰填谷”，也未见持续异常的紧张，四季度以来货币市场利率波动放缓。某种程度上，债券市场调整已经超出基本面和资金面变化能够解释的范畴，主要体现了金融体系去杠杆的影响。由于利率上行较多，绝对水平已不低，甚至出现了超跌，抵御边际扰动的能力有所增强。

分析人士认为，今后一段时间，债市收益率继续上行风险有限，如果能得到资金面配合，收益率可能出现一定的下行。年底财政投放在即，资金面平稳跨年问题不大，跨年后，若能明显转暖，配合同业存单利率下行，债市有望迎来一定的机会。但也应看到，央行公开市场操作在动态调整，随着财政投放增多，央行很可能重拾净回笼，引导流动性向中性适度回归，未来资金面实际走向仍需观察，应该不会持续偏离平衡的状态，因此，当前可适度参与博反弹的行情，但也不能过度乐观，留足安全边际，同业存单利率见顶在即，仍是较好投资品。

市场人士表示，近期利率涨幅特征比较明显，对利空开始表现出一定的抗跌性。以近几日期货行情为例，国债期货出现一定的调整，但幅度很有限，总体仍维持近期震荡格局，对诸如美联储升息、美国政府调整财税政策、人民银行上调公开市场利率等反映比较平淡。

分析认为，市场抗跌性来源于前期利率大幅调整构筑的缓冲空间。今年前11个月，债券市场持续调整，10年期国债期货从年初97.50元一线，一路跌至最低91.83元，单边下跌持续时间长，幅度大，期价屡

地重生”机会，操作上“从防守到待机”、“正侧攻”。

国泰君安：越跌越买 提前布局

随着跨年资金最紧张时点正在度过，金融机构将逐步迎来财政存款投放、央行定向降准、跨年后银行融出意愿提升等一系列利好事件，同业存单为代表的短端利率大概率会出现明显回落，债市也将迎来“开门红”配置与交易的时间窗口。债市“倒春寒”正在过去，一年之计在于春。目前制约债市的一些利空因素并未“冰落石出”，投资者可以更加乐观一些，提前布局一定

整体来看，近期公开市场操作延续了

12月中旬以来持续净投放的格局，但近几日净投放量较前几日明显缩水。Wind数据显示，进入12月中旬，央行公开市场操作便重回净投放，上周一（11日）央行开展800亿元逆回购操作，单日净投放200亿元；随后的周二至周五（12日—15日），又分别实现净投放400亿元、600亿元、980亿元、1500亿元，净投放量呈明显增加之势，且上周四央行还向市场投放了2880亿元的MLF，提供中长期流动性逾千亿元。

进入本周，周一（18日）央行放量开展3000亿元逆回购操作，对冲当日400亿元逆回购到期及1870亿元MLF顺延到期后，仍实现净投放730亿元；随后的周二（19日）、周三（20日），央行公开市场操作净投放量相应缩减至200亿元、100亿元。

大概率平稳跨年

12月中旬以来公开市场操作持续净投放，表明央行维稳流动性的态度依然明确。

央行在公告中也曾明确表示，近期开展逆回购和MLF主要是“为对冲期高点，金融机构缴存法定存款准备金、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等因素的影响，满足金融机构合理的季

节性流动性需求，维护银行体系流动性基本稳定。”

OMO净投放量趋于减少，则体现近期流动性状态仍较均衡，总体明显好于市场此前预期。周三（12月20日），银行间资金面较前日更为宽松，货币市场利率多数下跌，尤其是跨年资金利率有所回落。具体来看，银行间质押式回购1天期品种报2.6963%，跌2.84个基点；7天期持平于上一交易日报2.9024%；14天期报4.0738%，涨3.73个基点；1个月期报4.5000%，跌34.39个基点。

市场人士指出，月初至今，市场资金面总体不改紧平衡特征，预计年底前也不会出现持续异常紧张的情况，尤其后续年底财政支出将带来大量的增量流动性。目前市场预计12月财政存款投放将超过1万亿元，这些资金主要在12月下旬形成规模释放，可快速补充商业银行超储，改善流动性状况。

湘财证券在研报中指出，对于资金面，目前市场普遍认为此次年底资金面稳定性明显强于往年；尽管跨年资金供需矛盾仍待缓解，资金利率相对较高；但截至目前仅非银机构、中小银行面临的压力相对较大，而央行近期公开市场操作等支持力度尚可，平安跨年应无大问题。

OMO连续八日净投放

资金面大概率平稳跨年

□本报记者 王姣

12月20日，央行开展800亿元逆回购操作，对冲当日700亿元逆回购到期后，公开市场操作（OMO）实现净投放100亿元，为连续第八个交易日净投放。

市场人士指出，12月中旬以来，为对冲期高点，金融机构缴存法定存款准备金、逆回购和MLF到期等因素的影响，央行加大资金投放力度，公开市场操作出现持续净投放的格局，但本周以来净投放量较前几日有所缩水，这一方面表明央行维稳流动性的态度仍较明确，另一方面也表明资金面实际表现较为均衡，整体好于市场此前预期。随着下旬财政支出带来大量的流动性，公开市场操作的压力将进一步减弱，资金面平稳跨年应是大概率事件。

OMO连续八日净投放

周三（12月20日）早间，央行公告称，以利率招标方式开展了800亿元逆回购操作。其中，400亿元7天期、300亿元14天期、100亿元28天期逆回购中标利率分别为2.5%、2.65%和2.8%，均与上次持平。当日本日同时有700亿元逆回购到期，由此单日净投放100亿元，为连续第八日净投放。

大涨近300点 人民币汇率预期平稳

周三（12月20日），在离岸人民币兑美元汇率双双大涨

近300基点，并均突破6.58关口，收盘价创近3个月新高。

市场分析认为，人民币汇率大幅

反弹是对近几日美元指数调整的市场化反应，在无新增明显利好的情况下，美元指数缺乏持续上行的动力；另一方面，国内经济运行平稳、货币政策实质上中性偏紧，市场对人民币汇率预期平稳。总的来看，人民币汇率不大可能走出单边升值或单边贬值的行情，市场仍普遍预计人民币短期内不会摆脱区间横盘走势。

创3个月新高

在隔夜美元大跌0.26%的情况下，20日早间，人民币兑美元中间价调升32个基点，报6.6066。

近期市场上，在岸人民币兑美元汇率随之小幅升高，但开盘不久即快速拉升，盘中涨逾百点并升破6.6关口，在6.596一线窄幅盘整较长时间后，午后人民币再现强势拉升，快速突破6.59、6.58关口，最终16:30收盘价报6.5798，创3个月以来新高，较上一交易日大涨277个基点；香港市场上，离岸人民币兑美元汇率同步走高，盘中连破6.6、6.59、6.58三大关口，截至北京时间20日16:30，报6.5762，较上日大涨295基点，境内外价差11基点。

全球汇市方面，昨日亚洲交易时段美元指数波动较小，盘中短线小幅走高至93.54，但随后又回落至93.37一线，整体表现较为平稳。

市场分析认为，这两天人民币反弹主要是对美元指数调整的被动反应，18日、19日，美元指数收盘均下跌0.26%；另一方面，昨日人民币汇率大幅反弹，可能也导致部分美元多头离场。

取消发行潮再现 信用债料继续分化

12月20日，又有两家公司取消发行中期票据，表明近期信用债取消或推迟发行的现象仍在持续，且取消和推迟发行数量略有上升。

“大资管新规发布后，市场对信用债情绪谨慎、需求萎缩，再加上年末临近，资金面较紧张，发行成本较高，部分企业选择取消和推迟发行。”市场人士点评称，信用净融资持续收缩，不利于中低等级信用债的表现，尤其低等级信用债继续调整的压力不容忽视，但高等级信用债已具备较好的配置价值，预计后续高等级信用利差的分化将进一步加剧。

取消发行潮再现

12月20日，湖南新天地投资控股集团有限公司、云南省城市建设投资集团有限公司双双发布了中期票据取消发行的公告。

这只是近期信用债取消或推迟发行的两个案例，事实上进入12月以来信用债取消发行潮甚为明显。据Wind数据不完全统计，截至20日，已有约40起取消信用债发行的公告，还有3起信用债推迟发行的公告。

以上周为例，就有12只债券、发行规模共计104亿元选择取消发行，与上上周相比规模明显提升；上周还有3只债券、发行规模共计25亿元选择推迟发行。中泰证券就此点评称，具体来看，上周取消发行债券的主体评级集中在AA，而且债项的存续期较长，主要系低等级主体收益率上行更明显。

平安证券进一步指出，2017年内低高等级信用利差的分化走势已经使得高等级信用债有较大幅度的调整，考虑到其对应企业的良好资质以及与贷款利率的比价优势，具备较好的配置价值；而未来经济下行压力再度凸显，打破刚兑等监管政策的落地，均不利于低等级信用债的表现。建议关注高等级信用债的配置机会，警惕低资质企业信用违约风险的暴露。（王姣）

国债招标需求一般

中标收益率3.7348%，边际利率3.8165%，全场倍数1.62；7年期国债中标利率3.9%，边际倍数3.93%，全场倍数2.4。

此次招标发行的两期国债中标利率均低于二级市场估值水平，中债到期收益率曲线显示，12月19日，银行间市场上待偿期为3年、7年的国债收益率分别为3.7507%、3.9392%，上述对应3年、7年期国债中标利率分别低于二级市场估值水平约1.6BP、3.9BP。（王姣）