

# 利率牛市到头？波动加大难免！

□本报记者 王姣

三根阴线过后,债市氛围悄然生变。7月25日,国泰君安覃汉团队提出“利率牛市的根基已被破坏”,国信董德志团队则喊出“债市,莫慌,还能涨!”的口号,又一场债市大讨论走向前台。综合各方观点来看,目前政策转向逻辑至少难以证伪,信用收缩能否改善仍待观察,不过风险偏好提升显然利好信用债利空利率债,后续长端利率走势波动加大难以避免。

## 三根阴线改变信仰

上周五(7月20日),“中午多头吃着火锅唱着歌,突然车翻了”,国债期货下午开盘率先跳水,10年期国债期货主力合约T1809半小时内下跌约1元,盘中最大跌幅0.9%,收盘跌幅也高达0.75%,创近一年半最大单日跌幅;现券市场,10年期国债活跃券180011收益率大幅上行95BP,中债10年期国债收益率也大幅上行逾7BP至3.51%,为4月23日以来最大单日上行幅度。

进入本周,周一(23日)、周二(24日)利率债市场延续弱势,10年期国债期货主力合约T1809接连下跌0.08%、0.37%,中债10年期国债收益率分别上行0.5BP、4.3BP,目前已回到3.56%关口。

本周周开债的调整幅度明显加大,继20日上行逾1BP后,23日、24日,10年期国债活跃券180205收益率又分别大幅上行了5BP、7.25BP,三日累计上行幅度已达到13.5BP,24日收报4.26%,创逾两周新高。

短短三个交易日,中债10年期国债、国开债均上行约12BP,特别是年初以来表现稳健的10年期国债跌得跟国开债一样多,导致市场的“信仰”发生变化。

7月25日,国泰君安覃汉团队发表的最新日报称,“政策基调全面转向,长端利

率下行的逻辑基础已发生动摇,从技术层面,目前正在走五浪结构中的第四浪,未来可能会出现五浪下行做完长端利率的双底后,债券市场彻底转向熊市。”

但国信证券董德志团队旗帜鲜明地指出,“基于对国家产业导向政策不走‘老路’的信念,坚定的选择站在多方一端。”该团队喊出了“债市,莫慌,还能涨!我们看年内的10年国债利率跌破3.20%!”的口号。

就在一周前,覃汉团队在点评二季度及6月经济数据时还称,“经济下行拐点确认,做多利率立场要坚定”,“宽松而平稳的资金面下,政策信号只会影响节奏,不会改变长端利率下行的趋势。”

真的是“三根阴线改变信仰”吗?机构看法调整的背后到底发生了什么?

## 市场争论的焦点是什么

2018年以来,在资金面超预期宽松的背景下,债券市场走出了一波相对超预期的行情。截至7月19日,中债10年期国债收益率报3.44%,较1月18日的高点3.98%大幅下行54BP。

在7月16日二季度及6月经济数据出炉后,多数机构对债券牛市的预期基本达成共识。机构认为,上半年经济整体表现不及预期,内外需走弱背景下经济增长下行压力凸显,这将支持利率债继续走牛。当时兴业证券黄伟平团队点评称,“经济放缓确认,债牛趋势不改”,“利率债和高等级信用债的表现仍然会有较强的支撑。”

随后的18日,董德志团队在中期策略报告中指出,“旧有融资需求回落将打开利率下行的空间,年内利率中枢将会回落并跌破历史均值水平。”海通证券姜超团队也在当周报中强调,“银行间市场资金极度充裕,加之下半年经济通胀下行承压,将继续对利率债形成支撑,国债等无

风险利率下行的格局未变。”

但在多数机构认可“债牛”的同时,市场情绪已经悄悄发生了变化,尤其上周下半周以来诸多政策消息密集涌现,令机构对债券市场的分歧开始加大。

从消息面来看,7月17日,银保监会召开“疏通货币政策传导机制 做好民营企业和小微企业融资服务座谈会”;18日,央行窗口指导商业银行增配贷款和信用债,后央行于23日开展5020亿元1年期MLF操作,被视为上述激励资金的落地;7月20日,“一行两会”发布资管新规配套细则,监管的节奏和力度边际放缓;7月23日,国务院常务会议要求财政政策协同发力,确认货币政策边际放松和未来积极财政政策方向,支持扩内需调结构促进实体经济发展。

董德志认为,正是这一系列举措引发了社会信用大宽松的预期,进而造成了宏观调控思路重回“老路”的预期,股票市场周期股反弹、债券市场国债价格下跌。由此,市场刚刚达成共识的债牛信仰在价格变化中再度分化。

## 利率债波动加大难免

综合机构观点来看,目前市场对货币政策边际趋松、流动性合理充裕的预期仍然相对一致,但对于财政政策积极程度、如何保障融资平台融资需求、社会融资改善的效果存在不同的看法。

董德志团队认为,无论货币政策如何变迁,产业导向政策需要坚定不移,严控地产融资、严控地方债务扩张。只要这两者稳定住预期,就不会形成“大水漫灌”的局面。今年以来的信用状况会改善,但是不是总量的扩张,而是结构性的改善,封住住地方和政府平台融资的“巨大胃口”,与国计民生更为相关的实体产业会受益。

覃汉团队则认为,展望未来,政策转

## 下半年供给会非常集中

机构分析认为,今年前几个月地方债发行偏慢,主要是两方面原因所致:一方面,今年是置换类地方债发行的最后一年,经过前几年大规模置换之后,发行量有所下降。另一方面,前期新增类地方债发行偏慢。机构称,今年地方债供给的大头是新增类地方债,此类债券发行量将显著高于前几年,但上半年新增类地方债的发行进度较慢。

“该发的还是要发的,前期发行量偏低,就意味着供给会非常集中在三、四季度,尤其是三季度。”机构报告指出。

历史上,三季度本就是利率债的发行高峰期,7月以来,地方债发行放量态势已经比较明显,但按照目前形势看,未来几个月供给压力还将进一步加大。

7月23日,国务院常务会议提出,积极的财政政策要更加积极,其中特别提到

发行,拟发行总额达1171.10亿元。即便只考虑这些公开发行业债券,7月份地方债发行总额也将达到7690.64亿元,将比6月份多发2200亿元以上。

而最近一个地方债发行超过7000亿元的月份是2017年7月,发行额为8453.08亿元。应该说,本月地方债发行量并不小,相比上个月变化也比较明显。

自今年2月份启动发行以来,地方债发行规模逐月稳步扩大,但与上年同期相比,发行节奏一直偏慢。数据显示,今年上半年,地方债发行总额为14109.13亿元,比2017年上半年少发4500亿元。即便7月份地方债发行量有望创下年初以来新高,大概率仍会少于2017年7月份。

然而,从全年来看,今年地方债发行总额不会比2017年少,甚至要高出不少,之前发得慢,意味着积压供给多,未来得加快发行。

## 新光债再现异动 评级机构称公司偿债能力强

□本报记者 张勤峰

近几日,民企新光集团旗下多只债券相继发生异动,成交价格出现较明显下跌。虽然公司迅速回应,表示经营正常、融资渠道畅通、自有资金充足,近期到期债券的本息兑付有保障,评级机构近期出具的报告也称公司整体偿债能力很强,但似乎没能完全打消部分市场投资者的疑虑。

## 债券接连异动

7月25日,11新光债在场内市场交易过程中再现异动,一度被临时停牌。

盘面数据显示,11新光债昨日首笔成交于10时9分许,净价57.2元,前收盘价为71.29元,大跌近20%,第二笔成交于10时19分许,价格进一步跌至55.01元,随后被上交所临时停牌半小时,10时49分起恢复交易。恢复交易后,11新光债迎来救场资金,10时51分许成交在71.28元,几乎收

复了先前的全部失地。但“空头”意犹未尽,午后成交再度跌回52元附近,并在此连续成交,最低至52元。就在各方以为大局已定的时候,13时42分许,11新光债出现1笔成交,价格为70.75元,此后再无成交,收盘连续第4日下跌,但全天跌幅收窄至0.76%。值得注意的是,这最后1笔成交的量仅为1手,难有代表性。

11新光债的“姐妹债”15新光01就没有这么幸运。盘面数据显示,昨日15新光01首笔成交价从上一日收盘的73.5元跌到了55.79元,此后反复成交于60元-65元区间,直到尾盘也没能出现大幅反弹,收报65元,跌11.56%。

公开资料显示,11新光债为企业债,15新光01为公司债,发行人均为新光控股集团有限公司。该公司官网显示,新光集团是一家根植中国,通达全球,专注创新赋能的产融结合的大型民营集团。自1995年创建以来,积极将实体经营智慧融通于金融投资,已涉及饰品、制造、地产、金融、互联网、投资等多个行业。截至2018年4月,旗下有1家上市公司,近百家全资子公司及控股公司,逾40家参股公司,是一家在中国乃至全球多个行业有着重要影响力的领军企业。Wind数据显示,目前该公司发行的尚未到期的债券共11只,未偿还本金总额约120亿元。

## 评级未有变化

自7月19日以来,11新光债等债券接连出现异动,市价大跌。7月24日,新光集团回应债券价格异动时称,公司生产经营和资金流动性情况良好,再融资渠道通畅,自有资金充足,对各业务板块拥有绝对的控股权,偿债计划能够充分保障近期到期债券的本息兑付,所发行债券还本付息工作正常。

前不久,“15新光01”的评级机构联合评级发布了对新光集团的2018年跟踪

传导的过程中,短期内信用债市场将处于回暖趋势中,其中最具确定性的品种,还是AA+级甚至是一些AA级城投债。

## 长端利率短期承压

市场人士指出,周一召开的国务院常务会议要求财政金融政策协同发力,确认货币政策边际放松和未来积极财政政策方向,宽信用的政策信号对信用债形成边际利好,信用债收益率普遍回落,但风险偏好提升推动利率债收益率上行,信用债强、利率债弱的态势很可能将延续一段时间。

华创证券债券研究团队表示,随着MLF资金的到位,宽货币、紧信用有望向宽货币、宽信用转变,中低评级信用债的需求有望显著上升,从而带动中低评级信

用的逻辑短期内几乎无法被证伪,利率和信用的投资逻辑都将发生变化。“本轮利率债行情的核心逻辑就是融资收缩,考虑到目前政策转向明确,那么即使未来一个季度融资数据仍然维持弱势,但是看待数据的眼光已从‘数据差’变成了‘对冲强’,这也意味着利率牛市的根基已经被破坏,利率债的最佳交易策略,可能已经从越跌越买,慢慢过渡到越涨越卖。”

无论如何,货币条件的放宽和去杠杆力度的放缓显然有利于逐步改善货币向信用端的传导,尽管紧信用的局面能否得到迅速扭转仍需观察,但对债券市场而言,随着机构风险偏好抬升,加上前期债强股弱,无风险资产性价比下降,风险资产价值抬升,信用债和利率债短期继续分化难以避免,机构对利率债后期波动加大也形成一定共识。

“政策微调下,经济下行压力缓解,市场预期有所修复,利率债短期可能面临一定的调整压力。同时,保障融资平台公司合理融资需求等措施,有助于缓解市场对信用风险的担忧,有利于风险偏好修复,阶段性利好信用债、尤其是城投债。”长江证券赵伟团队称。

兴业研究徐寒飞表示,目前信用政策的变化,确实会带来“预期兑现”后的收益,但兑现的收益将更多体现在中高等级信用债上。当然,这一过程中,利率债也将被阶段性“挤出”,无风险利率短期有一定反弹空间。但如果要实现真正“中性偏松”的信用水平,仍需要降低无风险利率。

覃汉也进一步指出,目前长端利率尚不具备大幅走熊的基础,其一,流动性仍然宽松;其二,稳增长政策,仍然强调相机抉择、而不是大干快上;其三,信用的行情与利率并无矛盾,想要信用债市场恢复流动性和融资功能,就需要信用债市场的赚钱效应发酵,同时也不能出现利率债大跌。

“加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度,在推动在建基础设施项目上早见成效。”

有市场人士表示,如果考虑到期债务滚动发行的话,年底前5个月左右时间,待发行的专项债还有近1万亿元。

此外,财政部近日公布,截至2018年6月末,全国地方政府债务余额167997亿元,其中非政府债券形式存量政府债务8049亿元。今年是地方债置换的收官之年,按照此前相关部门人士的预计,存量债券在8月底前将全面完成置换工作。

除了“新增债”、“置换债”,今年地方债还多了一个“还本债”。待存量债务置换完成后,新增债、还本债将成为未来地方债供给的主力。中金公司预计,今年地方债发行总额将达到52万亿元左右,而前7个月至发行了不到22万亿元,这意味着年内剩余5个月左右时间还有约3万亿元地方债将发行。

评级报告,维持新光集团AA+的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

该评级报告称,新光集团作为发展多年的多元化经营企业,在饰品及贸易业务方面具备完整产业链,仍具有较高的品牌知名度;公司作为义务民营企业标杆,在税收优惠、产业转型方面持续得到当地政府大力支持。2017年,公司整体营业收入基本保持稳定,地产业务实现去库存,提高了资产的流动性。

不过,联合评级也表示,公司主营业务盈利能力有待提升、经营活动净现金流波动较大、土地储备规模较小、部分地产项目存在去库存压力、债务规模大幅增加且面临集中偿付压力。

联合评级表示,总体看,新光集团偿债能力指标表现一般,但考虑到公司金融和股权类资产变现能力较强,房地产业务销售收入有一定增长潜力,公司整体偿债能力很强。

用债的回暖。未来这一趋势一旦确立,一方面经济基本面和社融的下行压力将显著缓和,一方面市场风险偏好的回升将更有利于中低评级信用,利率债的相对价值将有所下降。

“政策转向积极,经济下滑风险减弱,长端利率债的避险优势地位有所下降。结合理财收缩节奏放缓,中短久期高评级信用资产的配置价值可能增强,但对低等级信用债和弱资质城投仍需保持谨慎。”莫尼塔研究同时表示。

但兴业证券黄伟平团队指出,资产价格走势最终还是回归到基本面上,去杠杆方向不变,未来经济仍有下行压力,利率下行的趋势还没结束,牛市中有调整,建议调整后寻找更好的买入机会。

## ■观点链接

### 华创证券:利率债相对承压

今年以来,金融去杠杆的从严推进和外部环境恶化导致经济基本面下行,货币政策不得不有所放松,尤其是非标融资大幅萎缩带动社融增速显著走低,使得市场对宽货币、紧信用的预期升温,也推动了利率债走强。但从近期监管对非标态度的缓和和对中低评级信用债投资的鼓励来看,前期的宽货币紧信用有向宽货币宽信用转变的趋势。如果过渡到宽货币、宽信用的而极端,经济基本面的改善预期和风险偏好的回升,相对更有利于信用债,利率债则会相对承压。

### 中信证券:利率债机会不大

目前利率债机会不大,此前多家机构纷纷下调利率预期,但我们并不认可,因为政策转向和汇率约束导致利率存在底部区间。近日央行MLF大额操作一定程度上显示

## 短期内公开市场操作难重启

□本报记者 马爽

7月25日,央行继续暂停公开市场操作,资金面保持宽松,货币市场利率多数走低。市场人士表示,当前流动性较为充裕,公开市场操作可能要等到8月中旬才会重启。这一过程中,资金面仍有望保持宽松,但预计货币市场利率下行空间已经不大。

## 公开市场操作续停

7月25日,央行没有开展公开市场操作,逆回购交易连停4日,当天到期的600亿元央行逆回购实现自然净回笼,为连续第2日净回笼。

央行公告称,考虑到金融机构法定准备金退缴可对央行逆回购到期等因素的影响,为维护银行体系流动性合理充裕,7月25日不开展公开市场操作。

业内人士称,25日是例行法定准备金缴退款日,由于季末考核期过后存款“搬家”现象往往比较明显,本月下旬有一定规模的准备金退缴。当然,即便没有准备金退缴,预计央行也不会开展操作,因为目前到期的央行逆回购并不多,流动性总量仍处于较高水平。

自月初以来,除了7月16日,税期高峰叠加准备金补缴等叠加影响下,市场资金面略微有所收紧以外,其余时期均十分宽松,货币市场利率保持低位运行。相应的,多数时候央行公开市场操作量都不大,或者不开展操作,通过央行逆回购到期实施净回笼。上周税期高峰过后,市场也如往常一样逐渐削减公开市场操作量并最终暂停了操作。

## 下月中旬前资金面无忧

7月25日,资金面保持宽松,

了货币政策宽松力度的超预期部分,而监管政策的边际放松也是为了配合宽货币政策以期解决信用紧缩、经济承压的问题。在资金面持续宽松的环境中继续开展流动性投放对提振利率债市场效果相对较弱,本轮货币宽松更多是为了缓解信用问题而非利率问题,仍预计10年期国债收益率将在3.4%-3.6%的区间波动。

## 申万宏源:三季度呈底部震荡

维持2018年全年债券收益率波动呈U型(右侧高点低于左侧),10年国债收益率波动区间3.4%-4%的判断不变。上半年对应U型的左侧一竖、三季度对应U型底部、四季度对应U型右侧。预计三季度将呈现经济数据下行+稳货币+宽信用的格局,债券收益率或呈现底部震荡,四季度建议关注基建和社融增速,以及市场对经济悲观预期的边际修正。(王姣 整理)

货币市场利率多数继续走低。昨日银行间回购交易中,隔夜回购利率微跌至2.33%,代表性的7天期回购利率DR007反弹3BP至2.65%,14天和21天期回购利率则继续下行3BP左右,1个月期回购利率下行11BP至2.81%。Shibor方面,除跨月的1周期Shibor小涨1.2BP之外,其余各期限均延续下行走势,代表性的跌5.6BP的3个月Shibor至3.42%,为连续第27个交易日下行。

货币中介称,昨日市场资金面整体延续宽松态势,隔夜早盘大行融出大量资金,隔夜品种纷纷减点5BP-10BP,回购加权利率则较为稳定。7天期资金已跨月,需求增多,但供给不少,成交量走高,价格稳定,市场预期较乐观。14天及更长期限资金需求较少。

“按目前形势来看,资金面将轻松跨月,下月初资金面保持宽松也没有什么悬念。”交易员称,鉴于市场资金面较宽松,预计央行将继续暂停公开市场操作,未来半个月到期逆回购大概率将实现自然净回笼。

统计显示,到8月10日之前(含),到期的央行流动性工具合计2800亿元,全部为逆回购。即便央行不开展任何操作,全部实现自然净回笼,料资金面也将保持相对宽松。不过,随着存量逆回购不断到期,形成净回笼,流动性宽裕程度也将受到限制。

市场人士预计,货币市场利率继续下行空间已经不大。从DR007走势上看,6月份平均利率涨2.8%左右,7月以来已下行至2.6%一线,处于2017年2月以来低位水平。本月初,DR007甚至一度跌至2.5%以下,与央行7天期逆回购利率形成倒挂,但这一局面并不可持续。

## 农发债中标利率较低

7月25日,中国农业发展银行招标的3只固定增发债中标收益率均低于二级市场水平,投标倍数高低不一,5年期品种相对更受青睐。

农发行昨日招标的是该行今年第一期7年期、第六期10年期和第八期5年期金融债的增发债,本次计划发行规模分别为40亿元、70亿元、40亿元。据市场人士透露,此次5年期增发债中标收益率3.9365%,全场倍数4.23;7年期增发债中标收益率4.2166%,全场倍数2.62;10年期增发债中标收益率4.3080%,全

## ■评级追踪

## 盛运环保再遭降级

中诚信国际日前发布跟踪评级报告,将对安徽盛运环保(集团)股份有限公司的主体信用等级由BBB-调降为CC,并将其继续列入可能降级的观察名单。

中诚信国际表示,肯定了垃圾焚烧发电行业较好的发展前景、公司垃圾焚烧发电规模增长较快等因素对公司信用实力的支撑。但同时,也关注到公司经营业绩下滑、后期业绩不确定性较大、未来仍面临投资压力、关联方资金占用严重、违规对外担保金额较大、大量资产被冻结、短期偿债压力大和重组仍存在一定的不确定性等因素对公司整体信用状况的影响。

## 雏鹰农牧评级遭下调

联合资信日前发布跟踪评级报告,将雏鹰农牧集团股份有限公司主体信用评级由AA调整为AA-,评级展望由稳定调整为负面。

联合资信表示,跟踪期内,生猪养殖行业景气度进入周期性低谷,生猪出栏价格大幅下降,雏鹰农牧生猪养殖主业业绩明显下滑,同时公司产业基金投资规模持续增长,显著推升有息债务规模。同时还关注到原材料价格波动依然较大,公司未使用银行授信规模较小,对外担保或有负债风险,实际控制人员股票被司法冻结,内部控制审计报告被出具否定意见等事项给公司信用水平可能带来的不利影响。(王姣)

□本报记者 马爽

周三(7月25日),债券期货、现货市场双双企稳,10年期国债期货主力合约收涨0.09%,10年期国债收益率持稳于3.57%附近,不过10年期国债收益率继续大幅上行约3BP,显示市场对长端利率债情绪仍较谨慎。

市场人士指出,近期受政策预期变化影响,机构风险偏好提升,短期内信用债暖意延续,利率债则预计继续承压。

## 大跌后有所企稳

周二再度大跌后,周三债券市场有所企稳,但国开债表现明显弱于国债。从盘面上看,昨日中金所国债期货全天维持震荡,