

# 紧信用预期生变

# 短债机会更确定

本报记者 张勤峰

近期债市行情悄然生变，利率债行情在经历上半年流畅的上涨之后陷入反复，前期持续低迷的中低等级信用债交易则趋于活跃，部分信用债收益率出现较快下行。分析人士表示，随着紧信用预期生变，前期利率债走牛的逻辑面临挑战，结合收益率水平、供需关系变化来看，未来长债利率波动或加大，短债则受益于宽松的流动性环境，机会相对确定，未来短端利率下行成为利率债行情的主线。

## 利率债信用债强弱切换

10年期国债、国开债一直被视为利率债行情的标杆品种，尤其是10年期国开债，在年初以来的这一轮牛市中，其到期收益率自年初高点累计下行约100BP，时间和幅度均可与2011年那轮牛市媲美。

不过，今年上半年的牛市与以往大不相同。一边是利率债和高等级债一改2017年疲态，大幅走强，一边是低等级债乏人问津，信用利差大幅走阔，几乎丧失流动性。

从中债收益率数据来看，今年以来，高等级信用债运行节奏与利率债基本同步，但中低等级债券走出“独立行情”。以5年期债券为例，2月以来，5年期AAA级中票收益率自5.5%的高点一路回调，目前跌至4.3%一线，累计下行了近120BP，下行幅度与5年期国开债基本相当。然而，同期5年期AA级中票收益率只下行了约65BP，AA-级中票收益率反而上行了近30BP。4月以后，低等级债券收益率经过一轮明显上行，5年期AA-级中票收益率从6.74%最高涨至7.27%。

从历史上看，光是利率债和高等级债走强不够，一轮经典的债券牛市轮动通常是利率债率先启动，信用债最后收尾，中低等级信用债的普涨往往是牛市谢幕的“压轴戏”。7月以来，信用债成交终于有所起色，一些中低等级债券也开始“补涨”，比如，5年期AA级中票收益率就快速回落到了约30BP，5年期AA级城投债收益率更是快速下行了超过50BP。

与此同时，利率债行情陷入了震荡。在前期的分化演绎到极致之后，利率债与信用债强弱切换悄然上演。7月以来，10年期国债收益率在跌破3.5%之后波动加大，最近反复在这一位置附近拉锯，最低下行至3.44%，最高回到3.56%。10年期国开债收益率的下行走势则一直保持到7月19日，在最低跌至4.05%、创出2017年4月中旬以来的新低之后，7月下旬也出现了反弹，目前二级市场活跃券成

交在4.15%左右。

## 宽信用预期抬头是关键

为何信用债反弹了，利率债就陷入纠结了，这可能需要从今年上半年行情分化的原因说起。

上半年的债市行情是一轮牛、熊并存的行情，一轮结构性牛市。出现这一局面的基本背景是严监管、去杠杆造成的信用紧缩。

2018年以来，严监管、去杠杆引起的信用收缩的问题开始成为经济金融运行的主要矛盾。去杠杆本身就意味着信用创造放缓，而对银行表外业务、影子银行体系的强监管，加剧了信用收缩。这一过程中还伴随着金融机构风险偏好的下降，强势发行人对其他融资主体的挤出效应明显。

信用收缩环境下，一部分企业的再融资缺口问题开始凸显，资金链风险开始暴露。陆续出现一些债务违约情况，进一步打击市场风险偏好，引起市场对中低信用等级债券发行人、民企发行人的一致规避情绪，中低等级信用债沦为“弃儿”。

与此同时，信用收缩对经济增长的反作用开始显现，加上外部风险因素增多，经济增长压力加大，对内需关注度上升，货币政策重心重新转向需求管理，流动性环境得到大幅改善。利率债正是在这一背景下走牛的。

因此，信用紧缩是上半年利率债走牛、信用债走熊的关键原因。判断未来债市收益率走势，把握信用环境的变化趋势仍是关键。

今年以来，货币政策操作微调已较明显，货币市场流动性显著改善，但从宽货币到宽信用的过程出现了梗阻。6月份，我国新增信贷创5个月新高，但广义货币供给(M2)增速创了历史新低，社会融资余额增速亦再创新低，表明信用紧缩的局面还是在加重，当月金融数据引起了各方的较大关注。此后，“宽信用”似乎已确立为政策发力的方向。

在表外转表内趋势下，信贷额度控制已有所放松，6月新增信贷大放量就是证据，而6月的变化只是开始，后续宽信贷可能性大增。与此同时，近几周有几则政策面消息进一步刺激了市场对宽信用的预期：一是央行窗口指导MLF支持信贷投放和信用债投资，二是资管新规过渡期整改要求有所放松，三是国务院常务会议强调保障融资平台合理融资需求。

尽管“宽信用”前景难料，但市场预期已经出现了变化，信用债行情的反应可谓立竿见影。近两周，二级市场信用债收益率整体下行20-40BP。而如果宽信用逐

渐成熟，市场对经济基本面的预期将随之调整，上半年利率债走牛的逻辑也将因此发生动摇。如此，最近利率债行情陷入反复也就不难理解。

## 利率债或转向牛陡行情

不过，最近利率债表现也有分化，虽然长期利率债相继陷入了滞涨，但中短期债券仍表现不错。就以国开债为例，自从跌破4.1%之后，10年期国开债收益率下行放缓，上周还有所反弹，但1年期国开债收益率仍持续下行，最新在3.05%左右，近1个多月下行了超过80BP。这一过程中，10年期与1年期国开债的期限利差从6月下旬约40BP左右的水平迅速扩大到接近110BP。机构认为，利率债或转向“牛陡行情”，收益率曲线仍有陡峭化空间。

一方面，长债行情面临的制约逐渐增多。今年以来，利率债走牛的核心逻辑是信用紧缩反作用于经济增长，进而倒逼政策放松。如今随着货币政策、金融监管政策把握尺度适度调整，市场对宽信用的预期升温，长期利率债走牛的基础正发生变化，虽然行情未必会很快结束，但是面临不确定性的加大，波动性在上升。同时，前期内的上涨之后，长期利率债的收益率水平已普遍降至历史均值附近。收益下降而不确定性上升，意味着风险收益比下降，对投资者相对吸引力有所下降。

另外，三季度利率债供给压力不容忽视。三季度是利率债传统的供给旺季，今年由于上半年地方债发行偏慢，积压的供给压力较大。7月以来，地方债发行明显加

## 观点链接

### 海通证券：积极财政制约长端利率

财政更加积极，长端利率受制。近日国务院常务会议定调积极的财政政策要增加积极，主要落脚点是减税降费和基建投资。而积极财政政策会在三方面制约债市长端利率下行，一是积极财政意味着更大的债券发行规模或者更快的债券发行节奏，从供给上对长债不利；二是商业银行或配置更多的信贷资产，挤压债市的配置资金；三是经济回落预期改善，也会制约长债利率继续下行。

### 兴业证券：信用债行情继续修复

上周信用债市场继续修复，一方面，此前央行关于鼓励银行配置低等级信用债、鼓励银行加大信贷投放的影响在持续发酵；另一方面，国务院常务会议上，提到“积极财政政策要更加积极”，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司

快，预计后续发行规模还将进一步增加，今年三季度利率债供给压力可能比往年更大。进一步看，政府债、政策性金融债等利率债的供给主要集中在中长期品种上，这意味着中长期利率债的供给压力相对更大。再结合近期需求端变化看，未来长期利率债供需关系可能相对偏弱。

另一方面，市场对流动性预期乐观，中短期债券面临较好的市场环境。当前市场对宽信用前景的看法还有分歧，但不管是宽信用还是紧信用，各方对于宽货币的判断高度一致，市场对未来流动性预期乐观。典型的表现在于，近期3个月Shibor、同业存单等利率持续大幅下行。3个月Shibor自6月19日以来持续走低，7月30日最新报3.23%，已较6月中旬下行了超过110BP。业内人士表示，短债对流动性环境更为敏感，货币市场利率下行，通常也会带动短端债券收益率下行。

海通证券最新固收周报指出，积极的财政政策需要实际宽松的货币政策配合，估计3次降准后6月末的银行超储率已升至2%的近两年高位。这意味着当前货币市场的资金非常充裕，短端利率仍有下行空间。另外，资管新规补充文件利好短债，未来债市或延续牛陡行情，短端利率下行成为行情主线。

其实对于信用债策略，有不少的机构也推荐以中短端套息交易为主。一则流动性充裕，资金成本较低且非常稳定，信用债息差收益可观；二则在信用市场并未根本改善的情况下，投资中短期债券相对安全。

合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”也进一步促进了市场情绪的改善，尤其是在城投债方面。资质较好的城投债无论是估值还是流动性情况都有所改善。但考虑到无效融资主体被出清的压力，目前阶段建议投资者依然需要对投资标的做好区分。

### 国泰君安：利率债行情颠簸加大

利率债投资逻辑正在发生变化，此前融资收缩的核心逻辑已经不再顺畅，利率债牛市的根基已经在被破坏。结合此前市场对于经济下行、融资收缩的幅度给予较强的预期，长端利率债已经积累了一定数量的交易盘，造成利率下行中10年国开债“单兵突进”的局面。然而交易预期如同逆水行舟，既然政策方向转向已经确定，那么只要短期无法被证伪，利率的行情就会比较颠簸，现阶段利率上行的风险远大于下行的风险。（张勤峰 整理）

# 宽信用需打出政策“组合拳”

信贷的陆续投放，资本金约束将会变得更加明显。

中国证券报：传统的货币政策宽松是否能解决问题？

张旭：本轮信用收缩的源头为“金融严监管”以及“政府债务严监管”，其不仅影响了资产生成，而且约束了资金的投放渠道。一方面，“严监管”降低了合规且低风险项目的供给；另一方面，资金投放端的问题目前只能依靠表外转表内解决，但在表内的过程中又受到资本金和负债的约束。

很显然，货币政策的宽松无法解决“缺乏合意的项目”和“缺乏资本金”这两个问题。虽然降准等宽松的货币政策可以缓解负债的约束，但由于三个约束条件是“串联电路”，存在短板效应，因此无法实质性地改善融资被约束的现状。

从过去几个月的数据上看也是这样。年初以来，狭义流动性处于较为宽松的状态，DR007等反映狭义流动性的利率水平也出现了明显的下降。但是，代表

广义流动性的M2增速仍未反弹，一路下行至8%。

## 需要政策“组合拳”

中国证券报：如何解决信用派生的问题？

张旭：没有一项政策是万能的，因此解决信用派生问题需要多种政策的“组合拳”。

信用收缩来源于“金融严监管”和“政府债务严监管”，因此监管政策可以从源头上标本兼治地解决信用派生的问题。一方面，金融监管政策需要更加明确，另一方面，在“政府债务严监管”的过程中，应处理好“开前门”和“堵后门”的关系。

当前财政政策比货币政策更为有效，未来还有进一步减轻企业税负和盘活财政存量资金的空间。2017年11月以来，财政存款余额的增速出现了明显上行，此后每个月均保持在两位数的水平。截至今年二季度末，财政存款余额为4.50万亿元，同比增长了13.2%，这显示出财政资金仍

有盘活存量的潜力。我们判断，对于财政存款的灵活使用，下半年财政部可能会有新的政策出台。

今年以来很多货币政策具有明显的“结构性”特征，其发力点更多地在于调整结构，比如说抵押补充贷款、支农再贷款、支小再贷款、扶贫再贷款、普惠金融定向降准、4月25日的定向降准、7月5日的定向降准。相对于传统的总量型政策而言，结构性的货币政策对于疏通信贷投放渠道会产生更为积极的作用，可以使国民经济的薄弱环节受到更多的信贷支持。

可以在流动性供给上“以长换短”：供给MLF等中期资金，并将过量的流动性通过OMO的方式回笼。供给MLF等中期资金可以克服OMO的缺陷，一方面使银行体系获得更为稳定的负债，另一方面引导中期利率曲线下行，这对信贷市场的信用比压低短端利率更为直接。此外，通过OMO净回笼的方式回收过量流动性，这可以使得银行体系流动性保持“合理充裕”而不是“过于充裕”。

# 人民币短期料低位震荡

## 短期低位盘整

全球汇市方面，30日亚洲交易时段美元指数波动较小，北京时间30日15时后明显走软，至19:00跌幅约0.2%，徘徊在94.5附近。

市场人士指出，本周金融市场迎来名副其实的“超级周”，美联储、日本央行和英国央行都将公布利率决议，目前市场观望情绪较重，预计人民币汇率短期将延续低位盘整。

有交易员表示，近期美元指数基本处于区间波动，而客盘购汇需求不断施压人民币汇率，并对中间价形成负面影响，短期人民币汇率仍有调整空间。

从定价机制看监管层似乎有意将汇率交给市场来决定，而将更多心思放在对内平衡上，因此即便本周人民币下探6.9元关口，也不应觉得太过意外。”有市场人士称。

数据显示，美国二季度GDP年化季环

比初值4.1%，创4年新高，预期4.2%，前值2%修正为2.2%；GDP平减指数年化季环比初值3%，预期2.3%，前值2.2%。

在此背景下，业内人士普遍认为，短期内人民币可能随美元区间波动，在当前位置窄幅震荡。不过往后看，美元指数年内难以进一步走高，短期内人民币汇率或存于低位徘徊的压力，但中期缺乏持续贬值基础。

“当前外汇储备规模较小，难以应对人民币的持续大幅贬值，而美国经济表现良好、欧元区货币政策表态偏鸽，预计三季度美元仍然偏强，人民币仍然面临贬值压力。从政策角度来看需要诉诸中间价形成机制和货币政策，逆周期因子的回归和货币政策的审慎宽松维持汇率底部，同样也将约束利率的下行幅度。”中信证券固收首席明明在最新研报中表示。

# OMO连停七日 资金面维持宽松

本报记者 王姣

本周一(7月30日)，央行继续暂停公开市场操作(OMO)，当日到期1300亿元逆回购自然净回笼，不过连续净回笼不改资金面宽松态势，月末主要货币市场利率仍趋于下行。

市场人士指出，月末财政支出力度较大，有助于维持流动性宽松格局，进入8月后，流动性扰动因素整体较少，预计资金面有望延续平稳偏松，当然，地方债发行缴款、外汇占款波动对资金面的影响也需关注。

## OMO连续七日暂停

周一早间，央行公告称，考虑到月末财政支出力度加大，在对冲央行逆回购到期等因素后还将推高银行体系流动性总量，2018年7月30日不开展公开市场操作。当日有1300亿元逆回购到期，由此单日实现净回笼1300亿元。

值得注意的是，自7月19日开展1000亿元逆回购后，央行已连续七个交易日未开展公开市场操作。不过央行于上周一(23日)意外开展了5020亿元1年期中期借贷便利(MLF)操作。

对于连续暂停OMO的原因，央行在公告中多次明示，如20日称“目前银行体系流动性处于合理充裕水平”，24日、27日强调“目前银行体系流动性总量处于较高水平”，并指出金融机构法定准备金退缴、月末财政支出力度加大等可对冲央行逆回购到期等因素的影响，“维护银行体系流动性合理充裕”。

分析人士认为，在当前流动性总量水平持续较高的背景下，央行连续暂停公开市场操作，也在一定程度上显示了央行不希望资金面过于宽松的意愿。

图，若进入8月后资金面持续宽松，央行大概率将继续暂停公开市场操作。

## 资金面延续宽松

从市场表现看，虽然央行继续暂停逆回购操作并净回笼逾千亿资金，但银行间市场资金面依然非常宽松，货币市场利率多数下跌。

7月30日，Shibor连续三日悉数下跌。隔夜Shibor跌8.6bp报2.1980%，7天Shibor跌0.3bp报2.6510%，14天Shibor跌2.2bp报2.8310%，1个月Shibor跌4.1bp报2.9940%。

另据Wind数据，截至7月30日收盘，银行间质押式回购市场上，总体资金面继续宽松，市场流动性充足。早盘伊始，有银行融出2个月以内各期限资金，减点隔夜有大量融出在2.15-2.20%的位置，7天跨月资金亦十分宽松，非银成交在2.70-2.80%位置，较上一交易日持平，14天及以上资金需求较少；午后，隔夜资金继续宽松，隔夜价格降至2.1%附近有大量成交，宽松态势延续至尾盘。

Wind统计数据显示，本周央行公开市场将有2100亿元逆回购到期，周一至周五分别到期1300亿元、300亿元、200亿元、300亿元、0亿元。“上周央行又投放了5020亿元MLF，我们估算3次降准后6月末的银行超储率已经升至2%的两年高位，这意味着当前货币市场的资金极大充裕，短端利率仍有下行空间。”海通证券姜超团队点评称。

# 农发行周三增发三期金融债

中国农业发展银行周一公告称，定于8月1日招标发行不超过150亿元三期金融债，期限包括5年、7年和10年，本次发行债券所募集资金将主要用于农发行支持精准扶贫、夏粮收购、绿色生态保护等“三农”领域贷款投放。

农发行本次发行的债券均为固定利率债券，分别为第六次增发2018年第八期金融债券、第二十七次增发2018年第一期金融债券、第十二次增发2018年第六期金融债券，期限

分别为5年、7年和10年，发行规模分别不超过40亿元、40亿元、70亿元，总量不超过150亿元，票面利率分别为4.37%、4.98%、4.65%。

具体安排上，上述三期债券招

标时间均为8月1日14:00-15:00，缴款日均为8月3日，上市日均为8月7日。三期债均采用固

定面值、有价格标位及相应数量规定、单一价格中标(荷兰式)

的招标方式。此次5年、7年和10年期债券承揽费分别为0.1%、0.15%和0.15%。(王朱莹)

# 国开行周四增发两期金融债

国家开发银行周一公告称，定于周四(8月2日)招标发行两期金融债，期限包括5年、7年，总量不超过110亿元，最终以实际中标量(债券面值)为准。市场人士指出，全球贸易形势不确定犹存、短期人民币贬值压力、市场资金面维持宽松的背景下，债市有望继续偏强震荡，当前市场配置需求较好，预计此次国开债招标结果向好。

公告显示，国开行此次拟增发两期固息债，包括2018年第七期

四期、第六期金融债的增发债，期限分别为5年、7年，发行规模分别不超过60亿元、50亿元，票面利率分别为4.69%、4.73%。

具体安排上，上述两期债招