

## 债券市场短期延续弱势

□本报记者 王朱莹

周四（8月16日），债券期货、现货市场继续走软，10年期国债期货主力合约收盘大跌0.39%，10年期国债活跃券收益率上行约3BP，回至3.62%关口。

市场人士指出，尽管全球避险情绪犹存，央行重启逆回购，但市场对地方债发行提速、供给压力增加的担忧升温，若无新的明显利好，未来一段时间债券市场料延续弱势格局。

### 期现继续大跌

16日，央行时隔19日重启公开市场操作，当日进行了400亿元7天期逆回购操作，央行和财政部同时还进行了1200亿元3个月国库现金定存招标，不过超预期影响下资金面延续收斂，银存间质押式回购利率多数随期高峰影响下资金面延续收斂，银存间质押式回购利率多数随期高峰影响下资金面延续收斂，隔夜Shibor大涨近17BP。

叠加全球贸易形势有缓和迹象、国内地方债发行加速的影响，债券市场继续走弱。

从盘面上看，16日中金所国债期货市场早盘小幅震荡走高，午后出现跳水，主力合约大幅收跌，并创逾2个月新低，其中10年期国债期货主力合约T1812早盘曾回升至95.265元，涨幅一度超过0.2%，午后盘中两度跳水，最终收报94.675元，较上一交易日大跌0.39%，盘中最大跌幅近0.5%；5年期国债期货主力合约TF1812盘中最大跌幅约0.26%，最终收报97.67元，较上一交易日下跌0.23%。

与此同时，银行间现券收益率先降后升，10年期国债活跃券180205收益率开盘报4.1950%，上午主要围绕4.20%窄幅波动，午后震荡上行，最高触及4.2475%，最终收报4.2375%，较上一交易日收盘

## 瑞银资管楼超：中资美元债兑付风险有所减缓

“尽管当前人民币汇率还在震荡走软，但中资美元债券的兑付风险近期有所减缓。此外，在国内信用债市场方面，部分资质较差的民营企业，下半年则将继续面临一定的信用违约风险。”日前，瑞银资产管理（上海）有限公司首支境内固定收益基金产品“瑞银现金添益债券私募证券投资基金一号”基金经理楼超表示。

楼超表示，下半年到明年年初，国内发行人发行的离岸美元债券，会有较多集中到期。从汇率波动角度来看，人民币汇率虽然目前仍然震荡向下，但并没有出现大幅贬值。对于在境外发行美元债的企业来说，部分汇率风险可能已经通过外汇市场进行了对冲或部分对冲。另一方面，美元债券的偿付压力还取决于国内的融

## 国开行21日增发三期金融债

国家开发银行公告称，定于8月21日增发三期金融债，期限包括1年、3年、5年，总量不超过210亿元，最终以实际中标量（债券面值）为准。

国开行此次计划增发的三期债均为固定息债，包括2018年第九期、第八期、第十一期金融债的增发债，期限分别为1年、3年、5年，首场发行规模分别不超过50亿元、80亿元、80亿元，首场招标结束后，对应期限品种将分别追加不超过51亿元、46亿元和12亿元

### ■评级追踪

## 六师国资评级下调至C

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪”）日前公告称，决定将新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限公司（简称“六师国资”）的主体信用等级由AA下调至C，将“15兵团六师MTN001”债项信用等级由AA下调至C，将“17兵团六师CP002”债项信用等级由A-1下调至D。

据悉，“17兵团六师SCP001”兑付日为2018年8月13日，截至8月13日日终，六师国资未能按照约定如期兑付本息，构成实质性违约，后公司于8月15日上午延续支付“17兵团六师SCP001”本息。另据公司公告，“17兵团六师SCP002”应于8月

## 货币/债券 Money Bonds

# 利率债有点烦:谁来消化高供给

□本报记者 张勤峰

16日，财政部、人民银行开展的1200亿元3个月期中央国库现金定存操作，中标利率3.7%，高出3个月Shibor近90BP。

机构认为，银行综合负债成本下降较慢，在债券利率大幅下行后，对债券需求减弱，叠加地方债供给放量，债市供需关系趋弱。

### 3个月国库定存利率走稳

财政部、人民银行8月16日以利率招标方式进行了2018年中央国库现金管理商业银行定期存款（八期）招投标。本期存款期限3个月，中标利率3.7%，与前次操作相同。

资料显示，今年以来财政部投放的8期中国库现金定存，期限均为3个月。上半年投放的6期存款利率在4.5%至4.73%之间，其中1月15日操作利率为4.7%，6月15日操作利率为4.73%，处于2014年下半年以来的绝对高位。

7月17日，今年下半年开展的首次国库现金定存操作中中标利率为3.7%，较6月份时径直下行超过100个基点。

这一期间，货币市场利率出现较大幅度下行。6月末，季末财政大额支出形成较多流动性供给，7月初，今年第三次定向降准正式落地，货币市场流动性得到进一步充实，货币市场利率一路较快下行。到7月初时，银行间市场存款类机构7天期回购利率DR007一度跌破了2.5%，最低至2.44%，与央行7天期逆回购操作利率2.55%形成倒挂，为2016年以来的首次。

不光是短期的，中长期货币市场利率下行也很明显。3个月Shibor从6月19日开始持续走低，到7月份这次国库现金定存操作时，利率已从4.35%跌至3.6%，下行了75BP。市场上3个月的股份行同业存单利率则从4.42%降至3.5%，下行接近90BP。

这一背景下，7月份的3个月期国库定存利率，从过去四年的绝对高位下行100BP也并不奇怪。

值得一提的是，7月这次国库定存操作之后，债市市场上又出现了一波较快下行的过程。到8月上旬，DR007再次跌破2.55%的7天期逆回购利率，而且跌破了7月份低点，最低至2.25%。3个月Shibor则延续了自6月19日开始的持续下行走势，本周初一度跌破2.8%，逼近2016年的最低位，目前在2.8%一线持稳。3个月股份行同业存单发行利率最低跌到2%，创了同业存单推出以来的新低。

与7月17日相比，代表性的DR007要低出约12BP，3个月Shibor要低出约80BP，3个月股份行同业存单发行利率要

低出100BP。然而，8月16日招标的这一期3个月国库定存利率与7月17日那一期相同。

### 银行负债成本下行相对慢

业内人士表示，国库现金定期存款是大额批发性存款，也是商业银行批量获取存款的一项重要来源。国库定存利率涨跌不光反映流动性变化，也在一定程度上反映了银行负债成本的变化。

观察历史数据可见，2016年9月以来3个月国库定存利率经过了一轮持续上行的过程，从最低时2.55%到今年6月最高的4.73%，上行约220BP。这一时期，也是各类金融监管政策出台比较密集、金融体系内部去杠杆力度比较大的一段时期。在严监管、去杠杆过程中，商业银行负债获取难度上升、管理难度加大，负债成本呈现出较明显的上行。

在上半年货币市场流动性改善，资金价格率先回落之后，7月份以来，国库现金定存利率也出现了较明显的下行，一定程度上反映商业银行负债成本开始回落。但是，回落的幅度并没有资金价格那么明显。这可能说明，当前商业银行综合负债成本下行并没有想象的那么快。

中金公司固收研究指出，因为目前松的只是银行间市场的流动性，银行发行存单或同业借款确实便宜了很多，但银行最大的负债来源是存款，而今年存款增长乏力，银行普遍依靠结构性存款来吸收资金，结构性存款的利率近期下行的幅度不大。这就意味着银行的综合负债成本并没有下降那么多，尤其是边际上新增资金的成本还是存款的成本为主，并非银行同业资金。

进一步看，由于综合负债成本下行并不多，如果债券收益率下行过快，银行投资债券的需求就可能减弱。

今年以来，利率债上演牛市，收益率明显走低。以10年期国债为例，从1月中旬高点到本月初低点，其到期收益率累计下行逾100BP。短期品种下行幅度更大，1年期国债收益率为4.68%一路走低，7月底跌破3%关口，本月初最低降至2.68%，累计下行了200BP。

中金公司研报指出，如果以目前存款的成本来衡量，配置利率债对银行吸引力已比较有限。

银行是传统的债券配置机构，也是债券市场最大的投资者，银行资金对债市而言就是压舱石、稳定器。但正是受制于负债端，今年以来的债市行情主要是非银机构推动的。市场人士表示，非银机构的资金属性，决定了行情波动性可能较大，涨时涨得快、跌时跌得凶。一旦非银机构的热情降温，市场的稳定还得靠银行配置盘

理商业银行定期存款操作1200亿元的基础上，以利率招标方式开展了400亿元逆回购操作。这是自7月19日以来央行首次开展公开市场操作，此前因流动性过度宽松，且较长时间没有逆回购到期，央行连续十九个交易日暂停了公开市场操作。

而受缴税、缴准、政府债券发行缴款等因素影响，近期资金面出现边际收敛的迹象。从上周后半周开始，超短端货币市场利率上已经出现了较快反弹，自8月9日以来，隔夜Shibor从1.4%的过去三年多低位快速反弹至2.51%，上行逾110BP；7天Shibor也从2.345%反弹至2.6370%，上行幅度接近30BP。

8月15日，面对3365亿元中期借贷便利（MLF）到期，央行开展MLF操作3830亿元，投放增量中期流动性465亿元；16日，央行重启公开市场操作，并开展1200亿元国库现金定存操作；均

来维系。目前的问题是，当行情需要银行配置盘来支撑的时候，银行未必有动力去配置。

7月下旬以来，利率债一级市场出现了明显的降温迹象，从中可以看到市场的情绪已经开始发生变化。

### 利率债供给两端承压

当收益率的下降，降低了债券的性价比，削弱了银行对债券的投资兴趣时，地方债供给来了，进而从供给端对利率债施加压力。

三季度是传统的利率债发行高峰期，地方债往往在其中充当主力。从7月份开始，地方债发行已经明显放量，不过与去年相比，今年地方债发行节奏仍旧偏慢。为此，8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库【2018】72号），提出加快地方政府专项债券发行和使用进度。

据中金公司测算，今年置换债、新增债净增量合计将达到4.4—4.6万亿元，若加上到期续发的8400亿元，实际发行量可能高达5.3万亿元左右，比去年的4.35万亿元要高不少。而统计显示，截至8月16日，今年已发行的地方债共计24611亿元，而2017年同期是29338亿元。今年地方债供给压力比去年大，发行节奏却明显慢于去年，导致地方债积压的供给较多，就需要后续加快发行。

“财库72号文”明确要求，80%的新增专项债要在9月底前完成发行，剩余部分主要放在10月份发行。另外，今年是置

### ■观点链接

#### 中金公司:长端利率波动或加大

8-9月地方债供给高峰来临，会通过财政存款抽走银行间流动性，届时挤出效应可能更加明显，银行可能继续被迫增持地方债，则需要进一步减持其他类型债券，可能包括信用债、同业存单，不排除减持政策性银行债。而随着二季度以来资金面的宽松，非银机构已经把杠杆提升到高位，非银机构继续大幅增持债券的空间也不大。长期和超长期品种的配置需求不强，因此长端利率的波动可能会相应增加，收益率曲线在8、9月份仍会维持比较陡峭。

#### 兴业证券:市场利率存反弹压力

8-9月大量存单到期，机构有续发压力。同业存单收益率的走低，叠加货币基金新规影响，货基的规模增速或将逐渐趋缓，影响货币基金配同业存单的意愿和能力。随着“宽货币”向“宽信用”传导，机构风险偏好回升，可能有部分

被市场人士视为呵护流动性平稳运行的信号。
**均衡偏松延续**
“本次MLF续作表明了在当前货币政策偏松的取向，中长期资金存在续作刚性。而8月8日到期的1200亿元国库现金定存并没有当天续作，而是于8月16日开展1200亿元国库现金定存，表明在当前流动性相对充裕的环境下，央行会削峰填谷、灵活摆布中短期流动性投放。”中信证券固收首席明明表示。

从市场表现看，资金市场利率虽趋于上行，但在央行的呵护下短期流动性仍呈均衡偏松状态。据交易员透露，16日资金面均衡偏松，早盘伊始，隔夜加权融出，需求迅速得到满足，隔夜供给充足但加权价格继续走高，7天融出价格则在2.5-2.6%，非银需求大多在2.4%位置，成交不多，14天融出价格在2.6%及以上，需求寥寥，21天以上供给需求都较少，成交寥寥；午盘过后，隔夜资金延续宽松态势，7天价格有所上涨，但需求不多，其他期限需求较少。

Wind数据显示，截至16日收盘，银存间质押式回购1天期品种报2.5054%，涨17.46个基点；7天期报2.5760%，涨1.26个基点；14天期报2.5043%，涨5个基点；1个月期报2.4615%，跌1.04个基点。明明认为，MLF刚性续作后，8月份最大宗的流动性到期压力已然平稳过渡，本月已无其他资金到期、月底财政存款降低规模不高，各项因素并不会对流动性形成较强的收紧能力；加之8月16日有1200亿元国库现金定存操作，进一步补充银行体系内部流动性。总体而言，短期内各项因素并不会对流动性形成较强的收紧能力，流动性大概率保持平稳宽松的环境。

# 转债继续下跌空间有限

开始反弹，最终收报2705.19点，较上一交易日大跌0.66%，连跌四日，盘中一度探至2672.74点，创近两年半新低。此外，深证成指跌0.94%报8500.42点，创业板指跌0.99%报1463.87点。

在此背景下，转债市场走势也偏疲软，中证转债指数早盘低开低走，快速下探至280.92点，随后重新反弹至282点附近，最终收报281.85点，较上日收盘价仅微跌0.09%。

值得注意的是，8月6日，中证转债指数曾下探至280.93点，此次上证综指跌破前低2691点，但中证转债指数仍守住280点，显示债底支撑仍较坚固，市场对转债继续下跌空间有限的看法相对达成共识。

在昨日可交易的93只转债个券中，虽有61只收跌，也有27只收涨，另有5只走

平；而对应正股中仅有21只收涨，另有67只收跌。

具体来看，转债市场的抗跌特征也较鲜明，如昨日ST辉丰大跌4.78%，辉丰转债跌幅仅0.17%；林洋能源、海澜之家、雪迪龙分别大跌了3.39%、2.95%、2.80%，对应转股则分别仅下跌0.14%、0.31%、0.38%；进一步看，跌幅超过1%的正股有38只，跌幅超过1%的转债个券仅7只，跌幅超过0.5%的转债个券也仅21只。

### 继续下跌空间有限

“可转债兼具股性和债性特征。目前纯债溢价率相对较低，转股溢价率相对较高，到期收益率（YTM）相对较高，可转债表现出较强的债性特征，即市场下跌时可转债相对具有抗跌性。”东吴证券最新

换债发行的收官之年，按照先前的安排，置换债需在8月底前完成发行。

由此来看，8、9月份地方债发行量会相当大。中金公司认为，8月份地方债发行量将超过1万亿元，9月份发行量可能也会接近1万亿元。然而，最新统计显示，8月上半月地方债只发行了2112.59亿元。8月下半月的潜在供给压力可想而知。

目前地方债投资者仍以银行为主，地方债大额发行会占用银行投资额度，相应挤出银行对其他债券产品的需求。这在前两年表现得也比较明显。从今年7月债券托管数据来看，在地方债供给量上升的情况下，国有大行由于被动配置了较多地方债，挤出了对信用债、同业存单的配置。

如此来看，在本月上旬债市收益率创出今年以来新低之后，今后一个时期，利率债既要面对对收益下行对需求端的影响，还得面对供给端的有力冲击。利率债的供需关系都可能朝向不利方向变化，这当中，供给压力较大、需求相对较弱的中长债可能会受影响最明显。从一级市场来看，最近投资者存在趋短避长的倾向，短债表现要比长债好。

机构研报称，未来1—2个月的时间，货币市场利率和中短期债券利率可能维持在低位，而中长端利率在供给增加的影响下可能会有小幅的回升，收益率曲线将继续维持陡峭化。不过，整体利率下行的趋势不会发生变化，长端利率从中期走势来看依然存在回落空间。

配置存单资金流向实体部门。加上当前市场利率已低于政策利率，银行体系流动性淤积严重，市场利率和负债成本肯定是下降的，而资金流入实体，尽管货币政策可能没有明显收紧，但市场利率和负债成本（包括存单）也是有反弹压力的。

### 华创证券:供给压力致利率债承压

地方债发行利差或将继续扩大，助力积极的财政政策有效实施。据媒体报道近期财政部建议商业银行参与地方债专项债券发行时，投标价格下限较相应同期限国债前5个工作日收益率均值上浮40个基点或以上。考虑到9月底各地新增专项债券发行比例原则上不低于总额度的80%，且地方债发行利率市场化之后，将对利率债形成冲击。国内财政政策发力将逐步落地，无论是地方债发行还是发改委项目审批速度都在加快，供给压力和经济悲观预期的缓和使得利率债承压。（张勤峰 整理）

价上涨近3BP，成交476笔；10年期国债活跃券180011收益率从357%震荡上行至362%，最终收报36150%，较上一交易日收盘价上涨3BP，成交30笔。

### 仍缺乏反弹动力

8月6日以来，债券市场持续阴跌，截至16日收盘，10年期国债期货主力合约累计跌幅已达到1.55%，10年期国债活跃券180011收益率从3.46%大幅上行16BP，目前回到3.62%附近。

业内人士指出，尽管短期资金面整体持续宽松，但对债券市场的影响钝化，近几日资金面边际收敛甚至对市场情绪产生了些许压力；综合经济金融数据看，基本面有下行压力也有改善迹象，宽货币正逐渐向宽信用传导，对债市的支撑逻辑已有些许松动；叠加人民币贬值压力犹存、中美利差收窄、债券供给高峰将至，目前来看市场仍缺乏反弹动力，很可能延续弱势震荡格局。

“政策转向导致行情突破楔形下轨，债市下跌风险不容小觑。”国泰君安固收首席曹汉团最新发布指出，7月下旬以来一系列稳增长政策出台使得债市行情出现了一些变化。7月24日国债期货形成的向下跳空缺口已经显著突破了楔形整理形态的下轨，而且期间伴随着成交量的增大，这往往就是变盘的前兆。

曹汉团认为，当前时点上很有可能再次出现债市主要矛盾的切换。融资收缩的逻辑走到现在，已经到了强弩之末的状态，随后可能会产生新的超预期引领行情出现转向。目前来看，这个超预期可能是汇率大幅贬值后的本币资产价格重估，也可能是经济和融资数据的全面企稳，也可能是通胀的趋势性回升。

渠道是否通畅。今年年初至7月初，去杠杆大环境下银行信用偏好下降，企业融资压力大。而从7月中旬开始，政策环境则有所转向。而国内融资环境的改善，对于美元债券市场，也有一定提振作用。7月中旬以来，中资美元债券市场也出现大幅回暖，新发债券开始大量增多。总体而言，下半年中资美元的偿还压力依然存在，但兑付风险近期有所减缓。

楼超表示，下半年到明年年初，国内发行人发行的离岸美元债券，会有较多集中到期。从汇率波动角度来看，人民币汇率虽然目前仍然震荡向下，但并没有出现大幅贬值。对于在境外发行美元债的企业来说，部分汇率风险可能已经通过外汇市场进行了对冲或部分对冲。另一方面，美元债券的偿付压力还取决于国内的融资渠道是否通畅。今年年初至7月初，去杠杆大环境下银行信用偏好下降，企业融资压力大。而从7月中旬开始，政策环境则有所转向。而国内融资环境的改善，对于美元债券市场，也有一定提振作用。7月中旬以来，中资美元债券市场也出现大幅回暖，新发债券开始大量增多。总体而言，下半年中资美元的偿还压力依然存在，但兑付风险近期有所减缓。楼超表示，下半年瑞银资管对于国内信用债市场将主要聚焦在两大方面，一是城投债短期违约风险有舒缓或推迟，二是民营企业债务下半年仍将面临一定的信用风险，其中部分资质较差的民营企业，可能将面临较高的信用风险，因此整体行业内的信用分化，仍然会比较严重。（王辉）

的柜台债。
具体安排上，上述三期债券的招标日均为8月21日，缴款日均为8月24日，上市日均为8月28日。“三期债券的招标时间均为9:30-10:30（追加时间为首场结束后20分钟内）。

本次增发的三期债券均为固定面值，采用单一价格（荷兰式）招标方式，债券承销费按认购债券面值计算，1年期无承销费，3年期为0.05%，5年期为0.10%；各品种均无兑付手续费。（王朱莹）

19日兑付本息，由于资金筹集困难，到期兑付存在不确定性，公司正通过多种渠道筹集偿付资金。

## 利源精制评级下调至A

联合信用评级有限公司（简称“联合评级”）日前公告称，决定将吉林利源精制股份有限公司（简称“利源精制”）主体长期信用等级由AA下调至A，评级展望为负面，将“14利源债”债项信用等级由AA下调至A。

联合评级表示，结合利源精制公开信息来看，公司整体流动性非常紧张，已对其生产经营、债务支付存在明显的不利影响，且大规模的债务逾期，将对公司外部融资形成阻碍，进一步加剧公司资金链紧张的程度，并削弱公司自身的整体偿债能力。（张勤峰）

## A10