

## 期债延续跌势 缺乏反弹动力

□本报记者 王姣

9月4日，股债跷跷板效应再现，A股明显反弹，债券市场相应调整。10年期国债期货主力合约收跌0.12%，10年期国债活跃券收益率上行2BP。分析人士指出，市场风险偏好修复，对债券市场情绪有所压制，加之地方债供给压力较大，通胀预期犹存，债券市场短期难免震荡，收益率缺乏下行动力。

### 期债连跌两日

周二，国债期货市场连续两日下跌，银行间现券收益率窄幅波动。

从盘面上看，中金所国债期货市场主要合约高开低走。其中10年期国债期货主力合约T18121小幅高于94.935元，不久后翻绿，盘整较长时间后，延续前日午后明显走软态势，盘中最低触及94.72元，最终收报94.795元，跌0.12%；5年期国债期货主力合约TF1812下午也大幅走软，最低触及97.685元，收报97.73元，同样跌0.12%。

银行间现券市场上，主要利率债收益率涨跌不一。10年期国债活跃券180205收益率再度下行，最后一笔成交在4.2650%，较上一交易日尾盘下行1BP；10年期国债活跃券180111成交仍较清淡，最后一笔收报3.62%，上行2BP。

昨日央行继续暂停逆回购操作，同时无逆回购到期。市场资金面整体维持宽松，Shibor全线走低，银存间质押式回购利率多数下跌。

### 收益率暂准下行

分析人士认为，近期股债跷

## 1年期国开债获得超4倍认购

4日上午，国家开发银行招标发行的3只固息金融债，中标利率/收益率均低于二级市场水平，1年期债券一二级利差最大，并获得超过4倍有效认购，反映了当前资金对短久期品种的偏好。

国开行此次招标的是今年第九期1年期、第十一期5年期金融债的增发债，以及新发行的第十二期3年期金融债，计划发行规模分别为40亿元、70亿元和50亿元。首场招标结束后，发行人可向柜台承办银行追加发行不超过41.2亿元第九期、11.2亿元第十一期和40.2亿元通过二级市场金融债券，专门用于通过商业银行柜台分销。

据市场人士透露，此次国开行1年期增发债中标收益率为

## 国开债将再试弹性招标

国家开发银行4日公告称，定于9月6日招标增发该行2018年第六期7年期和第十期10年期金融债券，其中10年期债券采用弹性招标方式，这也是该债券第二次尝试弹性招标。

国开行本次增发的7年期和10年期债券均为固息债，按年付息，票面利率分别为4.73%、4.04%。本次7年期债券发行量为不超过40亿元，10年期债券基本发行量为80亿元，上弹发行量不超过100亿元，下弹发行量60亿元。首场招标结束后，发行人有权向柜台承办银行追加发行不超过0.5亿元的7年期和不超过0.5亿元的10年期债券，专门用于通过商业银行柜台分销。

8月13日，央行金融市场司发布通知，在金融债券招标发行中

### ■评级追踪

## 湖北宣化被移出观察名单

联合评级日前发布公告，将湖北宣化化工股份有限公司主体及“16宣化债”债项信用等级移出信用评级观察名单。

联合评级称，目前湖北宣化实际控制人可能发生变更的事项已经终止，且公司近期发布的2018年半年度报告显示，新疆宣化80.1%股权转让工作完成，不再纳入公司合并报表范围，并且新疆宣化股权转让过渡期损益由受让方承担，减少了公司当

# 货币/债券 Money Bonds

# 供给有压力 债牛不怯场

对冲取现需求外，还可以帮助缓解地方债供给等。此外，10月地方债供给压力下降，现金回流金融体系，有助于缓解财政缴税压力。

### 利率整体趋势不改

市场人士认为，短期内地方债供给加速对利率债的影响仍不容忽视，尤其近期中长端利率明显上行，就体现供需矛盾有所加大。但从整体债市场环境来看，在货币政策维持稳健中性、流动性保持合理充裕的背景下，供给不会扭转利率运行的整体趋势。

“近期短端利率在资金面仍较为宽松的背景下涨跌互现，中长端利率出现了较明显上行，其中银行的主力配置品种3年、5年国债和政策性金融债上行最为显著，显示出地方债发行放量对银行配置需求的挤出效应正在逐渐显现。”华创证券表示。

9月3日，中债3年、5年期国债收益率分别大幅上行6BP、5BP，对应当日中债10年期国债、国开债收益率双双上行约2BP，调整幅度明显更大。

机构称，虽然市场相信在货币政策操作配合的情况下，市场有能力消化地方债的供给，但这并不意味着地方债的供给压力就不存在。对于银行自营资金而言，要在短时间内消化2-3万亿元的地方债，依然存在难度。

这也意味着，短期来看，供需关系仍将

### ■观点链接

#### 申万宏源:供给增加≠调整压力

地方债供给增加≠利率债调整压力，主要关注当前的货币政策态度。根据对以往情况的梳理，关注到以下几点：一是，以往也出现过地方政府债单月大规模发行的情况，但并不一定意味着流动性的收紧。二是商业银行持有地方债和利率债规模变化上，更多情况下是“同步”，而非非挤出”。

#### 莫尼塔:负面因素或持续发酵

10月末之前，地方债供给会继续维持高增，从专项债资金募集到用于实体经济的整个过程，对于利率债市场的负面影响可能会持续发酵。尽管近期地方债净融资边际减弱，但7月下旬以来，地方新增债发行整体处在提速过程中，新增专项债的发行节奏也在8月第二周明显加快，这与近期一系列政策积极引导有关。但截至目前，置换债与新增专项债的供给完成情况

承销的债券金额，将不受此前不超过债券发行量20%的限制，有助于提高银行承销意愿，以便利后续地方债的发行。”申万宏源证券点评称。

市场人士指出，在一系列配合政策出台的护航下，8月中旬以来地方债发行进度明显加快。往上看，9月地方债供给压力仍会较大，将对基建投资有提振作用，这对利率债的影响仍会相对负面。

### 对流动性影响可控

如中金公司所言，虽然供给从来不是影响利率趋势性走势的因素，但集中性的供给冲击仍可能带来不小的扰动，尤其对长期债券。目前来看，是否有针对地方债海量发行的配套货币政策仍是市场关心的焦点。

“债市的短期焦点和矛盾在于地方债的集中供给以及货币政策在极度宽松后重新转为稳定，供需矛盾抑制收益率的进一步下行。”中金公司表示，如果有货币政策的配套措施，那么供给的冲击压力会小一些；如果没有明显的配套措施，那么收益率可能会有不小幅度的回升。

回顾8月份央行的操作，在地方债供给显著增加时，央行于15日、24日先后开展了两次MLF操作，投放规模分别为3830亿元、1490亿元；当月还进行了两次国库现金定存操作，16日、27日的操作规模分别为1200亿元、1000亿元。机构认为，央行此举再度验证了其保持流动性“合理充裕”的态度未变，地方债供给压力对整体流动性的影响预计可控。

“从当前情况来看，资金利率仍处低位，市场流动性仍较为充裕，而且在稳货币政策方向下，为维护银行体系流动性合理充裕并且定向支持实体经济融资，后期货币政策继续定向放松仍有必要、而且也有空间，不排除央行继续实行定向降准或增加MLF投放来对冲地方债放量发行的影响，预计地方债供给的增加不会成为引发债市调整的主因。”申万宏源证券孟祥瑞表示。

长江证券赵伟指出，按照财政部发行进度，9月可能是地方专项债年内发行高峰，叠加置换券、再融资券等的发行，9月地方债供给规模或在0.9-1万亿元左右，央行或将适时进行对冲操作，地方债供给对货币环境的阶段性影响或可控。

赵伟指出，财政存款投放也有助于缓解地方债集中供给和节前取现需求等。按照近几年规律，预计9月现金需求增加规模或在2000亿元左右，而财政存款投放规模可能在4000亿元左右，财政存款投放除

# 境外机构连续18个月增持人民币债券

915.48亿元，农商行增加1172.98亿元。一直以来，商业银行都是地方债的最大买家，地方债供给十分依赖商业银行消化。8月份地方债高额供给，大部分体现在了商业银行债券托管量的增加额当中。

其他机构方面，8月份，非法人产品（各类资管产品）债券托管量增加715.72亿元，增量仅次于商业银行。7月份，该类投资者曾减持债券超过1000亿元。紧随其后的是境外机构，其托管量增加580.07亿元。8月份，券商债券托管量增加152.78亿元，增持力度有所加大。保险机构托管量增加10.30亿元，延续了年初以来的平淡表现。

2017年以来，境外投资者在债券市场大肆买买买的“豪气”让人刮目相看。统计显示，自2017年3月以来，境外机构在中债登的债券托管量已连续18个月增加。进一步统计显示，今年前8个月，境外机构托管量已增加4379.39亿元，这一持仓增加额不仅超过了2017年全年数字，也超过了同期的保险、券商、资管产品等等，在全部机构投资者中，仅次于全国性商业银行，是今年以来的第二大增持机构。2017年末，境外机构的托管量为9741.45亿元，全年增加1952.96亿元。

需指出的是，上述统计均以中债登统

计数据为基础，统计范围为在中债登托管的相关债券，不含在上海清算所托管的债券以及直接在中证登托管的公司债等。之前数据显示，境外机构托管在上清所的债券总额也在持续增长。

### 多因素吸引外资增持

一般情况下，境外机构配置中国债券需要看票息收益和人民币汇率贬值预期。如果人民币债券票息收益升高，加上人民币汇率有升值预期，类似于去年下半年到今年年初阶段，那么境外机构会很明显地增持中国债券。然而，今年7月份债券收益率大幅下降后，加之人民币汇率在6、7月份出现了较快贬值，无论是票息收益还是汇率层面，人民币债券对境外投资者的吸引力都会有所下降，按理说机构就会降低对境内债券的配置。但是，境外机构持有的人民币债券规模还在持续增长，7、8月份单月增持规模仍不算低。

中金公司研报认为，这背后可能有几方面因素支撑：一是尽管人民币汇率出现了一定波动，但实际上其他新兴市场货币的波动幅度远高于人民币，导致人民币“比上不足比下有余”。从EPFR统计的资金流向来看，近期新兴市场债市资金明显

大幅减点融出，需求很快得到满足，午后资金面宽松依旧，跨季资金成交升温。

### 短期流动性超合理水平

最近央行公告反复表示流动性总量处于“较高水平”，不开展公开市场操作。业内人士认为，这个“较高水平”正是相对“合理充裕”而言的。

鉴于流动性已经超出了合理充裕的范畴，且近期流动性供求扰动因素较少，预计央行大概率会继续暂停开展逆回购操作。

值得一提的是，昨日央行公告没有提政府债券发行缴款因素。这是因为本周政府债发行量较少，政府债发行缴款因素对流动性的影响较前几周有所减弱。Wind数据显示，目前计划于本周发行的地方债仍不足80亿元，加上国债之后，政府债计划发行额只有1077亿元。而上周，地方债发行量超过

# A12

### □本报记者 王姣

“催发”地方债、鼓励银行承销地方债……一系列政策护航下，近期地方债发行明显提速，供给压力稳步释放，利率债承压调整，近期10年国债收益率回升近20BP。供给压力真的“猛于虎”么？机构分析称，短期而言，供需关系的确制约收益率下行，但供给从来不是影响利率趋势性走势的关键因素，中长期内市场更为关注的仍是基本面表现，在货币政策保持稳健中性、经济未见明显改善的情况下，债市整体趋势并未有明显逆转信号出现，“债牛”不轻言结束。

### 供给担忧正兑现

近一个月来，债券市场出现一波明显的调整行情，中债10年期国债收益率从3.46%快速走升至3.65%，累计上行幅度高达19BP，虽近一周市场有所回落，10年国债收益率仍徘徊在3.62%附近，较8月初上行约16BP。

导致这一轮市场调整的原因是什么？业内人士认为，近期投资者情绪走低，主要源于市场对供给压力的担忧。

8月份以来，债券发行明显提速，尤其是地方债，近期发行规模和融资总额均创下近两年来的新高。Wind数据显示，2018年8月，地方政府债总发行量达8829.7亿元，环比增长16.6%，创下2016年7月以来最高纪录；净融资额达7654.85亿元，为2016年9月以来新高。

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》后，当月下旬后半程地方债发行明显提速。8月15日至31日，地方债发行量超7000亿元，占全月发行量近80%。

“供给压力变成投资者当前最主要担忧的风险。”中金公司的市场调查结果显示。

机构普遍认为，地方债供给压力将在三季度集中释放，继8月地方债发行近9000亿元后，9月份的发行量也不会低，可能逼近万亿规模。再考虑到银保监会新规鼓励银行承销地方债，地方债发行可能会进一步提速。

银保监会近期下发《中国银保监会办公厅关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》，通知指出，自通知印发之日起，地方政府债券参照国债和政策性金融债，不适用《中国银监会关于加强商业银行债券承销业务风险管理的通知》相关规定。“也就是说，银行部门投资本行所主

### □本报记者 张勤峰

中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债登”）日前发布的统计月报显示，截至2018年8月末，境外机构在该公司的债券托管量达14120.84亿元，在继续刷新历史纪录的同时，环比上月末增加580.07亿元，为连续第18个月增加，增加额与上个月相当。分析人士称，随着我国债券市场对外开放的政策红利不断释放，外资流入的大趋势不会改变。

### 连续18个月增持

8月份，中债登托管的债券总额共增加了10298.24亿元，较7月份多增逾2800亿元。

这主要缘于当月政府债券净供给进一步增多。中债登公布的数据显示，截至8月末，政府债券托管量为300683.78亿元，较7月末增加8651.34亿元，这当中又有超过八成的增量来自于地方债。8月份，地方债托管量增加7120.3亿元至165742.38亿元。

反映到投资者债券托管量数据上，8月份，商业银行托管量增加7974.10亿元，仍为绝对增持大户。当月全国性商业银行托管量增加5910.12亿元，城商行增加

# 资金面持续宽松 逆回购操作短期难重启

□本报记者 王姣

9月4日，央行公开市场操作继续停做，无资金投放也无资金回笼。央行称目前流动性总量处于较高水平。市场上，7天期回购利率再度跌破央行逆回购利率，印证了流动性的充裕现状。市场人士表示，短期内央行重启逆回购操作可能性不大，周五等量或少量超额续作MLF的可能性上升。

### 资金面宽松依旧

4日，央行连续第10日停做逆回购，当日无央行流动性工具到期，无资金投放也无资金回笼。央行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，不开展公开市场操作。

资金市场的表现印证了央行的说法。昨日，无论是银行间还是交易所市场，资

金面均呈现较为宽松的格局。

银行间市场上，21天及以内的债券回购利率纷纷走低。核心交易品种隔夜回购利率跌逾8BP至2.17%，代表性的7天期回购利率DR007再跌近7BP至2.51%。此外，14天回购利率微跌至2.40%，21天期回购利率大跌12BP至2.48%。至此，7天、14天、28天期回购利率全部与央行7天期逆回购操作利率（2.55%）形成倒挂。

4日，Shibor全线下跌。其中，隔夜Shibor跌8bp报2.20%，7天Shibor跌2bp报2.6%，1个月Shibor跌1bp报2.71%，3个月Shibor跌1BP报2.88%。

交易所市场上，昨日上交所各期限债券质押式回购利率全面走低，隔夜品种大跌17BP至2.41%，7天品种跌约1BP至2.56%。

交易员称，昨日银行间市场流动性持续充裕，各期限资金均有融出，早盘隔夜

大幅减点融出，需求很快得到满足，午后资金面宽松依旧，跨季资金成交升温。

### 短期流动性超合理水平

最近央行公告反复表示流动性总量处于“较高水平”，不开展公开市场操作。业内人士认为，这个“较高水平”正是相对“合理充裕”而言的。

鉴于流动性已经超出了合理充裕的范畴，且近期流动性供求扰动因素较少，预计央行大概率会继续暂停开展逆回购操作。

值得一提的是，昨日央行公告没有提政府债券发行缴款因素。这是因为本周政府债发行量较少，政府债发行缴款因素对流动性的影响较前几周有所减弱。Wind数据显示，目前计划于本周发行的地方债仍不足80亿元，加上国债之后，政府债计划发行额只有1077亿元。而上周，地方债发行量超过

制约收益率的下行。不过从更长的时间周期来看，市场更为关注的仍是经济基本面表现，尤其是宽货币到宽信用的传导效果。

9月8日至14日，8月进出口、社会融资规模、工业增加值等一系列重磅经济数据即将公布，其整体表现将成为市场观察经济改善效果的重要窗口。

中信证券明明对后市表现相对乐观，其表示，“考虑到信用扩张尚未开始，10年期国债收益率目前仍在我们的预测区间上限运行，随着8月份的金融和实体数据公布，利率仍存在阶段性下行机会，10年国债利率可能从现在的3.6%高点回落到3.4%左右。”

孟祥瑞则提醒投资者，当前市场对经济和社融预期都较为悲观，资金利率也已行至较低位置，两者对债市的带动基本已反映在当前的市场表现中，随着宽信用政策对下游需求及经济金融数据的滞后带动作用逐步显现，反而要关注数据超预期可能。

但从更长的周期来看，不少机构对债牛的看法并未动摇。中金公司指出，从长期的角度来看，随着房地产进入下行周期，债券的牛市没有结束，利率仍将再下一个台阶。如果进入房地产下行周期，长端利率的下行空间可能会打开，因为对经济和利率下行的预期会增强，收益率曲线也会从目前较为陡峭的状态重新转为平坦化。

仍然较差。往后看，9月地方债供给压力仍会加大，加之专项资金完成募集后，陆续用于棚改、公路等地产基建建设活动，对于利率债市场的影响仍会相对负面。

### 长江证券：仍将回归基本面

短期来看，地方债供给、通胀预期等或继续压制交易行为，债市仍有阶段性调整压力。中期来看，政策维稳注重结构性发力，前期信用收缩滞后影响或加大下半年经济下行压力，债市或仍将回归基本面。

### 中金公司:收益率率大幅下降

通胀水平会有所回升，在明年上半年会回升到2.5%—3.0%区间，加上财政支出增速加快，局部经济领域会有所改善，货币政策未来进一步宽松的空间也相对有限。而存款派生偏慢的问题仍将制约银行的存款负债成本下降。从这个角度来看，债券收益率可能也难有较大幅度的下降。（王姣 整理）

在流出，而中国还在流入，显示了中国汇率相对稳定的重要性。二是为了稳定人民币汇率，央行在远期汇率市场的干预某种程度上导致人民币远期的掉期点由正转负，这意味着境外机构可以锁定更低的人民币融资成本，投资境内短期债券依然有利可图。三是有些境外机构认为人民币汇率还会继续下降，因此即使票息收益下降了，但未来仍会获得不错的资本利得，这也驱动一些境外投资者在增加境内债券的配置。

还有一点也很重要，中国债券市场不断对外开放，政策红利持续释放。机构报告指出，为了吸引境外机构增加对中国债券的配置，中国也做了很多改革，包括开放境外评级机构参与到国内债券评级业务、减免税收、债券通实施DVP等，未来可能进一步放开机构参与国内利率衍生品。这些配套政策也增强了中国债市对境外投资者的吸引力。

近日，政府明确对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税，政策期限暂定3年。机构认为，在免税政策的驱动下，加上人民币汇率比其他新兴市场货币更稳定，境外机构仍然有动力继续增加人民币债券配置。

2600亿元，政府债发行量超过了3600亿元。在缴款方面，9月3日，政府债缴款量相对较多，达到1316亿元，4日则没有政府债券缴款，5日-7日总共只有977亿元。

本周公开市场到期压力也不大，没有央行逆回购到期，周五有1笔MLF到期，共1765亿元。

按照以往经验，在流动性水平高于“合意状态”后，央行一般会通过不对冲或少对冲到期央行逆回购的方式实施流动性回笼，从而引导流动性回归合理水平。但目前存量逆回购规模已归零，央行缺少短期流动性回笼工具，MLF到期回笼的是中期流动性，在目前情况下，央行选择不续做的可能性很小。

鉴于于此，分析人士认为，本周五央行等量或少量超额续作MLF的可能性上升，待下半月资金供求压力重新加大时，央行可能适时再开展一次MLF操作。