

# 债牛一日游：苦等逆回购降价

□本报记者 张勤峰

继月初降准后，16日，央行开展MLF操作询量并继续下调利率，为债券市场送上意外“红利”，各期限债券收益率应声走低，中长端下行居前，不过好景未能持续太久，纵然有美联储宣布按兵不动贡献新利好，17日的债券市场也未见进一步上涨，收益率重归震荡，中长端还有所反弹。

市场人士指出，短期流动性再趋紧，或抑制市场做多热情，但公开市场利率不动，进而限制短端货币市场利率走低，可能才是市场不敢大举压低中长端收益率的关键所在。鉴于当前“稳短端、压长端”的利率调控思路比较明显，市场人士认为暂不宜追多长债。当然，MLF询量表明央行仍将维持流动性合理充裕，且至少有意引导中长期资金成本下行，因而大可不必担忧流动性会持续紧张，债券收益率亦无大幅上行风险，可继续关注公开市场操作的信号。

## “一日游”后回震荡

17日，美联储3月议息尘埃落定，美联储一如预期地宣布维持联邦基准利率在0.25%-0.5%区间不变，并下调了对经济增长的预估。美联储还表达了对通胀乏力的担忧。要知道，美联储是在美国核心CPI持续上升的背景下做出如此表态的，由此显示了在全球经济下行风险显现、其他主要经济体继续践行宽松的压力下，美联储收紧货币政策承受着不小的压力。照此预计，美联储年内加息的进度可能将非常缓慢。对于正饱受资本外流困扰的众多新兴市场经济体而言，暂时可以松口气了。

国内市场上，昨日风险资产多表现不俗，商品卷土重来，各期货品种“涨”

## ■观点链接

### 中信建投：长债进入配置期

此前的利空都在逐步减弱或证伪，包括人民币汇率压力、需求侧刺激等，短期的唯一的不确定性只是3月的通胀。但我们始终认为，产能过剩和盈利下行都不支持生产资料价格的持续走高，货币向实体经济领域的转移也存在问题。通胀的下行只是时间问题，即便短期维持较高水平，但也难以超过2%，通胀难以成为货币政策的实际约束。并且市场对通胀的担忧已经在收益率中反映出来。所以，维持10年国债2.5%的目标，当前

声一片，股票市场在午间也快速拉高，TMT、传媒等中小市值板块冲锋在前，印证了美联储暂缓加息，对人民币资产的利好刺激。在大类资产中，唯独债券市场走势乏力。

17日早间，债券现券市场交投保持活跃，但利率波动不大，期货市场也稳中略跌，午后期货跌势加重，带动部分期限现券利率也有所上行。至17日收盘，十年期国债期货T1606合约跌0.24%，10年期国债成交在2.84%，上行约4bp，将前一日的上涨成果尽数回吐。

16日，受央行开展MLF询量并下调利率的消息提振，债市收益率全线走低，长端降幅居前，10年期国债中债到期收益率3.5bp至2.81%，为1月25日以来的低位。国债期货在16日午后也展开凌厉上攻，T1606最高达到100.035元，经历一个月的调整之后再次回到2月17日的水平。

据市场消息，央行16日就MLF操作向部分银行询量，并下调各期限利率25个基点。具体来看，3个月MLF利率下调至2.5%，6个月期降至2.6%，1年期降至2.75%。今年以来，央行频频下调MLF利率，与年初时相比，6个月MLF利率累计下调65bp至2.6%，1年期累计下调50bp至2.75%，3个月累计下调25bp至2.5%。机构点评认为，MLF利率频繁下调，向市场释放政策宽松信号，尤其是在月初刚刚实施过降准之后，鉴于MLF利率直接影响中长期资金成本，因而对市场上中长端利率债有更为积极的影响。

### 短端不动是症结

有交易员指出，短期流动性再趋紧，抑制了买盘热情。因将有转债发行，且逐步临近季末，自16日起货币市场流动性

再出现收紧的苗头。17日，银行间7天及以上期限回购利率整体走高，其中7天利率小涨1bp至2.40%。交易员称，昨日资金面更显紧张，转债发行对短期流动性有一定影响，此外由于债市不少机构加杠杆操作，资金成本稍有扰动，就可能出现较大反应。据悉，规模为7.6亿元的江南转债将于18日展开申购，以往的转债发行通常对短期流动性会造成一定的扰动。还有交易员表示，美联储暂缓加息，提振风险偏好，也无助债市上涨行情延续。

但更多市场人士相信，债市在“一日游”后重归震荡，症结在于短期资金成本没有松动，转债发行的扰动毕竟只是暂时的，而央行始终未再进一步下调公开市场操作利率才是关键。

17日，央行继续开展7天期逆回购操作，利率持稳于2.25%。有机构直言，逆回购利率不动，削弱了MLF利率下调的利好效应，因此举更显示出，央行货币政策仍偏向结构性宽松，即在保持短端利率平稳的同时，着力引导中长期利率下行，通过降低金融机构中长期限资金成本，实现降低企业中长期限融资成本的目的。

分析指出，对于债市而言，一方面央行“稳短端、压长端”造成基准利率曲线扁平化，在目前债市收益率曲线已比较平坦的情况下，限制了收益率曲线特别是长端的下行空间。目前10年与1年期国债利差约70bp，处在历史中位数附近，相对而言，期限利差继续压缩的空间不太大。另一方面，MLF操作有助于降低银行资金成本，提高放贷意愿，从而可能从基本面看对长债造成边际上的不利影响。

### 不追低 静观逆回购操作

显然，后续债券市场行情如何演绎，

主要得看央行公开市场操作的“脸色”。而目前市场对于未来公开市场利率会否进一步下调，存在较大的分歧。

一种观点认为，过度扁平的基准利率曲线，将倒逼短端货币市场利率下行。如国泰君安证券点评报告指出，在经济下行压力增大、银行利差缩窄等背景下，央行需要维持低利率宽松环境，仍需进一步降低短端资金成本，随着“利率走廊”区间越来越窄，最终短端利率会被“倒逼”下行。中信建投分析师也认为，当前官方利率扁平化程度加重，随着人民币升值预期进一步改善，下调逆回购利率仍有较大可能性。

另一类观点则认为，央行主动降低7天逆回购利率概率不大。分析认为，金融高杠杆和汇率因素是制约短端利率主动下行的主因。华创证券报告指出，一旦公开市场操作利率下降，将带动资金利率明显下行，或刺激金融机构再次利用债券或者同业投资加杠杆，增加风险，同时也会加大资金流出及汇率贬值的压力。民生证券报告亦称，短端过度宽松将加剧高杠杆的棘轮效应，而通胀预期回升也将进一步制约短端利率的下调空间。

鉴于短期资金面略紧，逆回购利率不具下调条件，市场人士认为暂不宜追多长债，近期债券市场仍是个“弹簧市”，交易性机构合理控制久期，长债待调整后介入更稳妥。

市场人士并称，MLF询量表明央行仍将持续流动性充裕，货币政策在操作层面仍是偏宽松的，经济也未见明显企稳信号，加上当前资管机构配置压力仍较大，债市收益率并无大幅上行风险，调整后买入问题不大，刚性需求则该配置还得配置。

将在波动中慢慢上行，收益率曲线也会慢慢陡峭化。建议机构对继续追多保持谨慎。

### 海通证券：长端利率下行空间有限

虽然MLF利率下调会带来短期交易行情，比如3月16日当日，1年和10年国开收益率分别下行1bp和3bp，但近期2.25%的7天逆回购利率未必下调。这意味着债券短端利率稳定，而长端利率受到经济、通胀、资金流向实体经济等冲击，下行幅度有限，短期下调10年国债收益率区间至2.8%-3.2%，10年国开债收益率区间至3.1%-3.5%。（张勤峰 整理）

长债已经进入配置期，任何的调整都是买入机会。

### 申万宏源：债市利率下行尚需等待

MLF利率属于央行构建利率走廊的上限利率，今年以来多次下调，显示央行稳定资金面的意图，同时由于MLF投放的资金主要是中长期资金，有助于降低银行资金成本，提高放贷意愿。开展MLF询量以及下调MLF利率，短期有利于激发市场做多热情，但在市场对经济企稳回升预期未消的情况下，债券收益率预计仍延续震荡走势，债券收益率再次大幅下行甚至突破前期低点的时间窗口需

要继续等待。

### 华创证券：对追多保持谨慎

当MLF利率下调后，的确会在情绪上带动长端利率下行，使得收益率曲线变平。但随后市场会发现：在短端利率不动的情况下，曲线变平会降低长端套息收益，MLF利率下调后又有助于信贷投放，而信贷投放加速会带动投资数据和房地产市场好转，因此长端利率又会反弹，曲线重新陡峭。在此预期下，长端收益率恐再次出现反弹式波动，如果基本面能够维持弱复苏走势，那么长端收益率中枢水平恐

## 美联储议息按兵不动 人民币汇率趋稳预期料继续增强

### 本报记者 王辉

备受关注的美联储年内第二次议息会议，北京时间周四（3月17日）凌晨以暂缓加息叠加鸽派措辞落帷幕。而在隔夜非美货币“涨声”一片的背景下，周四人民币对美元汇率也出现了大幅上扬，盘中一度大涨440余点，创一个月以来最大涨幅。分析人士表示，在国际金融环境继续较为平缓的背景下，市场各方对于人民币汇率趋稳的预期将显著增强。

### 人民币汇率再现大涨

北京时间周四凌晨，美联储宣布维持联邦基金利率在0.25%至0.5%水平不变，同时在声明中继续强调全球经济和金融市场进展将继续对美国经济带来风险。受美联储较为鸽派的政策姿态推动，隔夜欧元、日元、澳元等全球主要非美货币普遍强势上涨，美元指数更在国际汇市周四大

洲交易时段一度跌近95点整数大关。受此消息影响，近期整体震荡偏强的人民币对美元汇率中间价、即期汇价，以及香港离岸市场上人民币对美元CNH汇价，均进一步出现强势上涨，并纷纷再次升破6.50整数大关。

昨日人民币对美元汇率中间价为64961元，较前一交易日的65172元大幅上升211个基点。即期市场上，周四人民币对美元高开高走，收盘报64930元，较前一交易日大涨280个基点或0.41%。在终结了此前连续两个交易日小幅走软势头的同时，更创出2015年12月30日以来的新高。而在离岸市场方面，周四香港市场上人民币对美元CNH汇价基本守住了隔夜的大幅上涨。截至北京时间11月16日16点30分，人民币对美元CNH汇价报6.4908，较前一交易日小跌56个基点或0.09%，与境内即期汇价之间的价差继续保持在较低水平，并继续强于境内即期市场。

此外，由于美元指数在周四下午15时之后再度出现大幅跳水，人民币对美元即期汇价在下午16:30收盘之后仍一度继续升向6.48关口。截至北京时间3月17日18:30，人民币对美元即期价大涨442点，报6.4768元。

### 市场预期进一步趋于乐观

在美联储放缓加息节奏并释放出鸽派政策信号的背景下，对于未来较长一段时间内人民币汇率的表现，目前市场主流预期正再度趋于积极。

外汇交易商富拓周四表示，美联储下调了对于2016年加息次数的预期，从年初预计今年4次加息减少至2次加息，此举对于新兴市场无疑是个好消息。因为在美联储对于加息举棋不定的当口，投资者们就更有可能将资金留在新兴市场。当美元利率还在0.25%-0.5%的低点徘徊之时，显而易见新兴市场的投资回报率更高。对于中国

而言，美联储在加息方面趋于保守的态度，也将减缓中国方面的资金流出。鉴于中国央行已明确表达不容许再看到人民币出现大幅下跌，人民币汇率预计仍将持续保持稳定。不过，该机构也同时提示，后期美元指数大幅回落的空间预计也非常有限，主要非美货币可能将难以继续大幅上涨。

国泰君安周四也发表观点认为，全球经济预期下降程度已影响到美联储，未来美联储来加息路径存在不确定性。2016年美联储预计加息次数可能只达到1到2次，下一次升息预计将在6至7月。该机构进一步表示，目前仍维持美元阶段性见顶、人民币短期小幅双向波动的判断。此外，本次美联储议息会议之后，一些外资机构也改变了此前对于人民币汇率较为谨慎的预期。瑞信亚洲首席经济学家陶冬周四在上海表示，虽然美元目前仍处于长期上升通道之中，但未来6个月内，人民币兑一篮子货币的汇率将会保持稳定。

## 地方债年内发行逾5100亿 定价趋于市场化

### 本报记者 王姣

临近一季度末，地方债加速发行态势趋于明显。仅本周以来，就有江苏省、青岛市、重庆市发行地方债共计逾1500亿元。截至3月17日，今年年内地方债发行规模已高达5137.11亿元。而据已知公告，本月剩余10个工作日至少还有天津、云南、新疆、江西、宁夏等地区计划发行近1000亿元地方债。

分析人士指出，截至目前地方债的发行规模和发行进度，充分验证了此前市场对一季度地方债供给压力较大的判断，因地方政府倾向于尽早发行以便获得更低的资金成本，预计持续到二三季度地方债都将面临较大发行压力。而从已发行的地方债中标结果来看，不同地区、不同券种、不同期限债券的中标利率趋于分化，地方债定价进一步市场化是大势所趋。

### 地方债供给“洪峰”来临

2016年一季度，地方债供给“洪峰”恰如市场预期提前来临，截至3月17日，今年年内地方债发行规模已高达5137.11亿元。

中国证券报记者据Wind数据统计，2016年初至今，包括河北、湖北、广东、四川、浙江、山东、内蒙古、江苏、青岛、重庆在内的10个地区共发行了62只地方债，共计5137.11亿元。此外，据已发布公告，本月剩余10个工作日至少还有天津、云南、新疆、江西、宁夏等地区计划发行988.7亿元地方债。

从时点上看，今年地方债发行于2月中旬即提前启动，在一定程度上凸显地方政府融资的急切心态。据悉，2015年地方债置换始于5月份，且自2010年以来，地方债发行几乎都在下半年启动。

据海通证券报告，2月地方债重启，地方债增持量占全国性银行新增托管量的70%左右，明显挤占其债券投资额度。事

实上全国性银行2月减持了国债、政金债、短融超短融、企业债等，主要增持地方债、同业存单和商业银行债。

而据德意志银行最新展望，今年国债及地方债的总供应规模或达7.365万亿元，同比上升1.875万亿元，二三季度或迎来供应高峰，预计今年二至四季度，国债的月均供应量将升至1600亿元到2000亿元，地方债的月均供应量也将升至5900亿元至7000亿元。

### 发行利率差异化

在供给压力巨大的背景下，地方债定价明显趋于市场化，机构对地方财政实力较强的地方债更为青睐。

从年内已发行的地方债来看，河北、四川、青岛为定向发行；公开发行中，广东、湖北、重庆发行利率均较同期国债高出20基点左右，浙江、山东、内蒙古、江苏等不同地区、不同券种、不同期限债券的中标利率则趋于分化，相对而言，浙江、江苏等经济实

力较强的地区地方债中标利率相对更低。

如3月10日发行的2016年浙江省政府一般债券（一期）至（四期），3年、5年、7年、10年中标利率分别为2.57%、2.79%、3.07%、3.21%，分别高出招标下限6BP、15BP、17BP、30BP；同日发行的2016年山东省政府一般债券（一期）至（四期），3年、5年、7年、10年中标利率分别为2.60%、2.79%、3.09%、3.11%，分别高出招标下限9BP、15BP、19BP、20BP。此外，3月11日发行的2016年内蒙古自治区政府一般债券（一期）至（四期），3年、5年、7年、10年中标利率分别为2.76%、2.93%、3.19%、3.20%，分别高出招标下限25BP、30BP、30BP、30BP。

展望2016年，中诚信认为地方债发行将更趋市场化，公开发行的地方债的利差水平或将有所上升并继续分化，定向置换的地方债利差水平将稳中略升，地方债的整体票面利率将保持稳定，个别省市或有所上升。

## “15雨润CP001”违约 春和被调降评级 信用雷区扩大 年内已现7起违约

备受瞩目的雨润信用违约风险被再度证实。3月17日晚，南京雨润食品有限公司（简称“雨润食品”）公告称，截至到期兑付日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“15雨润CP001”不能按期足额偿付，由此成为年内第7起实质性违约事件。

春寒料峭，让人更心悸的是，信用“雷区”正逐步扩大。本周以来，春和集团相继被两机构调降评级，“15春和CP001”和“12春和债”被提示信用风险，华电煤业、包钢集团等主体评级被调为负面，一切都在提醒投资者：信用违约事件正趋于常态化，“防踩雷”需为投资第一要务。

### “15雨润CP001”最终违约

3月17日晚间，雨润食品发布2015年度第一期短期融资券（简称“15雨润CP001”）未按期足额兑付本息的公告，公司方面表示，截至2016年3月17日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“15雨润CP001”不能按期足额偿付，已构成实质性违约。

同日上海清算所发布公告称，截至当日日终，清算所仍未足额收到雨润食品付的付息兑付资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。这也意味着，发行总额5亿元的“15雨润CP001”成为今年年内第7起违约事件。

一切早有苗头。雨润食品去年10月18日到期的2012年度第一期中期票据“12雨润MTN1”就曾经出现过兑付危机，尽管“12雨润MTN1”最终兑付，但其进一步加剧了公司资金链的紧张程度，随着“15雨润CP001”兑付日临近，违约风险也在逐步加大，在此过程中，新世纪评级连续两次下调雨润食品评级，似乎也预示了“15雨润CP001”最终的违约。

## 期债全线收跌料 维持震荡整理

因短期资金面趋紧、短端利率预期难以下调，昨日国债期货市场震荡下跌，5年、10年期国债期货主力合约分别收跌0.14%、0.24%，与此同时，两大期债成交量继续增加。市场人士指出，缴款及转债发行等对短期流动性有所影响，加之市场预期央行将继续维稳短端利率，债市收益率下行受阻。

从盘面上看，昨日5年期国债期货继续维持高位整理。主力合约TF1606开盘报100.8元，盘中最低价落至100.625元，最高价至100.82元，尾盘收于100.63元，比上一交易日下跌0.145元或0.14%，成交16114手。10年期国债期货继续维稳，但更有利于推动信贷增长，带动投资增长，进而促使长端利率反弹。与此同时，债市对央行短期不会下调7天期逆回购利率预期较高，市场情绪重回谨慎。短期来看，由于上行动能较弱难以形成有效突破，期债短期维持震荡整理的可能性加大，稳健投资者以短线操作为宜。（王姣）

## 20年认购倍数近6 国开债招标结果向好

国家开发银行3月17日招标发行的两期金融债中标结果向好，其中10年期中标利率基本符合预期，20年期中标利率低于二级市场水平；从认购情况来看，10年期认购倍数不足3倍，20年期认购倍数则接近6倍。市场人士指出，央行下调MLF利率后，货币宽松预期重新升温，但逆回购利率并未跟随下行，短期内预计货币市场利率难有向下空间，债市收益率下行步伐也将受限，市场心态仍偏谨慎，但在机构刚性需求释放的支撑下，利率债招标结果仍向好。

&lt;p