

阳春难期 当心债“熊”出没

□本报记者 王姣

4月已过大半，债市投资者此前期待的“阳春四月”眼看就要泡汤。本周，最新出炉的一季度和3月份经济数据超预期，再度引发债市调整，10年国债收益率已回升至3.4%附近。市场人士指出，当前债券市场的核心驱动因素是在经济基本面企稳背景下金融去杠杆的落地和深化，叠加资金波动加大、供给增加、需求弱化等因素，二季度可能是债券市场压力最大的时候，但也有观点认为，债市短期有一定压力，但收益率持续上行后，利率债的配置价值将开始显现，投资者不必过于悲观。

逆预期惊现调整

扛过MPA考核后，4月资金面明显改善，流动性宽松却并未带来此前市场预期的“暖春”，反倒是在资金面整体宽松的背景下，4月以来债市收益率出现上行。中债国债收益率曲线显示，自3月27日触及3.25%并创逾两月新低后，10年期国债收益率一路向上，4月17日达到3.42%，期间累计上行逾17BP，将3月涨幅基本回吐殆尽。4月以来，中债1年、3年、5年、7年期国债收益率也分别上行约21BP、7BP、17BP、16BP。

债市此番表现明显出乎市场意料。此前，因MPA考核、缴税、跨年跨节等因素，3月末资金面明显收紧，不少业内人士推断，随着一季度结束，短期资金面利空消退，4月份债市大概率将走出一轮反弹行情。有机构在3月末发表的研报中曾表示，“考虑到季末过后，资金面将出现改善，配置力量有所恢复，这些因素应该会推动债市在4月份继续反弹，至少收益率曲线走向陡峭化下行是较为确定的。”而从市场表现来看，4月以来尤其是4月上旬资金面的确出现明显改善。4月首个交易日（4月5日），银行间质押式回购市场上（存款类机构），隔夜加权利率报2.47%，较节前下行约14BP，指标7天加权利率报2.60%，较节前大幅下行约58BP；至12日，隔夜、7天加权利率进一步下行至2.34%、2.59%；尽管近两日受

■观点链接

中信建投：短期仍是波动市

尽管一季度经济持续企稳在市场预期之中，但是强劲的经济数据依然压制债市表现。一方面经济持续企稳，一季度信贷和社融保持了高增长，强劲的经济数据也使得央行有决心维持更加稳健中性的货币政策。此外，近期监管政策密集出台，下半月资金面压力较大，也会对短期债市起到压制作用。另一方面，债券市



缴税、MLF到期等影响，资金利率略有上行，但整体流动性仍延续均衡状态。4月以来债市逆预期走弱，与3月末资金面偏紧债市却逆势走强，形成鲜明对比。单从资金面这一因素看，或正如业内人士所言，可以用“预期差”来解释债市的意外表现。也即，在市场预期紧张的时候，3月末资金面没有预期的紧；而市场预期资金面宽松的时候，4月资金面也没有预期的松，尤其央行连续长时间暂停公开市场操作，机构对资金面预期一直相对谨慎。

多重利空显现

市场的“预期差”不只体现在资金面上，事实上，4月以来，无论是基本面还是政策面皆出现了超出预期的变化。分析人士指出，近期公布的一季度和3月份经济数据超预期，再度引发债市调整，叠加金融去杠杆加速推进、后续资金面波动加大等因素，二季度可能是债券市场压力最大的时候。从基本面来看，周一公布的3月份主要经济指标全面回升，数据较预期与前值显著增强，引发市场对经济持续反弹的担忧。数据显示，今年我国一季度GDP同比增速回升至6.9%，创下过去一年半的反弹新高，而且已连续两个季度回升。3月份消费、投资、房地产、工业产出等经济数据也进一步表明经济稳中向好态势明确，其中3月份消费同比增长10.9%，比1-2月份加快1.4个百分点；1-3月份，城镇固定资产投资同比增长9.2%，增速比

场配置价值显现。二季度债市机会来源于预期差。华创证券：二季度压力最大

华创证券：二季度压力最大

对于未来宏观经济走势，并不否认一季度可能是全年经济的高点，但即使后期经济出现适度回落，只要在政府容忍范围内，恐怕也不会出现货币政策的明显放松。当前债券市场的核心驱动因素是在经济基本面相对强势和稳定背景下的金融

不必过于悲观

虽利空重重，但也不是所有人都看空债市。有观点认为，尽管短期债市有一定调整压力，但随着收益率上行，利率债的配置价值也将开始显现，利空基本释放后或重拾下行之旅，由此投资者对后市不必过于悲观。其一，经济基本面未来仍面临边际下行压力。如申万宏源证券表示，基于其对全年投资、消费等的判断，考虑到2016年度基数较高，预计今年二季度经济数据将出现比较明显的边际下行，在此过程中市场对经济增长前景的预期差将有所修复，加之监管政策逐步明朗风险趋于下行，债市将有望出现交易性投资机会。其二，虽然二季度流动性存在波动加大的风险，但央行也将通过逆回购、MLF、PSL等手段灵活投放流动性，在货币政策仍然维持稳健中性的环境下，资金面也将延续紧平衡状态，不会出现资金成本大幅抬升的现象，如若经济增速回落，二季度资金面压力边际减弱也并非没有可能。

同时多数银行都在调整持仓结构，减持资本金消耗大的信用债，而增持或维持利率债持仓。背后的原因在于今年信贷需求较强，负债管理难度大，银行在资金和资本金方面都在向信贷倾斜，而对金融市场部的要求是“低资本消耗，高流动性”。但二季度是利率债和地方债供给高峰期。而非银机构不是配置利率债的主力，由此引发的一级带动二级利率上行的风险挥之不去。总体来看，经济基本面企稳甚至强于预期的背景，结合监管层防风险、去杠杆的政策取向，金融市场去杠杆仍将持续，二季度供给压力加大、信用风险等因素也可能推波助澜，投资者当警惕“债熊”出没的可能。监管的落地和深化，从趋势上看，二季度可能是债券市场压力最大的时候。

招商证券：中期有建仓机会

站得越高，摔得越痛，机会越大。经济数据看起来越强，市场预期越高，空头信心越足，去杠杆决心越大，叠加市场在“去杠杆”政策的直接影响下而出现调整，投资者固然需要警惕调整幅度的超预期风险，但从中期趋势的角度来看，调

同业存单发行洪峰正在过去

□本报记者 张勤峰

据Wind统计，18日，银行间债券市场共有735亿元同业存单发行，较上周日均千亿元的水平有所下降，但仍占到当日全部债券发行量的四成。业内人士认为，随着金融监管趋紧，同业存单供给节奏放缓是大概率事件，但短期内同业存单的量 and 价可能存在一定调整刚性。

发行量小降

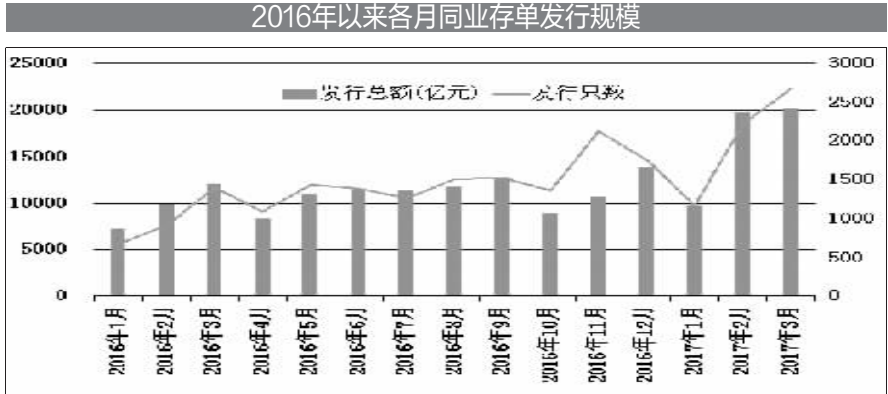
18日，共有71家商业银行发行同业存单，合计发行117支，计划发行总额7345亿元，与前一日的计划发行规模（7442亿元）相当；这71家发行人绝大多数是中小型商业银行，发行规模最大的—支源自兴业银行，为—支183天的同业存单，发行规模75亿元，当日兴业银行共发行4支同业存单，总额88.7亿元；单支发行量最小的仅5000万元。本周前两天同业存单日发行量已较上一周有所下降。统计显示，上周银行间市场计划发行同业存单5611亿元，实际发行4700亿元左右，日均发行近千亿，为历史较高水平。迄今为止，同业存单单周发

行量最高为5992.5亿元。虽然本周以来，同业存单发行量有所下降，但仍占据债券供给的相当份额。以18日为例，银行间市场计划发行的各类债券共173支，总额1826.6亿元，同业存单的供给占到四成。

发行冲动面临约束

2015年以来，同业存单发展迅猛，发行规模一年上一个台阶，去年全年发行超过13万亿；今年以来已发行超过5.7万亿，较去年同期增长约67%，继续保持高速增长势头，其中3月份发行了超过2万亿元，创了历史新高；截至4月18日，同业存单存量规模达7.9万亿。

业内人士指出，同业存单的快速扩张源于发行人和投资者的共同推动。从发行人角度来看，同业存单因具有发行条件宽松、期限结构灵活、无需缴准、不计入同业负债、更易满足净稳定资金比例要求、有利于降低LCR等诸多优势，自创设以来对同业存款的替代明显。而且，近年来银行存款增速下降，尤其是中小银行在传统存款业务上本就存在天然劣势，更有动力拓展以同业存单为主



的同业负债。同业存单已日益成为商业银行特别是中小银行重要的负债来源。从投资者角度看，同业存单也有明显优势，包括：信用等级较高；收益率却不低；资本占用少；未纳入广义信贷，可缓解MPA考核压力；流动性好，质押接受度高等。在此基础上，MPA考核压力、存量资产滚动匹配负债的需求、监管落地前抢跑做大存量及季末流动性等多种因素叠加，进一步刺激了银行在2、3月份发行同业存单的热情。

然而，在金融去杠杆大背景下，针对银

没有有效的利率风险对冲工具，境外投资者只能靠买卖债券来管理利率风险敞口，进而加大资金的跨境流动。如果放行境外机构参与境内国债期货，给予其利用衍生品对冲投资风险 的便利，减少其在债券市场的买进卖出，可以降低资金跨境“失进大出”，减小对人民币汇率的扰动，促进债券市场稳定发展。

另一方面，放行境外机构参与中金所国债期货，有助于提升内地国债期货市场的 影响力。港交所国债期货与内地国债期货在参与者结构及产品设计等方面有所差异，将形成境内、境外两个不同的5年期国债期货价格，港交所国债期货与境内国债期货的关系在某种程度上类似于香港人民币NDF和内地人民币DF的关系。港交所国债期货的交易保证金、持仓限额、涨跌停板等规则设

国泰君安：10年国债或冲击3.6%

经济数据超预期，央行足量续作MLF，而股债商品齐跌。市场整体表现显示，经济数据可能只是引线，经济超预期的情况下监管加码才是市场担忧的核心。利空仍在发酵，本次下跌10年国债可能突破2月3.5%的阻力位，向3.6%冲击，投资者应耐心等待。（王姣 整理）

行同业链条的监管力度不断趋严，未来银行发行同业存单的冲动可能受到约束，发行量或从高位逐渐下降。不过，有分析人士认为，在去杠杆初期，同业存单的量、价可能难以出现明显回落。因为银行去同业链条时，需先去掉资产端的现有资产，再对应收缩负债端，而同业存单作为近期机构配置的主要资产之一，在去同业链条的初期将面临较大的抛售压力，至少是配置力量的减弱，因此同业存单利率还将维持高位，甚至跟随资金的逐步收紧再次上行。

计较为宽松，后续市场规模可能大幅增长，将对内地债券市场和期货市场价格产生影响。放行境外机构参与中金所国债期货，有助于丰富内地国债期货市场投资者结构，提升内地国债期货市场的 影响力。中金所国债期货自2013年上市以来，市场运行一直呈现良好态势。一方面，国债期货成交持仓规模协同增长，投资者结构不断优化，具备承接境外机构入市的条件；另一方面，期现货价格紧密联动，市场功能发挥稳定，在2016年底债市调整中，已成为机构投资者首选的风险管理工具。但遗憾的是，中金所国债期货尚未对境外机构投资者开放。在债券市场对对外开放程度不断提高，港交所推出国债期货的背景下，建议放行境外机构参与内地国债期货市场，推动境内债券市场和国债期货市场的“双赢”发展。

逆回购扶助有限 资金面承压收紧

□本报记者 马爽

4月18日（本周二），央行重启800亿元逆回购操作，实现净投放700亿元。分析人士表示，当前在多种因素影响下，货币市场流动性面临一定收敛压力，央行提供适量流动性支持在情理之中，但货币政策保持中性的态度仍旧明确，近期流动性呈现紧平衡是大概率事件。

央行重启逆回购操作

18日，央行开展了800亿元逆回购操作，包括7天期400亿元、14天期200亿元、28天期200亿元，中标利率分别为2.45%、2.60%、2.75%，均与前次操作持平。因当日有100亿元逆回购到期，央行此举实现净投放700亿元。当日还有2345亿元中期借贷便利（MLF）到期。不过，央行已于17日对到期MLF进行了超量续做。

17日，央行开展4955亿元MLF操作，足额对冲月内到期回笼的MLF。据Wind数据，4月份共有4515亿元MLF到期。从恢复逆回购交易净投放、超量续做到期MLF之上，不难看出近期央行供给流动性的意愿有所上升。据统计，自4月13日恢复公开市场操作以来，央行通过逆回购实现净投放1900亿元，通过MLF操作实现净投放440亿元。与此形成对比的是，3月24日至4月12日，央行曾连续暂停公开市场操作，期间共有4900亿元逆回购到期，尽数实现自然净回笼。

多因素致资金面承压

业内人士指出，央行虽重启

逆回购扶助有限 资金面承压收紧

利好难寻 债市企稳有效性待考

□本报记者 张勤峰

18日，国债期货反复震荡，各合约收盘涨跌互现，在经历连续两日大幅调整后有所企稳。市场人士指出，后续资金面波动及金融去杠杆动向将是影响行情的关键因素，当前债市利好因素仍难觅，后续不确定性较大，仍难摆脱弱势格局。

债市稍稍企稳

18日，债券市场行情稍稍企稳，期货和现券跌幅双双收窄。期债方面，国债期货各存续合约涨跌幅度不大，10年期国债期货主力合约T1706早盘低开 后转为震荡，日内反复上下波动，午后翻红，最终微幅收高，收报96.150元，涨0.06%。此外，5年期国债期货主力合约TF1706昨 日上 涨0.01%，收报98.570元。

昨日，银行间利率市场现券收益率先扬后抑，全天略微走低。待假期接近10年的国债170004早盘成交在3.43%，后回落至3.42%—线，午后续降至3.40%，较前收盘价下行1BP；10年期国债期货活跃全160213成交利率先后上下，尾盘成交在4.22%，与前收盘价持平，10年期新券170210尾盘成交在4.12%，下行1BP。

3月份主要经济数据和一季度GDP披露后，市场暂时迎来消息面真空期。而资金面上，央行虽重启逆回购操作，实现小额净投放，但由于季度缴税进入关键时期，市场资金面仍有所趋紧，货币市场利率多保持上行。

国开债投标需求平稳

虽面临经济数据好于预期、金融去杠杆逐步深化等不利因素影响，18日，国开行招标的三季增发债中，除7年期中标利率略高于二级市场外，1年期和10年期中标利率均低于二级市场水平，且1年、10年期认购倍数均超过3倍，显示利率债配置需求尚可。

据市场人士透露，此次国开行1年期固息增发债中标收益率3.5373%，全场倍数3.2；7年期固息增发债中标收益率4.2627%，全场倍数2.58；10年期固息增发债中标收益率

逆回购投放，但规模有限，本周因有转债发行、MLF到期、企业季度缴税等因素叠加，资金面料难以延续本月初的宽松状态。周二，银行间市场资金面继续趋紧。Wind数据显示，18日银行间市场质押式回购利率（存款类机构）多数上行，其中，DR001、DR007、DR014、DR021加权平均利率分别报2.5129%、2.9246%、3.6542%、4.3705%，分别较上日上行7.21BP、15.75PB、16.99PB、57.68BP。

华创证券报告指出，周一央行大手笔投放MLF，只是从边际上缓和资金的紧张，但流动性不确定性依然存在。从力度上看，4955亿元的MLF投放明显还不够，因此不可对后期资金面过于乐观。

中信证券明阳团队指出，周一MLF操作在量上足额对冲近期到期的MLF；但从续做结构上看，本次1年期的MLF操作量为1280亿元，而近期到期4515亿元MLF全部为6个月期，表明央行在继续“锁短放长”，体现出央行逐步提高利率，温和去杠杆的政策意图。

海通证券姜超认为，流动性方面紧缩预期难消，货币政策短期难再宽松，一是金融过度繁荣导致资产泡沫，3月信贷同比下降，银行表内资产扩张开始放缓，但表外融资高增意味着表外加杠杆仍在继续，在金融去杠杆的大背景下，同业存单料纳入同业负债，MPA从严监管等政策或随时到来。二是由于外汇占款下降等原因，银行超额准备金持续下降，测算2月超储率已降至1.4%的低位，3月下旬以来央行持续净回笼，货币市场资金偏紧。

利好难觅 不确定性仍大

4月以来，债市再度走弱，国债期货T1706合约累计跌0.71%，10年期国债收益率从3.3%以下重返3.4%—线。尤其是过去几日，债市承压明显，国债期货在连续下跌后已呈现破位之势。18日，货币市场流动性继续收敛，资金利率普遍走高，但债市反而出现企稳迹象。

市场人士指出，对金融去杠杆的担忧叠加3月份经济数据全面超预期的影响，致使近期债券市场再遭遇调整，不过，昨日债市跌势放缓，收益率先上后下，或表明随着主要宏观数据发布完毕，其对市场的冲击也告一段落。与此同时，随着市场利率走高，债券的投资吸引力也在提升，逐渐对利率上行构成约束。值得注意的是，国开行18日早间招标的1年期、10年期金融债中标利率均低于二级市场水平。

市场人士认为，在经济数据发布的真空期，后续资金面波动及金融去杠杆动向将是影响债市行情的关键因素。一方面，二季度或成为金融去杠杆政策密集出台的时期，需关注后续监管层举措和金融去杠杆推进情况，警惕去杠杆对债券需求造成的不利影响；另一方面，二季度资金面可能不太平，4、5月份的缴税影响、6月份的季末考核仍值得关注。总的来看，虽然近期利率上行对利空有所消化，且接近配置区间后上行压力会减轻，但当前债市利好因素仍难觅，后续不确定性较大，仍建议保持谨慎，等待利率上行提供更好的参与契机，国债期货或以弱势震荡为主。

4.1131%，全场倍数3.76。据中债到期收益率曲线，4月17日，银行间市场待偿期为1年、7年、10年的国开债收益率分别为3.6621%、4.2460%、4.1200%。与二级市场估值水平相比，此次国开债招标结果有所分化。

分析人士指出，尽管一季度经济持续企稳在市场预期之中，但强劲的经济数据及金融去杠杆担忧依然压制债市表现。短期来看，经济企稳、货币中性、去杠杆延续背景下，预计债市仍将保持偏弱震荡。（王姣）