

# 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

打过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上向，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、跨季跨节等因素，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



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都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

1-2月份加快0.3个百分点；1-3月，全国房地产开发投资同比名义增长9.1%，创下两年新高；3月份工业增加值同比增长7.6%，较1-2月份加快1.3个百分点。

在经济企稳的背景下，金融去杠杆持续推进甚至有所加速，则是当前市场最关注的因素。无论是从央行审慎操作，还是近期银监会连续发文，都可以看出监管层推动金融去杠杆的决心。业内人士指出，金融监管配合金融去杠杆的情况下，同业存单或纳入同业负债，MPA考核持续，短期内对债市的冲击不容轻视。

此外，二季度供给压力进入高峰期，一级带动二级利率上行的风险同时存在。中金公司最新研报指出，目前银行金融市场普遍“没钱或钱贵”，配债能力较弱。

同时多数银行都在调整持仓结构，减持资金消耗大的信用债，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。

综合机构观点来看，短期内债市利空因素较多，四月“暖春”基本不必期待，甚至不排除“债熊”继续出没的可能，投资者应密切关注后续去杠杆推进节奏和资金面波动情况，一定要做好流动性管理。不过随着利空基本消化完毕，收益率上行告一段落，市场也很可能出现博弈“预期差”的交易性机会。

## 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，而若经济增速回落，二季度资金面压力边际减弱也并非没有可能。

再者，受政策密集出台影响，近期债市情绪明显偏向谨慎，但一些市场机构认为，金融去杠杆的节奏仍将相对温和。兴业证券认为，未来去杠杆的政策组合更多是“货币政策中性+宏观审慎监管加强+行政性调控加强”的方式，这种方式的好处是比较温和，避免了利率大幅上行。

此外，有业内人士认为，随着收益率持续上行，债券市场配置价值将进一步显现。中信建投证券提出，当10年国债收益率逼近3.5%，10年国开债逼近4.2%之时，债券存在配置价值，长端收益率顶部较为明确。因此，尽管经济数据企稳不利于债市，但是收益率上行空间依然有限。

综合机构观点来看，短期内债市利空因素较多，四月“暖春”基本不必期待，甚至不排除“债熊”继续出没的可能，投资者应密切关注后续去杠杆推进节奏和资金面波动情况，一定要做好流动性管理。不过随着利空基本消化完毕，收益率上行告一段落，市场也很可能出现博弈“预期差”的交易性机会。

整将提供建仓机会。

## 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2.35%的阻力位，向3.6%冲击，投资者应耐心等待。（王姣 整理）

## 逆回购扶助有限

## 资金面承压收紧

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%，分别较上日上升7.21PB、15.75PB、16.99PB、57.68PB。

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。

中信证券明明团队指出，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3675亿元，6个月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”，体现央行逐步提高利率，温和去杠杠的政策意图。

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。

## 多因素致资金面承压

业内人士指出，央行虽重启

## 利好难寻 债市企稳有效性待考

□本报记者 张勤峰

## 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%一线。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。

## 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。待偿期接近10年的国债170004早盘成交在3.43%，后回落至3.42%一线，午后续降至3.40%，较前收盘价下行1BP；10年期国开债活跃全160213成交利率先上后下，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，国开行招标的三支增发债中，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

# 同业存单发行洪峰正在过去

□本报记者 张勤峰

行量最高为5992.5亿元。

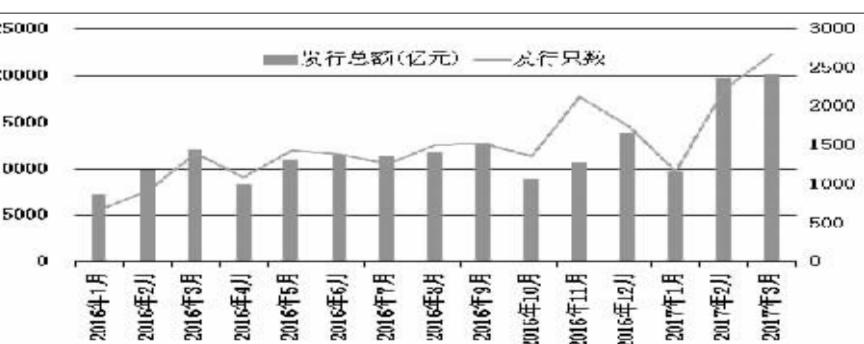
虽然本周以来，同业存单发行量有所下降，但仍占据债券供给的相当份额。以18日为例，银行间市场计划发行的各类债券共173支，总额1826.6亿元，同业存单的供给占到四成。

## 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%，继续保持高速增长的势头，其中3月份发行了超过2万亿元，创历史新高；截至4月18日，同业存单存量规模达7.9万亿元。

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，同业存单也有明显优势，包括：信用等级较高；收益率却不低；资金占用少；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。

## 2016年以来各月同业存单发行规模



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；资金占用少；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

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。因为银行同行业链条时，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。

## 内地国债期货市场有必要对外开放

□法兴银行中国区环球市场部总监 何昕

债券市场，在中央国债登记结算有限责任公司的债券托管规模达7616.16亿元。人民币纳入特别提款权后，其国际认可度不断提高，中国债券市场也将逐步纳入全球主要债券指数，预期境外机构对中国债券市场的参与度将进一步提高。从成熟市场经验来看，国债期货是基础性风险管理工具，是评估债券市场成熟程度和投资环境的重要指标。可以说，境外机构参与国债期货是其进入一国债券市场的重要配套措施，国债期货市场对外开放是债券市场对外开放的必要组成部分。

当前，境外机构参与中金所国债期货市场，将有助于境内债券市场和国债期货市场的双赢发展。一方面，在货币政策收紧、金融去杠杆的大环境下，债券市场波动加大，如果

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。如果境外机构参与境内国债期货，有助于丰富内地国债期货市场价格发现机制，降低资金跨境流动，从而降低人民币汇率的波动性，促进债券市场稳定发展。

另一方面，通过境外机构参与中金所国债期货，有助于提升境内国债期货市场的影响力。港交所国债期货与境内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。港交所国债期货的推出，将推动境内交易保证金、持仓限额、涨跌停板等规则设

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。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价格发现机制，降低人民币汇率的波动性，促进债券市场稳定发展。

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，国债期货成交量规模协同增长，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，期货现货价格紧密联动，市场功能发挥稳定，在2