

去杠杆提速 配置牛要打回原形？

□本报记者 张勤峰

24日，10年期国债最高成交到3.51%，超过了今年2月高点，此前其他关键期限国债收益率已攀升创出调整新高。近期债市利空频出，经济增长超预期、资金面收紧、金融监管加强，叠加委外赎回现象，市场再现全面、快速调整情有可原，但基本面因素不是主因，监管可能是关键，流动性趋紧则推波助澜。分析人士指出，监管的后续影响还将显现，债市仍面临扰动和冲击，利率上行过程难言结束，但债市运行终将回归基本面，政策扰动和流动性冲击的影响往往是暂时的，这种冲击既意味着风险，也可能带来机会。

大跌之后还是大跌

24日（周一），债市开盘走弱，午后跌势加剧，全天调整明显，经历上周快速下跌之后，依旧没有企稳迹象。

昨日，银行间债市收益率全线继续走高，10年期国债突破3.5%的心理关口。盘面显示，10年期国债活跃券170004最高成交到3.515%，后略有回落至3.5%一线，尾盘成交在3.505%，全天上涨4BP。10年期国债老券160023也围绕3.50%成交数笔。

值得一提的是，年初以来，利率债市场总体保持区间波动，在1-2月那一波调整中，10年期国债中债收益率最高上行至3.49%便出现回落，此间多次向上挑战3.5%关口未果，3.5%因此逐渐成了心理关口。在不少机构看来，3.5%是判断长债有无配置价值的标准，还有一些机构把3.5%当作今年10年国债利率波动的预期上限。当前10年期国债收益率继续上行，不光创了去年10月以来调整新高，还突破了一些市场参与者的心灵上限。

此前，其他关键期限国债收益率已相继创出新高。这一波调整从3月底开始出现，但在上周明显加速。上周中债1、3.5、7年期国债收益率先后突破2月调整高点，7年期与10年期国债重现利率倒挂。

据统计，4月初以来，利率债收益率已平均上行约20BP，信用债收益率平均上行约30BP，债市整体收益率水平再创今年新高。

多因素形成共振

近段时间债券市场利空频出，经济增长超预期、资金面收紧、金融监管加强，叠加委外赎回，市场再现全面、快速调整也情有可原。

■债市策略汇

利率产品

申万宏源：关注超跌配置机会

债市机会来自基本面和监管的明朗，在市场看不清监管到底如何做的情况下情绪最悲观，随着监管明朗以及落地，对债市反而会有带动。关注情绪过度悲观带来的利率债和高等级信用债的超跌配置机会。

民生银行：短期保持谨慎

此前我们认为10年期国债收益率的上限在3.5%，而当下市场利率与目标上限已近在咫尺，建议短期保持谨



可原。这当中，基本面变化不是主要矛盾。

靓丽经济数据确实给债市来了个下马威。上周一公布的3月主要经济数据和一季度GDP数据表现靓丽，刺激各期限债券收益率大涨，但市场对经济未来走势却存在分歧，一部分市场观点认为，经济向好的持续性存疑，一季度可能成为全年经济增速的高点，结合国内外再通胀预期降温来看，后续基本面因素对债市的利空效应或趋于弱化。上周中利率债波动一度收窄，也表明经济数据并未造成持续冲击。

从期限利差变化上看，今年春节后10年期与1年期国债利差一直在收窄，4月以来仍大致如此，也表明市场对基本面因素的担忧有所缓和。

与此同时，靓丽经济数据并未能提振市场风险偏好，近期大类资产反而出现了“多杀”的局面。上周以来，债市孱弱，商品同样是跌多涨少，股市就更加惨淡，上证综指接连跌穿60日线、120日线，24日再跌1.37%，跌幅创今年以来新高。

结合期限利差变化、大类资产波动来看，基本面因素应该不是近期债市下跌的主要因，监管从严可能是关键，流动性趋紧则推波助澜。以往流动性极度紧张时，各类资产都不会太“好过”。上周以来，市场资金面的确有所收紧，但本月初资金面一度较为宽松，债市则从3月底就开始出现调整，这或许表明，短期流动性收紧主要起到加剧市场波动的作用。而从3月底以来，政策面一直不平静，先有季末MPA考核，后有银监会“多箭齐发”，政策扰动不断，去杠杆预期加重，委外赎回担忧再现，对包括债券在内主要类型资产无疑产生

机构调查显示，监管政策已成为当前债市参与者心中的首要风险点，随后才是货币政策、信用违约等。市场之所以如此担忧监管政策，归根到底是因前些年的债券“配置牛”就源于金融加杠杆，而在金融去杠杆的过程中，之前通过主动负债涌入债市的资金可能撤出甚至出现连锁的收缩，从而对债市产生“釜底抽薪”的效果，“配置牛”恐被“打回原形”。

在经历去年底债市的罕见调整后，就有人认为，政策风险会贯穿2017年债券市场的主要风险。而近期银行业、保险业监管收紧态势明显，显示监管政策风险已经进入密集兑现期，市场对金融去杠杆的担忧明显加重，尤其担忧银行委外集中赎回将会造成市场再次出现剧烈波动和流动性风险。

据市场人士反馈，近期确实出现了一些委外赎回的情况，上周比较明显，加剧了市场恐慌和抛售。中金公司报告指出，银行赎回委外的动机主要有三点：首先，近期银监会监管文件频出，银行业监管全面从严，银行理财面临一定的监管及流动性压力，尤其是增速过快的理财机构，带有“空转”和嵌套性质的委外，

天风证券：在下跌中吸筹

对于近期股市维持震荡的判断，目前的下跌受政策面和资金面影响更大一些。投资者可以选择在下跌过程中吸筹，比较适合的标的首选是宝钢EB、国贸、九州、三一等也是不错的选择。

信用产品

海通证券：信用债以防风险为主

金融去杠杆意味着信用创造的下降，信用融资趋紧，同时，过去两年发行的巨量信用债将面临到期压力，其中国企可以向银行贷款来还债，但民

面临较大的监管风险和赎回压力。其次，产品陆续到期或委托人调整委外布局。最后，情绪渲染下的“抢跑”行为。因担心后续存在监管风险，一部分机构主动出击，率先赎回赢得主动和先机。

由于债券和非标是委外资金投向的主要领域，委外赎回或者赎回预期对债市的冲击是显而易见的。不过，有市场人士指出，监管政策是个慢变量，委外赎回也是个长期过程，短期内应该不会出现持续集中的委外赎回现象。一方面，委外赎回自去年底债市调整以后就一直在缓慢进行，并不是近期才出现的现象；另一方面，对于是否赎回委外，金融机构也面临取舍，因去年底剧烈调整，去年很多委外都是浮亏的，赎回就意味着兑现亏损，大规模赎回更会加剧亏损，不赎回又面临监管压力和亏损可能扩大的风险。

有一点则是明确的，防风险已成为当前宏观调控的重中之重，去杠杆政策还将继续落地，委外赎回风险仍存，在去杠杆见到成效之前，债市还将持续面临监管政策的扰动和冲击。近期数据显示，经济运行保持平稳，货币政策收紧的必要性下降，金融监管政策落地和执行可能更加坚决，后续监管政策风险仍是债市面临的主要风险。

与此同时，流动性总量收紧且波动加大，二季度债券将迎来传统供给高峰，这些因素对债市也构成不利影响。总之，在当前形势下，债市不缺利空，但实质利好寥寥。唯一可对市场形成支撑的可能就是“配置价值”。往后看，随着10年期国债收益率升破3.5%，10年期国开债升破4.3%，长债收益率已逼近甚至突破之前市场机构预测的上限，吸引力将逐渐显现，配置资金的介入或限制利率继续大幅走高，但也要看到，今年银行可配债资金并不富余，利率重估过程中，利率预期本就在不断调整，往后10年期国债收益率阶段性站上3.5%甚至继续上涨的可能性是存在的。

当前对债券投资应保持防御姿态，不宜盲目抢反弹，但对利率上行过程中 的机会也应保持关注。中金公司报告指出，从历史上看，如果不是来自基本面的利空，而是来自政策扰动和流动性冲击，那么这种冲击对债市而言是短暂的，不会有很强的持续性。本周有不少固收研究报告，关注政策冲击造成利率超调的可能以及由此带来的交易性机会。

营企业还债压力将与日俱增，因而对于信用债尤其民企债的风险要高度警惕。

中信建投：大跌之后坚持防御

大跌之后仍要坚持防御。首先，监管政策会继续趋严，并逐步落实，这对信用债的需求是较长期的利空；其次，二季度经济增速较一季度会回落，企业利润高点过后高收益偿债行情也会结束。另外现在短期高评级信用债调整已经较大，未来低评级长期公会面临更大的调整压力，因此建议二季度信用债投资坚持防御策略，即缩短久期，提高评级。（张勤峰 整理）

先紧后松 资金面不乏隐忧

□本报记者 张勤峰

个月回购均上涨约14BP,2个月及以上期限回购利率则出现小幅下行。

流动性隐忧犹存

分析人士指出，季度缴税过后，流动性并未迅速恢复宽松。24日，资金面多数时候仍偏紧，临近尾盘方现改善，中短期资金利率继续走高。市场人士指出，缴税冲击虽告一段落，但金融去杠杆、债券供给增多及季节性因素等仍制约流动性改善，往后看，紧平衡并伴随时点波动仍会是资金面常态。

央行逆回购缩量

24日早间，央行开展了300亿元逆回购操作，其中7天、14天、28天期各100亿元，投放量较上一日骤减七成，但因当日无逆回购到期，故实现净投放300亿元，为本月18日以来连续第五日实施净投放。

据分析，昨日央行缩减逆回购交易量，可能主要有两个原因：一是无到期逆回购，央行对冲压力减轻，上一日则有800亿元逆回购到期，需开展较大规模的逆回购操作量才能保证净投放；二是季度缴税结束，流动性供求压力或有所缓解。

不过，昨日市场资金面并没有出现太明显改善。据交易员反映，24日早盘资金面继续紧张，隔夜、7天、14天等期限一开盘就涌现出大量买盘，银行类机构出资依然有限，早上有部分资管、基金等机构在高价融出少量隔夜和7天资金，午后资金面继续吃紧，直到15:30之后开始出现松缓，陆续有大行、中小行融出大量隔夜及跨月资金，融资方面迅速平头寸。

货币市场利率方面，24日银行间市场上，1个月(含)以内各期限质押式回购利率均延续涨势。其中，隔夜回购利率加权值大涨15BP至2.97%，代表性的7天回购利率涨近6BP至3.60%，14天品种更大涨48BP，21天和1

“12春和债”发生付息违约

24日到期兑付（遇节假日顺延）。根据安排，“12春和债”发行人春和集团未能按期足额支付“12春和债”2017年年度利息，已构成实质违约。中投证券是“12春和债”的主承销商和债权代理人。

该公告指出，春和集团于2012年4月24日公开发行5.4亿元企业债券“12春和债”，票面利率7.78%，期限6年，同时在第3年末附加发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，无担保。目前“12春和债”剩余本金规模5.4亿元，将于2018年4月24日到期兑付（遇节假日顺延）。

腹背受敌 转债深跌

月24日到期兑付（遇节假日顺延）。根据安排，“12春和债”存续期内每年的4月24日为付息日（遇节假日顺延），本月24日为本计息期付息日。

春和集团曾于2015年5月发生短融券本息兑付违约，并且自2015年6月以来，主体及相关债券评级被持续下调，反映出公司债务偿还前景持续恶化。目前，上海新世纪、鹏元和中债资信均给予春和集团主体C评级。从上个月开始，春和集团就持续发布公告，提示“12春和债”存在付息违约风险。（张勤峰）

情绪谨慎 期债恐延续跌势

5.390元，跌0.48%。5年期国债期货主力合约TF1706收报98.140元，跌幅0.29%。

现券市场收益率亦继续上涨。10年期国债活跃券170004成交在3.505%，较前收盘价上行5PB；10年的国开债活跃券170210尾盘成交在4.225%，较前收盘价上行5PB。

“近期国债期货下跌主要是受金融监管升级带来的预期冲击影响。”宏源期货国债分析师曾德谦表示，受到银监会加强监管影响，近期部分银行赎回委外资金，市场流动性边际收紧。但目前银行仍处于自查阶段，虽然对资金端构成了一定压力，但还算不上大规模赎回潮，且一二季度本就是委外产品到期的高峰期，债市下行更多是受到政策预期冲击的影响。

悲观情绪占主导

分析人士表示，由于监管力度加强且资金面偏紧，债市情绪相当谨慎，近期债市恐将继续承压。

中信证券明明团队发布报告称，3月底以来，证监会连发多份文件，剑指同业业务。银行通过同业链条进行“监管套利、空转套利、杠

杆利”等行为将面临极其严格的管理，未来将有更多银行出于监管压力收缩同业链条，对市场资金面带来冲击，并产生债市的抛压。

申万宏源报告称，资金紧平衡将是新常态，流动性压力增加；经济企稳，风险暴露，监管趋严成为新常态，过去流动性宽松的微观基础正在发生逆转；监管趋严、流动性趋紧使得委外资金承压，引发市场强烈关注。

曾德谦表示，短期来看，银行赎回委外的阴影使得市场情绪谨慎，加之月末临近，市场资金面边际收紧，尽管目前国债利率水平已处在较高位置，但不排除短期受到融资刚需带来的供给增加推动利率继续上行的可能，仍建议关注债市情绪以及配置需求的变化，谨慎操作。

评级追踪

中诚信上调东菱凯琴评级

中诚信国际日前发布跟踪评级结果，将广东东菱凯琴集团有限公司主体信用等级由AA-调整为A+，评级展望由负面调整为稳定。

大公指出，本次信用等级调整主要基于：2016年以来东菱凯琴规模优势明显，控股子公司新宝股份收入和盈利能力稳步提升，经营活动净现金流大幅好转，新宝股份定增完成，为该公司扩建提供了充足资金，亦使得东菱凯琴资本结构进一步优化。

大公降敦煌种业评级

大公日前发布跟踪评级结果，

趋势方向难觅 人民币继续盘整

市场汇率方面，24日在岸人民币对美元即期汇率走势平稳，在全天高开低走之后仅录得小幅升值，美元急挫及中间价拉高对其的带动并不明显。截至24日16:30，人民币对美元即期汇率报6.8864，较前收盘价微涨26个基点。自4月13日以来，人民币对美元即期汇率持续在6.87至6.89区间内窄幅震荡，涨幅均十分有限。

离岸汇率方面，24日，香港市场上人民币对美元CNH汇率在亚洲交易时段的表现略强于在岸汇率。截至北京时间24日16:30，人民币对美元CNH汇率报6.8854，较前收盘价小幅上涨40个基点或0.06%。人民币离岸汇率与在岸汇率继续保持贴近运行，价差很窄。

另外，在海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上，周一美元对人民币一年期NDF整体围绕7.07一线交投，相比前收盘价变化不大。

盘整态势难打破

分析人士表示，近期人民币汇率走势反映出人民币市场供求趋于平衡，市场对于人民币汇率走稳的预期趋于稳固。昨日人民币中间价调高，在很大程度上是受到美元指数调整、欧元等非美货币对美元升值等因素推动，市场汇率走势则主要受人民币汇率持稳预期的影响。据交易员反映，昨日人民币即期汇率升至6.88附近时，客盘仍略偏购汇，继续推高人民币的力量不足。

分析人士表示，短期人民币对美元的波动性预计将保持在较低水平，整体持稳格局将延续，大幅升值或贬值的可能性都很小。

将甘肃省敦煌种业股份有限公司主体信用等级由AA-调整为A+，评级展望由负面调整为稳定。大公指出，2016年前三季度，种子繁育收入及利润均大幅下降，敦煌种业出现亏损；食品成为公司收入和利润的主要来源；油脂业务已退出，棉花业务规模逐渐缩减。未来公司将进一步提升种子业务的竞争能力，并采取措施逐步缩小亏损业务，处置相关的资产。公司是上市制种企业，仍拥有一定的外部流动性。预计未来一到两年，公司业务发展存在一定不确定性，盈利能力短期内难以出现大幅改善。（张勤峰 整理）