

价值渐现 拐点未至

# 债市 无风无雨亦难晴

□本报记者 张勤峰

近期债市有涨有跌,波动趋缓,是否意味着这一轮下跌告一段落?当前,如何看待债市的价值与机会?收益率难以下行的症结何在?针对这些问题,邀请中信资本资产管理首席策略师赵巍华和宏信证券固收总部高级研究员臧旻进行讨论。

## 急跌已告一段落

中国证券报:可否确认债市下跌已告一段落?

赵巍华:10月以来利率债的连续大跌大概率告一段落。前期密集止损等抛盘的压力在大跌中得到相当程度的释放,甚至出现了恐慌情绪驱动的阶段性超调。近期可预见的新增利空相对有限,虽然美联储本月加息为大概率事件,但市场对该事件已有较充分的预期且中美利差已攀升至历史较高水平,因此即使美联储加息对国债市利率的影响有限。目前利率债的区间震荡格局将维持一段时间。

臧旻:国庆假期后,10年期国债收益率最大调整幅度约为80BP,目前利率已较本轮调整最高点回落15BP左右。前期市场大跌的主要利空因素来自于通胀预期和监管趋严,而目前的反弹则来自于资金面宽松及投资者对存单价格触顶的判断。客观来讲,利空因素并未完全出清,特别是未来监管细则出台将带来较大不确定性。这压制了市场短线做多的情绪,投资者抄底的态度不坚决,资金面是否稳定以及存单价格能否出现松动仍需观察。就年底来看,维持谨慎乐观的判断,利率向上突破前高的概率不大,但入场博弈需把握好止盈止损,特别是对于持仓盈利的债券,不得贪胜,熊市格局并未出现趋势性逆转。

## 严监管将持续

中国证券报:站在当下,如何看待债市的价值与机会?

赵巍华:相对看好利率债的中长期投资机会。目前无风险收益率处于历史较高水平,中长期价值逐渐凸显。我国经济增速中枢水平已经下行,目前的收益率水平虽难言见顶,但正变得有吸引力。在过高的债务杠杆水平下,高无风险利率水平难以长期维系,去杠杆初期负债收缩压力较大而低流动性资产收缩困难,流动性较好的无风险品种往往最早受到杠杆扩张放慢的冲击而上升,但随着去杠杆进程的深入和表内外信用扩张的高增速逐步回落,无风险利率将有望逐步下行。

信用债的调整远不如利率债充分。由于二级市场流动性不足、交易不活跃等因素影响,信用债利差保护严重不足,其下跌压力主要体现在一级市场发行困难以及发行利率上行,这种调整方式释放压力的方式会较为缓慢。

臧旻:目前我国已经全面进入经济换挡期,由经济高速发展切换到速度适中的高质量增长模式,过高的利率水平并不是一个可以长期维持的稳定状态。短时间内利率冲高的核心因素在于货币政策稳健中性。此外,过高的货币市场融资水平将会逐步传导至实体端,提高企业债务融资成本,



中信资本资产管理首席策略师

赵巍华:对当前债市应相对谨慎,特别是中低评级的信用债,信用利差的调整尚不充分。可根据负债端的稳定性和成本水平,做好针对性的资产摆布。

对目前处于稳定回升状态中的企业经营环境产生负面影响。因此从长期来看,目前的利率水平不符合也不利于当前的经济发展特征。

中国证券报:未来市场还可能面临哪些风险?

赵巍华:主要是市场在适应各类监管措施中可能出现的阶段性波动风险,信用债发行主体信用恶化的情况可能增多,以及二级市场信用风险溢价可能出现向上修正的风险。

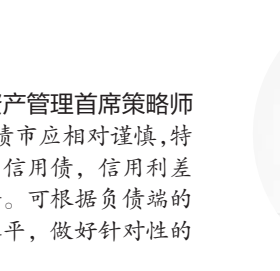
目前各类监管规范措施还在陆续出台和完善中,严监管和金融去杠杆会持续较长时间。过去五六年快速扩张的金融机构在适应未来相对收缩的进程中难免还会有一些阵痛。以近期出台的资管新规为例,仅预期收益型产品转型为净值型产品和打破刚性兑付两项措施能达标,就已经意味着现有的金融业务体系将被系统性重构了。刚性兑付的预期收益型理财产品业务本质是产品发行机构的类负债业务,机构自身资产负债表实力越大、背后的信用越强,则这类业务规模越大、增速越快。非刚性兑付的产品业务的核心竞争力完全不同。这种转变可能导致部分机构的资管业务规模增速明显放慢甚至剧烈收缩,进而对流动性较好的债券市场继续产生挤压效应。此外,随着刚性兑付逐渐被打破,以及信用债发行困难,部分高度依赖借新还旧的发债主体会面临信用恶化的情况。

臧旻:未来债市的主要风险仍来自于监管政策趋严。目前决策层已建立了货币政策和宏观审慎双支柱调控框架,货币政策在经济转型期提高了对总量下行的容忍度,大概率不会出现放松。在货币政策相对稳定的情况下,宏观审慎政策的推进就是明年重点。政策在推进过程中势必会对市场的旧有模式产生冲击,不排除明年银行理财或非银负债端再次出现不稳定对债市造成较大冲击的可能,但以更加长远的视角来看,规范资产管理市场健康发展,完善宏观审慎框架,对债市仍然具有显著的正面影响。

## 做好针对性的资产摆布

中国证券报:收益率是否出现趋势性下行,或者掣肘何在?

赵巍华:中短期内可能性不大;中长期内随着严监管和金融去杠杆进程深入,无



宏信证券固收总部高级研究员

臧旻:目前利率市场不具备趋势性下行的基本条件,主要约束来源于两个方面,一是货币政策不会转向,二是融资需求依然偏弱。

风险收益率会在震荡筑顶后趋于下行。相当一段时间内收益率难以大幅下行主要因为市场在适应各类监管规范措施时可能仍会面临阶段性阵痛,特别是信用类产品。在去杠杆进程深入到取得显著成效前,银行等机构负债端收缩压力大于资产端的收缩能力,这不仅意味着流动性较好的品种会成为首先反复承压的品种,也意味着信用类资产出现明显的清算和收缩前,大机构新增配债空间有限。不过,“危”、“机”相随,也要注意这一过程中带来的中长期无风险资产的极佳配置机会。

臧旻:目前利率市场不具备趋势性下的基本条件,主要约束来源于两个方面,一是货币政策不会转向,二是融资需求依然偏弱。货币政策与监管,前面已有所提及,这里要结合融资需求以及M2简单谈一下。M2本身描述的是整体货币供应量,而加总地方债务债在内的广义社融则衡量了全社会的融资需求,二者同比增速的差值则代表了整体资金供求之间的缺口,今年在金融去杠杆的政策推进之下M2连续创历史新低,而广义社融的增速相对保持稳定,二者剪刀差逐渐拉大,资金供不应求的状态持续恶化,是本轮利率持续上行的重要推动力之一。展望明年,剪刀差继续走扩的概率在减小。制约融资需求上行的因素主要来自于对地方政府

## ■ 观点链接

### 中金公司:配置价值已现

基本面因素不是主导性力量,但仍是债市的“地心引力”,目前债市收益率已经有所超调,配置价值已经出现,继续上行空间有限。对配置资金或持有到期账户,每次调整都是值得关注的增持机会,高位收集到足够多的筹码比预测顶点更重要。当然,这一次高位徘徊时间可能会稍长,配置型机构在节奏把握上可能会更从容。

### 国泰君安:下跌是买入机会

同业存单收益率近期见顶回落的概率较大,12月份下半年不排除有资金重新趋紧的可能,但参考3月、6月的情况来看,资金面对市场应该不会形成明显利空。受制于利空悬而未决,新的趋势尚未形成,市场短期波动的局面不会改变。不过考虑到阶段性的底部已经探明,以及潜在的

融资行为的约束以及居民部门贷款。M2将受到低基数的影响,维持低位震荡。从这个角度来看,明年债市可能整体将呈现一个宽幅震荡的格局。

中国证券报:对当前债市投资有何建议?

赵巍华:对当前债市应相对谨慎,特别是中低评级的信用债,信用利差的调整尚不充分。可根据负债端的稳定性和成本水平,做好针对性的资产摆布。负债端不够稳定的,关注短久期品种和流动性较好的中长期利率债;负债端期限较长的,可关注一些资质不错但因流动性不足等因素被错杀的绝对价值品种。

看好无风险资产中长期机会,未来密切关注阶段性超调带来的机会。

臧旻:对负债稳定的机构而言,目前利率水平已经具备了配置价值,尽管不排除后市还有冲高可能,但整体幅度不会太大,通胀冲击造成的存贷款基准利率上调依然不是大概率事件。逢利率上行进行分批买入,控制久期风险或为优选策略。对于资产管理机构而言,明年仍有出现负债规模缩减或成本上升的可能,以低杠杆短久期的防守策略为宜,一方面加强资产负债管理严防流动性风险,另一方面加强波段操作,有效地增加持仓收益弹性。

“抢跑”行情出现的时间具有不可预测性,投资者不妨打一些提前量,下一阶段投资策略是:大跌大买,小跌小买,不跌不买。

### 华创证券:交易窗口较难把握

央行改变过去每月一次投放完全对冲MLF到期量的操作,表明维持市场资金面平衡的态度明确,关注后续因资金宽松加大回笼力度和跟随美联储加息的潜在风险;银监会稳步推出提升监管效能的相关文件,进一步加强银行流动性管理,伴随后续政策的陆续出台,市场持续承压;近期市场交易机会主要来自资金宽松和避险情绪的提升,但考虑到后期央行回笼流动性力度加大和地缘政治影响缓和,债市仍将回归由监管、通胀、货币政策正常化驱动的主要逻辑,债市交易窗口较难把握,建议机构多看少动,做好流动性管理。(张勤峰 整理)

风险未出清 期债宜防守反击

## 最恐慌的阶段已过

7日,债券市场再现调整,国债期货各合约全线下跌,10年期主力合约跌0.16%,单日跌幅创两周新高。虽然短期资金面宽松依旧,但监管政策显然仍对债市波动具有重要影响。市场人士指出,当前债券绝对和相对价值已高,但各类隐忧犹存,风险尚未完全出清,利率向上空间虽不大,但趋势并未扭转,操作不可冒进。

## 期债再现大跌

经过连续几日的盘整之后,7日,国债期货再度走低,各合约全线收跌。10年期国债期货T1803合约开盘即迎一波杀跌,午后探出日内低点,全天维持弱势震荡运行,收盘报92.890元,跌0.16%。5年期国债期货TF1803合约收报96.440元,跌0.13%。两品种的主力合约双双创出11月23日以来的单日最大跌幅。

7日,银行间利率债市场收益率波动不大。国债成交活跃度上升,10年期国债活跃券170025早盘成交在3.895%,午盘一度上行至3.90%,尾盘回落至3.88%,与上一日尾盘成交水平持平。10年期国债活跃券170215早盘围绕4.75%反复拉锯,午后一度上行至4.77%,但尾盘回落至4.74%,反而较上一日尾盘下行2.5BP。

7日,央行重启逆回购操作,虽只是等量对冲到期逆回购,但月初资金面本就不紧张,逆回购操作重启进一步提振了市场信心,短期流动性仍旧呈现较为充裕的态势。

华创证券固收研究指出,无论是对同业业务的抑制、对银行重回收贷款主业的引导,还是对期限错配的限制,都与此前监管文件的重点一脉相承,是监管在流动性风险防范方面的进一步强化。从近期监管文件出台的频率来看,金融监管开始进入新一轮密集落地期,未来银行理财财富管理办、资管新规的系列配套文件、同业存单规范文件也有望陆续出台,金融监管仍然在路上,利空出尽言之尚早。

但也应看到,监管动向虽对市场情绪造成一定影响,但债券现货市场尾盘收益率重新下行,反映出市场情绪相比之前两个月的恐慌状态已经有所好转。

有业内人士表示,经过之前调整,债券悲观情绪得到宣泄,做空能量得到较大程度释放,且债券本身价值进一步提升,将抑制收益率继续大幅上行。(张勤峰)

## 国开债需求偏暖

国开行7日下午发行的金融债中标利率整体低于二级市场估值水平,认购方面,除剩余期限约47天的1年期及3年期置换债外,其余3年、5年和7年期投标倍数在3倍左右,显示机构配置需求正在释放中。据业内人士透露,此次国开行1年期国债增发债(剩余期限约47天)中标收益率为3.22%,投标倍数为1.61;3年期置换债中标收益率为4.6793%,投标倍数为1.23。此外,国开行3年期国债增发债中标收益率为4.6005%,投标

倍数为2.78;5年期国债增发债中标收益率为4.6775%,投标倍数为3.12;7年期国债增发债中标收益率为4.7986%,投标倍数为3.64。

中债国开行债到期收益率数据显示,12月6日,1年、3年、5年和7年期国债到期收益率分别为4.5292%、4.6756%、4.7172%、4.8605%。

据悉,国开行昨日以3年期2016年第八期(160208)招标置换10年期2017年第十五期金融债券(170215),规模不超过60亿元。(王姣)

## 口行债招标情况平稳

7日上午,口行招标发行的三期金融债中标利率均低于二级市场估值水平,且投标倍数均在3倍左右,整体需求向好。

口行此次招标发行的三期债均为国债增发债,包括2017年第六期、第十期和第九期金融债的增发债,期限分别为1年、3年和5年,发行规模分别不超过40亿元、30亿元和30亿元。据业内人士透露,此次进出口行1年

期国债增发债中标收益率为4.1264%,投标倍数为2.78;3年期国债增发债中标收益率为4.6355%,投标倍数为3.46;5年期国债增发债中标收益率为4.7152%,投标倍数为2.93。

此次口行债中标利率均低于二级市场估值水平,中债收益率曲线数据显示,12月6日,1年、3年和5年期的进出口债到期收益率分别为4.5396%、4.7034%、4.7863%。(王姣)

## 财政部今日发行150亿国债

财政部公告称,定于12月8日发行150亿元91天期国债。公告显示,财政部此次决定发行的是2017年记账式贴现(五十七期)国债,本期国债期限91天,以低于票面金额的价格贴现发行,竞争性招标面值总额150亿元,进行甲类成员追加投标。

具体安排上,本期国债于2017年12月8日招标,竞争性招标时间为8日上午10:35至11:35,12月11日开始计息,招标结束至12月11日进行分销,

12月13日起上市交易。本期国债将于2018年3月12日(节假日顺延)按面值偿还。本期国债采用混合式招标方式,标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元,投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60、25和40个标位。

此外,财政部决定于12月13日第二次续发行2017年记账式附息(二十一期)国债(5年期),竞争性招标面值总额260亿元。(王姣)

## 鹏元:关注广元投资重大资产重组

鹏元资信评估有限公司(简称“鹏元”)昨日公告称,关注到广元市投资控股(集团)有限公司(简称“广元投资”)重大资产重组事项,将持续跟踪上述事项对公司主体长期信用等级、评级展望、“12广元投资债/PR川广元”及“14广元投控债/PR广元控”信用等级可能产生的影响。

鹏元表示,根据公司日前发布的公告,其一,公司拟将持有的广元市天然气有限责任公司(简称“天然气公司”)股权分两步溢价转让至四川燃气有限公司;其二,广元市政府拟将广元市公共交通公司(简称

## 连续净回笼无碍资金面宽松

□本报记者 王姣

继周三仅开展1880亿元MLF后,周四央行重启逆回购操作,开展了2700亿元逆回购,完全对冲当日到期量,终结了此前连续四日净回笼。市场人士指出,虽然央行近日连续净回笼资金,但流动性依然处于宽松状态,资金面短期无虞,不过央行“削峰填谷”的政策决心不变,下周缴税等不确定性加大,预计后续资金面将逐步收紧。

## OMO中性对冲

7日早间,央行公告称,以利率招标方式开展了2700亿元逆回购操作,其中1200亿元7天、500亿元14天、1000亿元28天期逆回购中标利率分别为2.45%、2.60%、2.75%,均与此前持平。当日同时有2700亿元逆回购到期,由此实现零回笼零投放,值

得一提的是,这是央行自10月26日以来首次开展28天期逆回购操作。

此前的1日、4日、5日、6日,央行均暂停逆回购操作,不过6日续做了1880亿元MLF,对应单日分别净回笼400亿元、900亿元、1700亿元和2400亿元,四日累计净回笼资金5400亿元。

不过受益于11月末财政支出力度较大,连续净回笼不改月初资金面宽松状态。据交易员透露,昨日银行间质押式回购市场上,早盘资金面延续前日较为宽松的态势,开盘各大行、城商行纷纷均价融出,非银机构融出成交价格也处于较低位置;未及午盘各机构需求纷纷熨平;下午宽松态势延续,偶有减点隔夜融出,成交价格不断走低,隔夜品种最低成交价格仅为2%。

7日银行间质押式回购市场上,隔夜加权利率小幅上行约2BP至2.59%,代表性

的7天加权利率上行约4BP至2.81%,14天加权利率则下行约8BP至3.70%。

市场人士认为,央行公开市场操作此前更多是“被动”应对短期流动性的变化;不过此次央行MLF续做逊于预期,但月中可能再续做,央行调控短期流动性变“被动”为“主动”,有利于年底资金面的稳定。

## 流动性风险可控

值得注意的是,银监会周三下午发布的《商业银行流动性风险管理办法(修订征求意见稿)》(简称“流动性新规”)引发业内讨论。分析认为,这是金融监管在流动性风险防范方面的进一步强化。申万宏源点评称,流动性新规抑制同业加杠杆、期限错配,鼓励商业银行回归传统存贷业务、发展稳定长期负债,对同业业务依赖度较高的城商行与股份制银行调整压力较大。

## 人民币兑美元汇率窄幅震荡

升行情并迅速触及6.6127元,随后则陷入窄幅震荡,16:30收盘价报6.6155,较上一交易日跌5个基点;香港方面,离岸人民币兑美元汇率同样运行平稳,整体波幅较小,截至北京时间7日16:30收盘价报6.6192,较上一交易日下跌13个基点,境内外价差约37个基点。

昨日亚洲交易时段美元小幅走高,因市场风险偏好升温和美国税改乐观情绪支撑美元。分析称,目前市场对美国税改前最保持乐观,美国就业数据表现相对良好,非美货币因此普遍承压走弱。

有交易员透露,目前内外外部都缺乏让人民币波动起来的事件,且临近年底机构基本已完成年度任务,主动出击的意愿不强,人民币汇率大概率将延续当前窄幅震

荡走势。

## 外储收获“十连增”

值得注意的是,央行12月7日公布了11月外储数据。数据显示,中国11月外汇储备升至3.12万亿美元,续创2016年10月以来新高,较10月增加100.64亿美元,连续10个月上涨。

外汇局方面表示,11月我国跨境资金流动和境内外主体交易行为维持稳定平衡局面;国际金融市场总体小幅波动,主要非美元货币汇率上涨及资产价格变动等因素综合作用,是外汇储备规模增长的主要原因。

申万宏源证券点评称,随着美联储加息预期渐强,我国11月外汇占款可能小幅减少,但国际收支改善趋势未变,单月波动

□本报记者 王姣

12月7日,人民币兑美元汇率继续平稳运行,在岸即期汇价仅下跌5个基点,境内外价差维持在较低水平,外储数据“十连增”也验证当前人民币市场预期仍稳。市场人士指出,临近年底,市场交投情绪偏淡,加之近期消息面相对平淡,预计人民币兑美元汇率料延续窄幅震荡。

## 人民币平稳运行

昨日,人民币兑美元中间价下调32个基点,报6.6195元,为连续九日调贬,续创2016年11月21日以来最长连跌周期。

即期市场上,在岸人民币兑美元汇率小幅低开于6.6180元,开盘后出现一波拉