债市熬冬：小心抄底又被套

□本报记者 王姣

1月22日，被寒意笼罩许久的债市难得“放晴”，10年期国债期货盘中大涨0.35%，10年期国开债收益率大幅下行逾4BP。据业内人士透露，随着10年国开债收益率站稳5%，10年国债收益率逼近4%，债券配置价值显现，信用债套息空间走阔，部分机构再次开始蠢蠢欲动，寻求抄底机会。但综合机构观点来看，当前即便是乐观的“多头派”也认为，短期而言，监管政策的密集出台仍将影响债市的投资情绪，同时需求收缩之下，债市容易被“误伤”。总的来说，考虑到年初通胀、监管压力并存压制长端利率，海外环境亦不乐观，债市短期难有大机会，投资者仍需耐心等待，以免重现去年抄底反被套的情形。

跌得多自然就涨了

连跌三周后，本周一（1月22日），债券市场迎来“开门红”。

昨日国债期货市场高开高走，10年期国债期货主力合约T1803午后明显拉升，盘中一度大涨0.35%，尾盘收报91.79元，较上一交易日涨0.32%，创2017年12月25日以来最大单日涨幅。

现券市场同步走暖，国开债比国债反弹幅度更大。从盘面上看，22日，10年期国债活跃券170025收益率开盘报3.96%，上午“一字”横盘，午后缓步下行，最后成交于3.95%，较上一交易日下行2.5BP；10年期国开债活跃券170215收益率开盘报5.13%，随即快速下行至5.11%，窄幅震荡一段时间于午后加速下行，最终收报5.08%，较上一交易日大幅下行5BP，单日下行幅度为2017年11月23日以来最大。

“没什么利好，主要是前期跌得太多了。”某银行债券交易负责人告诉中国证券报记者。

2018年开年以来，债市跌得有点惨。Wind数据显示，1月2日至19日，10年期国债活跃券170025收益率从3.88%上行至3.98%，累计上行10BP；国开债的调整更为剧烈，10年期国开债活跃券170215收益率自4.81%快速上行至5.13%，14个交易日中仅有2个交易日出现小幅下行，累计上行幅度高达32BP。

多位市场人士表示，昨日消息面清淡，而此前债市连续三周大跌，尤其上周国债期货和现券市场皆连跌五日，进一步推升债券配置价值，由此来看，本周一市场反弹应属于超跌反弹。

十年期国开债到期收益率走势



抄底资金蠢蠢欲动

短期修复行情的背后，是经历一年熊市后，投资者对债市企稳反弹的深深渴望。“债券配置价值显现，信用债套息空间走阔，部分机构开始寻求抄底的机会。”有业内人士透露。

经历2018年以来的这一波调整后，10年期国开债已经稳居于5%关口之上，10年期国债收益率再度逼近4%关口，1年、3年期AAA级信用债收益率也分别高达5.02%、5.29%，从收益率的绝对水平来看，均已接近历史高位，目前银行持有利率债的实际收益，已经优于一般贷款等，债券的配置价值凸显。

在二级市场持续走弱的背景下，近期一级市场招标平稳，也表明市场配置需求有所恢复。如上周发行的3年、7年期农发债认购倍数超过4，5年期国债认购倍数超过3；22日发行的两期农发债认购倍数也都超过3。

“近期国债调整幅度远小于国开债，说明配置资金认为当前利率水平已具备一定配置价值，另外也可能与目前国债供给压力较小有关。”兴业证券最新研报指出。

值得注意的是，因近期国债表现相对好于国开债，2018年以来，10年期国开债隐含税率大幅上升，由2017年底的24.2%上升至2018年1月19日的28.9%，目前已接近历史高位，引起市场广泛关注。

部分市场人士认为，自2016年10月以来，本轮债券熊市已持续了近15个月，以10年国债和10年国开债为代表的长期利率债收益率水平，调整幅度已高达130BP和210BP，无论是从绝对收益率水平，还是从10年期国开债隐含税率来看，债市继续调整空间已经不大。

但国泰君安证券固定收益首席分析师覃汉指出，国开债隐含税率达到峰值，无法当作国开债利率拐点将至的理由，就如同估值低、超跌无法作为买入股票的理由一样。

“债市持续调整下，债券配置价值逐渐显现。但国开债隐含税率的高位，并不意味着债市趋势性机会的到来，对债市走势的判断需回归对经济基本面、金融机构负债端等的分析。”长江证券赵伟表示。

机会仍需等待

站在当下，市场整体情绪依然谨慎，机构对短期债市的看法也并不乐观。

“暂时还看不到什么机会，经济、通胀、监管、海外等主要利空还看不到好转的迹象，熊市逻辑没变，反弹不好抓，也不会有多大的空间。”一位券商交易员表示。

目前来看，短期内监管仍将左右市场情绪，对通胀的担忧也有所升温，这是交易员暂时仍还不敢配债的重要原因。

“从金融防风险和经济基本面来看，金融防风险持续推进、通胀压力上升和经济韧性较强，均不支持债市出现趋势性机会。”赵伟表示，金融防风险持续推进下，银行理财等规模或趋于回落，债券交易面临场外去杠杆，交易型机构主导下的债市调整或尚未结束。与此同时，随着成本推动型通胀压力持续释放，2018年通胀中枢或将明显抬升；传统产能出清、新经济加速发力下，经济结构优化、韧性较强，均不支持债市出现趋势性机会，长端收益率或仍面临上行风险。此外，海外货币政策正常化加快，也可能阶段性对国内流动性环境和债市表现产生干扰。

即便是对2018年债市充满希望的海通证券姜超团队，对短期市场的看法也偏谨慎。姜超团队指出，短期来看，监管政策的密集出台会影响债市的投资情绪，同时需求收缩之下，债市容易被“误伤”。

短期机会何在？中泰证券分析师认为，目前债市主要矛盾依然是银行业务收缩与社会融资需求缓慢下降的组合，广义流动性冲击使得债市难以出现趋势性机会。而在银行收缩过程中，两类资产可能会表现相对更好：一类是以基础货币配置资金为主的国债；一类是当同业存单规模逐渐萎缩后资产端起替代效应的短久期信用债。

综合各方分析来看，长端利率债的趋势性机会仍未到来，利率仍处于震荡寻顶过程中，投资者仍需耐心等待，尤其对于负债端不稳定的机构来说，仍然建议保持低杠杆低久期，以配置国债、高等级信用债为主。

■ 观点链接

中信建投：收益率仍有上行压力

利率债收益率可能还存在一定的上行压力，但趋势性大幅上行的动力不足。短期看，随着金融监管政策陆续出台，部分金融机构主动调整资产负债的意愿增强，加之银行和保险等配置盘的配置意愿较弱，利率债收益率还存在一定的震荡上行压力。中长期看，监管层最终目标是推动收益率回归基本面，不会从根本上改变其变化趋势。目前，我国经济表现出了较强韧性，但经济“总量稳定、结构优化”的格局短期内不会发生根本改变，收益率趋势性大幅上行的动力仍需要观察。

方正证券：债市风险仍不容小觑

市场的主要矛盾可能正从银行端转向非银端，非银端存在两个风险：一是货币降维攻击本身在冲击非银的负债端，二是强监管在持续切断银行向非银输送资金的链条，在二者风险的持续下，债市风险仍然不容小觑。建议以配置型思维去思考操作策略，对于负债端不稳定的机构来说，仍需要保持低杠杆低久期，3年期及以下的高评级是当前比较合适的可攻可守的标的。

海通证券：债市仍充满希望

虽然2018年债市开局不佳，但是无论从基本面还是货币政策两方面来看，目前的经济复苏处于尾声而非开始，短端利率的下降意味着货币政策不会更紧，综合来看全年债市仍充满希望。但真正的拐点仍有待于3月份经济数据公布、年初信贷冲动和经济复苏等预期的证伪。短期内，可从现金为王切换到配置3年期以内的高等级企业债和利率债，享受货币利率企稳带来的机会。（王姣 整理）

人民币短期易升难贬

□本报记者 张勤峰

22日，人民币对美元汇率继续升值，但无论是中间价还是市场汇率，升值速率均有所放缓。市场人士指出，近几日美元指数跌势有所放缓，使得当下主要受美元走弱推动的人民币对美元升值走势也可能出现一定反复，不过近期市场上看空美元的情绪趋浓、人民币升值预期也有所增强，预计未来一段时间人民币仍易升难贬。

涨势有所放缓

1月22日早，银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价继续调升57个基点，设于6.4112元，创2015年12月9日以来新高，调升幅度小于上一交易日的232基点。

22日，境内市场上，人民币对美元即期询价交易小幅低开于6.4080元，日间交易时段汇价反复上下波动，运行趋势不明显，最高升破6.40元关口至6.3987元，最低至6.4150元，16:03收盘价报6.4036元，较前值微涨4个基点，前收盘价则上涨215个基点。夜盘时段，人民币在日间收盘价附近窄幅震荡，截至18时报6.4030元。

香港市场上，离岸人民币对美元在境内市场中间价公布后出现一波跳水，午后人民币进一步走低，最低至6.4136元，随后部分收敛跌幅，截至北京时间22日18时报6.4040元，较前收盘价跌35个基点。境内外人民币汇率基本相当，仍略高于中间价水平。

美元方面，22日亚洲交易时段，美元指数低开高走，一度回到前收盘点位附近，但进入欧洲交易时段，美国两党围绕临时支出法案谈判未果的消息导致美元指数再次走低。

仍属于被动升值

从2017年12月中旬开始，美元指数陷入新一轮下跌。截至1月19日，美元指数本轮已下跌3.6%左右。同期，主要非美货币对美元走高，在岸人民币对美元汇率升值3.3%左右。各方面信息均表明，这一轮人民币升值仍然属于典型的被动升值，与弱美元紧密相关。而自上周后半周以来，美元指数跌势已有所放缓，这可能在较大程度上解释了22日人民币涨势放缓的现象。

往后看，美元走势仍将是影响人民币汇率波动的一项重要因素。当前市场上看空美元的情绪日趋浓厚，美国洲际交易所公布的美元指数空头持仓数据显示，自年初以来投资者持有的美元指数非商业空头持仓连续增加，至1月16日当周已达到3.54万张，升至2017年10月底以来的高位。

综合市场分析来看，投资者看空美元的原因主要有两点：一是全球经济复苏，风险偏好上升，欧元等主要非美货币升值将令美元指数承压；二是美国政府陷入临时摇摆，凸显美国两党政见冲突，暴露美国当局施政效率，市场开始担忧特朗普诸多政策的实施前景。

从目前来看，美元面临的这两方面不利因素还在继续发酵，除非经济数据或货币政策出现重大利好，美元可能难以摆脱弱势格局。对于众多非美货币来说，未来对美元仍有一定升值空间。

当然，欧洲央行的行动也值得关注，有海外投行认为，倘若欧央行1月议息决议维持鸽派，可能暂时打压欧元，“拯救美元于水火之中”。

不可忽视的是，随着人民币持续升值，市场预期和投资者行为也在发生变化，存量外汇结汇行为可能增多，可能增强人民币升值的惯性。

总的来看，市场认为短期市场上供求关系有利，人民币汇率仍易升难贬。

2015年底以来美元兑人民币汇率中间价走势



三因素促债市反弹 持续性待观察

□本报记者 张勤峰

1月22日，开年以来遭遇持续调整的债券市场迎来久违的反弹。中金所10年期国债期货收盘上涨0.32%，录得近一个月最大单日涨幅。银行间市场10年期国开债收益率大幅回落近5BP。业内人士表示，经过年初以来监管政策、经济数据的洗礼，债市消息面暂时归于平静，短期资金面改善刺激了积蓄已久的反弹欲望，但当前内外环境下，收益率难见大幅下行，建议仍以短久期、票息策略为主。

久违的反弹

1月22日，债券市场迎来强势反弹。中金公司国债期货高开高走，午后扩大涨幅，最终全线收高。其中10年期国债期货主力T1803合约收报91.790元，涨0.295元或0.32%；5年期主力合约TF1803收报95.795元，涨0.190元或0.20%，单日涨幅均为2017年12月25日以来最大。

现货一二级行情均有不错表现。农发行招标的3年期和5年期固息新债，中标利率均低于二级估值水平，投标情况较好，需求较旺盛。二级市场上，现券成交利率纷纷走低，10年期国开债活跃券170215日内从5.13%一路成交至5.08%附近，尾盘成交在5.085%，较上一日交易日回落近5BP，重回5.10%下方。10年期国债活跃券170025尾盘成交在3.95%，亦较上一日下行逾3BP。

交易员表示，在金融监管维持高压态势的情况下，上周公布的2017年12月及当年经济运行数据继续印证经济增长韧性，寒冷天气和油价上涨引发的通胀预期也继续增强，而随着全球经济复苏、风险偏好上升，上周海外债市继续走弱，10年期美国国债收益率升破2.63%的2017年3月高点，市场上看空美债的氛围日趋浓厚。从内外市场来看，当前债市所处环境仍较为不利，但22日开盘后债市不跌反涨，带来的预期差反倒刺激了市场积压已久的做多欲望，午后这一现象较为明显，买盘情绪上升，推动债券价格加速反弹。

为何不跌反涨

在内外环境偏不利的情况下，22日债市不跌反涨，对此，分析人士认为，原因可能有三。

首先是债市收益率已处在较高水平，配置价值开始显现，对各方面资金具有一定吸引力。从一些机构的调研来看，虽然市场认为债市收益率仍处于上行趋势，但经过2016年四季度以来持续调整后，收益率继续上行空间可能已不大。不少市场人士认为，后续10年期国债到4.2%-4.3%，国开债到5.3%-5.5%将具备很大吸引力。

其次，短期资金面回暖，货币市场利率回落，资金成本下降拓宽了债券的套息空间。更重要的是，鉴于1月税期扰动已退，而央行对春节前流动性需求已做了相应安排，市场对未来一段时间流动性的担忧缓解，一些分析人士认为到春节前后这段时间，资金面有望保持相对平稳。

最后，在上周主要经济数据公布后，消息面暂时恢复平静，上周末没有监管政策出台也有些出乎意料。

一位券商人士表示，资金面转暖和消息面利空暂时出尽成为债市反弹的导火索，但市场趋势短期难以扭转，对反弹的性质应有清晰认识。国内方面，2018年经济可能稳中趋缓，但下行风险不大，通胀预期抬头值得关注。监管政策细则陆续落地，金融监管维持高压，去杠杆尚在进行，债市需求恐持续承压，春节过后，债券供给压力释放也比较确定。海外方面，全球经济复苏，刺激风险偏好上升，海外债市转熊，对我国债市仍有不利影响。总的来看，目前环境并不支持债市收益率大幅下行，投资者仍需控制交易仓位，建议以短久期、票息策略为主。

资金面转晴 市场利率走低

22日，随着税期扰动消退，且央行继续实施净投放，货币市场流动性由紧转松，货币市场利率整体走低。

22日，银行间债券质押式回购交易中，两个月（含）以内各期限回购利率全线走低，其中隔夜回购利率跌11BP至2.74%，代表性的7天期回购利率（DR007）跌约1BP至2.92%，中等期限的14天和21天期回购利率分别大幅下行21BP和26BP。

交易所市场债券回购利率也纷纷保持下行。上交所隔夜回购利率跌17BP至3.68%，7天期跌约13BP至3.91%。

交易员表示，22日早盘资金面仍偏紧，但临近午盘，融出机构逐渐增多，资金面恢复宽松，尾盘已有机构减点融出隔夜资金。

市场人士表示，1月中旬以来，央行累计通过公开市场操作净投放资金逾万亿元，有力平抑了1月财政收税对流动性的影响，稳住了银行超储率下滑势头。短期看，定向降准有望于本周内实施，将带来大额流动性一次性投放，鉴于降准投放的资金成本低、期限长，改善流动性供求和平抑货币市场上涨的效果可能较明显。虽然未来一段时间，影响流动性的因素较多，形势较复杂，但预计在央行多种安排和灵活调控的支持下，流动性风险可控。（张勤峰）

■评级追踪

五莲农商银行评级展望遭下调

中诚信国际日前发布公告，确定维持山东五莲农村商业银行主体信用等级为A+，将其评级展望由稳定调整为负面。

中诚信国际指出，地区经济发展持续下行使五莲县当地中小型企业经营压力不断上升，部分企业杠杆率过大导致资金链断裂，受环评政策影响，产能过剩及排放不达标的企业被关停，难以还本付息。同时，当地企业之间形成的担保圈较多，进一步加大了信用风险。2017年前三季度，五莲农商银行不良贷款余额较2017年初大幅增加，不良贷款率升3.95个百分点至5.71%，超过监管要求。此外，该行逾期贷款增幅显著，在总贷款中比重已达14.58%，资产质量下行压力仍较大。2017年前三季度，该行大幅增加拨备计提，导致盈利水平下滑明显，同时受不良贷款大幅反弹影响，拨备计提压力仍然较大。盈利下滑和不良迅速增长导致该行资本充足率下降。

中诚信国际表示，鉴于当前区域经济环境，并基于该行当前经营和财务状况，决定将其评级展望由稳定调整为负面。（张勤峰）

净投放已逾万亿 OMO料转向对冲为主

□本报记者 张勤峰

1月22日，央行继续通过公开市场逆回购操作净投放200亿元，为连续第8日净投放资金，但操作力度和净投放规模有所下降。市场人士指出，1月税期扰动消退，但本周央行流动性工具到期较多，综合考虑财政支出节奏、定向降准实施，预计央行公开市场操作（OMO）或转向以对冲到期央行流动性工具为主，市场资金面总体有望保持平稳。

操作力度有所下降

22日早间，央行开展1100亿元逆回购操作，其中7天期600亿元、14天期400亿元、63天期100亿元，中标利率分别持稳于2.50%、2.65%、2.95%。当日有900亿元逆回购到期，故央行此举实现净投放200亿元，这是本月11日以来，央行连续第8个交易日通过公开市场操作净投放流动性。

统计显示，1月11日至22日，央行累计开展逆回购操作1.62万亿元，另开展MLF操作3980亿元，合计投放资金超过2万亿元，对冲到期央行逆回购和MLF之后，净投放资金10355亿元。

但与之前几日相比，22日央行逆回购操作规模和净投放规模均有所减少，单日净投放量在过去8个交易日中最低。

市场人士指出，央行投放力度减少，侧面反映市场上流动性供求压力有所缓解。受财政收税等因素影响，上周市场资金面持续偏紧，但央行连续开展流动性净投放，有力对冲了财政收税的影响，随着税期扰动消退，从19日开始资金面已出现一定回暖迹象。

有业内人士表示，1月是税收大月，财政库款往往增加较多，形成流动性净回笼。本月主要税种征期到16日结束，结合以往经验看，财税清缴入库对流动性的扰动到19日即基本结束。

灵活微调应对多因素影响

市场人士认为，税期影响消退后，短期市场资金面压力可能主要来源于央行流动性工具到期等因素。

本周央行流动性工具到期量较大，且周二至周五面临持续较大的到期压力。据统计，本周央行公开市场有8200亿逆回购到期，其中周一至周五分别到期900亿元、1700亿元、1700亿元、1200亿元、2700亿元。此外，周三（1月24日）有1070亿元MLF到期。

另外，随着月末、春节临近，月末效应、春节前现金投放压力等也将给市场流动性供求造成一定压力。

好在普惠金融定向降准实施在即。1月17日，央行透露，预计普惠金融定向降准可于2018年1月25日全面实施。此前央行相关人士曾表示，2018年初普惠金融降准措施落地将释放长期流动性3000亿元左右。与OMO相比，定向降准释放的资金规模大、期限长、成本低，对于改善流动性形势的效果可能比较明显。

另外，“临时准备金动用安排（CRA）”也可开始发挥作用。机构指出，CRA理论上可动用准备金规模近2万亿元，操作对象范围较之前的临时流动性便利（TLF）有所扩大，且释放的资金成本较TLF操作更低，可有效对冲春节前居民大量取现的影响。鉴于CRA的使用期限为30天，从上周中开始已可跨春节，将逐渐开始发挥效力。

总的来看，本周央行流动性工具到期量大、月末和春节效应也可能有所显现，但综合考虑定向降准实施、财政支出节奏、CRA运行等因素，流动性风险可控，预计央行将综合考虑多种因素，灵活调整公开市场操作力度和方向，净投放力度或下降，且不排除出现短暂净回笼的可能性。

农发行新债需求旺盛

22日，中国农业发展银行招标的两只固息金融债，中标利率均低于二级市场水平，投标倍数超过3，需求比较旺盛。市场人士指出，经过年初以来债市收益率上行后，债券性价比得到进一步提升，随着短期市场对资金面乐观预期发酵，配置需求有所释放，推动收益率高位回落，但对行情性质应有清晰认识，收益率下行空间可能不会太大。

农发行22日招标的是该行今年第二期3年期和第三期5年期金融债，均为固息债券，本次发行规模均为60亿元。据悉，此次3年期和5年期农发债中标利率分别为4.82%、4.99%，全场投标倍数分别为3.09、3.08。综合定价和投标情况看，两只债券需求均较为旺盛。

上述两只农发行新债中标利率均低于二级市场水平。据中债到期收益率曲线，1月19日，市场上的代偿期接近3年和5年的农发债收益率分别报4.95%、5.06%。

市场人士表示，年初以来债市收益率再经历一波上行，政策性金融债收益率再创2016年四季度调整以来新高。债券本身已有配置价值，加上短期资金面转松，且鉴于定向降准实施、临时准备金动用安排生效，市场对未来一段时间流动性担忧有所缓解，刺激一些资金开始进场博反弹，推动收益率下行。短期看，如果资金面持续宽松，债市有望迎来一定反弹，但经济仍存韧性、货币政策不松、后续供给增加，决定了市场利率缺乏大幅下行基础，未来仍应坚持短久期、高等级策略，以票息收益为主。（张勤峰）