

中债特立独行 外资增持透露玄机

□本报记者 张勤峰

2018年以来，海外债市打破平静，在美债带动下跌声四起。10年期美债收益率已突破2.8%，剑指3%，开年一个半月不到上行近50BP，调整的剧烈不输2017年四季度的中国债市。

有市场人士担忧，随着再通胀预期发酵，叠加供需关系转弱，美债收益率还有上行空间，全球债市已进入趋势性熊市，内外利差收窄也将冲击本已疲弱的中国债市。但也有不少人认为，国内债市走势仍受内部因素主导，且本轮调整走在海外市场之前，未来收益率在高位继续上行风险不大。最近国内债市相对抗跌，境外机构持续增配，也表明国内债市受海外因素扰动有限。

海外债市跌声四起

2月12日，美国10年期国债收益率升至2.86%，再创2016年下半年以来新高。数据显示，2017年末，10年期美国国债收益率报2.4%，开年一个半月不到，收益率已上行近50BP，调整幅度堪比2017年10—11月的国内债市。

当美债有效突破2017年收益率高点，全球债券市场上跌声四起。开年以来，不少发达经济体和新兴市场国家的国债收益率均出现明显上行。

据Wind数据，截至2月12日，2018年以来欧元区核心国家德国10年期国债收益率从0.48%上行至0.80%，为2015年9月以来最高。英国10年期国债收益率为1.25%升至最新1.65%，为2016年5月以来最高。2月初，日本10年期国债收益率一度逼近0.1%，较2017年末上行近50BP，为2017年8月中旬以来首次回到0.1%附近。往前看，随着全球经济逐渐企稳复苏，美联储率先启动货币政策正常化进程，海外债市收益率基本在2016年三季度已确立拐点，海外债市收益率开始脱离之前的超低水平，2016年下半年经历了一波较明显的上行过程。但在2017年，海外债市收益率上行放缓，更多呈现出区间运行特征。以美债为例，美国10年期国债收益率在2017年3月升至3.6%左右后展开回调，当年9月最低回到2%附近，年末在2.4%一线，全年基本打平。

在此情况下，2018年以来，以美债为代表的海外债市收益率变化之大、上行之快超出市场预期。

值得一提的是，近期美债收益率不光快速上升，期限利差也拉大，收益率曲线呈现陡峭化的形成。美国10年期与1年期国债利差从上年末64BP扩大到93BP，回到历史中位数附近。

通常来说，债券收益率曲线熊市增陡，反映了债券投资者对经济增长、通胀上行预期的升温。市场人士认为，随着全球经济持续改善，复苏态势更趋一致，市场对经济增长、通胀上行及货币政策收紧的预期逐渐提升，这是近期海外债市走弱的核心逻辑。

近期中债表现淡定

年初以来，我国债券市场也一度经历快速调整。从中债收益率曲线上看，长债收益

中美10年期国债利差变化



率从首个交易日（1月2日）到1月18日前后一路走高，10年期国债收益率最高上行至3.98%，10年国开债收益率最高上行至5.13%，两者均创2014年四季度以来新高。

但随后国内债市出现一定超跌反弹。1月下旬至今，10年期国债、国开债收益率分别回落至3.87%、4.90%一线，前者基本收复了年初失地，后者也重新回到至5%以下。与海外债市相比，国内债市最近表现相对抗跌，特别是1月下旬以来运行节奏出现背离，导致国内外债市利差收窄。

统计显示，2017年末中美10年期国债利差为148BP，2月12日则为102BP。而在2017年11月，中美10年期国债利差一度接近170BP。

市场人士担心，未来美债乃至全球债市收益率还有上行空间，也将冲击本已疲弱的中国债市。

在上个月国际货币基金组织（IMF）最新发布的《世界经济展望》中，将2018年和2019年的全球增长预测分别上调了0.2个百分点至3.9%，此次上调反映了全球增长势头强劲以及美国税改带来的预期变化。华泰证券宏观研究团队认为，全球经济复苏的趋势将在2018年进一步加强。同时，1月美国非农就业数据给予海外债市重创。1月份美国非农就业人口增加20万，超过市场预期的18万，失业率维持在4.1%低位。更关键的是每小时工资涨幅达到2.9%，创2009年以来最大增幅。

中金公司研报指出，此前美国通胀预期起不来的一个重要原因是工资上涨缓慢，抑制通胀。如果工资涨幅加速，通胀压力也将随之而来，弱美元也会带来输入型通胀压力。在这个数据的推动下，市场对美联储加快加息的预期升温，刺激美国国债收益率大幅走高。

此外，随着美元持续走弱，境外央行减持美债，但减税及未来可能推行的基建计划，将扩大美国财政赤字，增加美国国债供给，供需关系转弱也给美债收益率上行势头添油加醋。

按目前形势，3%便是10年期美债收益率的下一个关键位置。市场密切关注即将公布的通胀数据，如果数据偏高，加上3月美联储加息是大概率，美债收益率可能继续上行，全球债市的调整也就难言结束。对我国债市而言，海外债市波动仍将构成不

利影响因素。

领先调整提升免疫力

不过，也有不少市场人士认为，我国债市运行主要受内部因素影响，受海外债市调整的冲击未必很大，未来仍有望保持较平稳运行。

未来我国债市能否继续“独善其身”，就要搞明白近期为什么会“特立独行”。中金公司固收研究认为，去年以来这一轮全球债券收益率的上升，领头羊其实不是美国，而是中国。过去一年多，国内流动性收缩、金融监管加强，银行体系出现缩表，在政策调整的节奏和幅度上均领先美国，在此背景下，货币债券市场利率水平大幅上升，与政策利率利差走阔，隐含了多次加息的影响。

他们还认为，2016年末以来，商品价格上升和经济复苏也领先于全球。供给侧结构性改革，带动了工业品价格上涨，刺激进口需求，是这一轮全球大宗价格回升的主因，也在一定程度上拉动和海外国家出口，支撑了全球经济复苏共振。鉴于中国才是这一轮全球经济复苏和资产价格变动的领头羊，中债和美债不是跟随关系，而是领先关系。

“当投资者担心美债收益率上升可能

观点链接

兴业证券:资金面预期调整提振情绪

短期来看，对节后资金面预期的调整，可能仍会支撑债市做多情绪。此前资金松带动短端收益率回落明显，而长端回落偏慢，在一定程度上反映出市场对流动性的季节性宽松的可持续性相对谨慎。而随着股票市场情绪的不稳定性增加，央行加大维稳春节前后流动性的力度，可能会使得市场对资金面宽松的预期重新调整，从而在短期内仍会支撑债市的做多情绪。

中金公司:趋势性机会还需观察

短期仍处于喘息之机，趋势性机会还需要观察。债市两大风险点之一的利率长端性价比已经明显好转，海外避险情绪上升等使得政策投鼠忌器，助推债市短期迎来喘息之机，中期仍面临供求、监管政策、海外联动等风险点。美股虽然短期出现了

反弹，但振幅仍大，显示风险尚没有完全解除，债市面临的风险仍不大。但当前处在复杂的金融体系当中，同业还欠缺有效的出清，政策风险仍是投资者面临的不确定性因素。海外债市利率上行不决定趋势，但抑制下行空间。

中信建投:长端利率筑顶特征较明显

10年国债收益率4%顶部特征已经较为明显。一方面，监管冲击也在逐步消化之中，2017年10月份以来两次收益率上行中，10年国债收益率均未能突破4%的心理点位，长端利率持续上行动力不足。另一方面，目前10年国债和国开债分别处于73%和85%的历史分位数，绝对收益率水平仍处于高位，配置价值依旧突出。从期限利差来看，10—1年国债利率依从年初22BP扩大到48BP，收益率曲线扁平的局面得到扭转，也为未来长端利率下行打开了空间。（王皎 整理）

另外，年初处于债市供给低潮期，净供给压力小。从供需关系的角度看，债市在年初超调后上演修复也有基础。据申万宏源固收研究统计，1月中债登和上清所两处债券托管量合计减少299亿元，为2012年4月以来首次，很大程度上就是因为债券发行较少，不及到期兑付量。

但往后看，春节后流动性和供给变化可能带来些许变数。一方面，节后临时准备金动用安排（CRA）将到期，还面临2、3月税期、季末监管考核等因素扰动，市场担忧节后流动性波动可能加大。另一方面，春节过后，债券供给将逐步恢复，尤其是地方债大量启动发行，恐打破目前有利的供需格局。

分析人士表示，目前我国债市收益率已高，继续上行空间有限，但大环境仍不利于利率下行，长债系统性交易机会仍需等待，配置户也不必心切，利率高位波动提供了较充足的择券时间。

过100BP，其中7天期回购利率下行166BP至2.97%。

14日将迎来春节长假前最后一个交易日。从往年情况看，资金利率再现大幅上行的概率不大。另外，央行与13日开展MLF操作，并提供增量流动性，也有利于平抑货币市场波动。总的来看，今年资金面将以超预期的宽松状态跨春节。

长江证券赵伟：债市交易性机会需等待

□本报记者 王皎

2月13日，长江证券首席宏观债券研究员赵伟在接受中国证券报记者采访时表示，短期来看，美债变化对中债影响主要体现在情绪面，中债表现的主驱动力仍在国内。而目前我国债券市场对经济基本面的逻辑消化相对充分，但对通胀中枢抬升、全球货币正常化加快、债市交易结构变化等预期仍然不足，债券配置价值逐渐显现，但交易性机会仍需等待。

中国证券报:有观点认为，本次美股大幅回调的根本原因在于美债收益率过快上行，对此有何看法？

赵伟:本次美股大幅回调的根本原因缘于美债收益率快速上行，但也因量化和算法交易的自动止损而加剧调整。具体来看，1月下旬以来，10年期美债收益率快速上行，并持续位于2.8%以上的高位，部分投资者开始担心高利率环境将对美股估值形成压制，抛售行为不断蔓延、引发美股调整。此外，此次美股调整过程中，部分量化和算法交易在市场跌破关键点位后触发了自动止损交易，进一步加大了抛售压力，加剧美股调整。

2018年，伴随主要国家经济景气修复，海外通胀水平中枢趋升；全球再通胀周期下，美、欧、英等海外央行政策立场或将更加鹰派。受此影响，10年美债和德债收益率等易上难下。受利率中枢水平趋升影响，美股高估值板块或将持续遭受冲击，而“高盈利和低估值”板块或将受投资者青睐。

目前来看，债券配置价值逐渐显现，但交易性机会仍需等待。对于交易型机构而言，杠杆行为或继续受到压制，建议多看少做，保持低杠杆、短久期，对配置机构而言，可以考虑逐步增加对长端利率债、高评级信用债的配置。

参考历次债市熊牛切换的经验，以及本轮经济、政策的节奏变化，债市趋势性机会的出现需要两个条件：一是总需求的预期趋势性走弱；二是以银行为代表的金融机构负债端逐步稳定下来。

联合资信 王自迪 郝帅

2017年，我国宏观经济运行稳中向好，债券市场整体保持平稳健康发展，违约事件明显减少，违约风险有所减缓；公募市场发行人主体信用等级调升趋势更为明显；各主要券种利差均有所上升，利差波动水平有所下降，各主要券种信用等级基本均对利差体现出较好的区分度，评级作用进一步显现。

违约主体数量明显减少，违约风险趋缓。2017年，我国公募市场新增7家违约发行人，新增违约主体数量较2016年（28家）明显减少，公募债券发行人主体违约率为0.19%，较2016年（0.84%）有所下降，公募市场新增违约发行人涉及违约债券8只（本息合计37.23亿元），另有10家2017年之前已发生违约的发行人未能按时兑付其存续债券，涉及违约债券19只（本息合计92.59亿元）；私募市场新增2家违约发行人，新增违约主体数量较2016年（15家）大幅减少，私募债券发行人主体违约率为0.11%，较2016年（1.00%）有所下降，私募市场新增违约发行人涉及违约债券2只（本息合计1.11亿元），另有4家2017年之前已发生违约的发行人未能按时兑付其存续债券，涉及违约债券8只（本息合计70.20亿元）。

整体来看，2017年我国债券市场新增违约发行人较少；民营企业、产能过剩行业仍然是违约事件高发领域；东北地区受经济不振影响违约频发，而民营经济发达的江浙地区违约风险有所上升。

发行主体信用等级调升趋势更为明显，评级稳定性变化不大。2017年，我国公募债券市场共有447家发行主体信用等级发生调整，调整率为8.57%，评级稳定性较2016年变化不大，其中调升率升至7.31%，调降率降至1.25%，信用等级呈明显调升趋势。

分行业看，调升企业主要集中于建筑与工程、商业银行、房地产管理和开发以及多元金融等行业，调降企业主要分布在化工、房地产管理和开发、金属、非金属与采矿、机械以及石油、天然气与供消费用燃料等行业，房地产管理和开发行业的调升和调降现象均较为明显，表明在房地产密集调控政策影响下，部分房企经营业绩下滑，行业内部信用状况趋于分化；分地域看，调升企业主要分布在经济较为发达的浙江、江苏和北京等地，调降企业主要集中在经济持续低迷的辽宁省以及去产能压力较大的山东、内蒙古等地。

整体来看，2017年，随着供给侧结构性改革持续推进，部分企业盈利出现恢复性增长，信用状况逐步改善，债券市场发行主体信用等级调升趋势更为明显，等级大跨度调整现象有所减少，评级稳定性整体变化不大。

各主要券种利差有所上升，信用等级对利差体现出较好的区分度。2017年，短融、中票、企业债、公司债和商业银行债券的利差较2016年均有所上升，各主要券种利差变异系数较2016年显著下降，表明各债券品种各级别的利差稳定性均有所上升。信用等级与发行利率均值和利差均值均呈反向变动关系，即信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小。部分券种AA+级级差大于AA级级差，表明在违约常态化预期背景下，投资者对AAA级以下债券的风险溢价要求有明显提升，且对AA+级和AA级债券的风险溢价要求差异有所下降。

对于相同信用等级、不同期限的债券，其利差均值与期限大部分未表现出正向关系，即发行利率均值和利差均值未随着期限的增加而递增，可能是由于较短期限债券样本中，产能过剩行业企业占比相对较大，同时也可能与银行间和交易所债券市场分割有关。剔除数量较少样本后，各级别发行主体所发短融的发行利差及交易利差，各期限中票、企业债和公司债的不同信用等级级的发行利差均存在显著性差异，表现出较好的区分度。

节前无心恋战 债市窄幅震荡

□本报记者 王皎

2月13日，A股延续反弹，债市继续震荡。风险偏好情绪回稳和流动性边际收敛令债市稍许承压，但MLF操作改善了预期，加上节前成交意愿不高，市场维持窄幅震荡格局。市场人士料节前最后一日，盘面也难有大变化，节后流动性变化及供给情绪则值得关注。

成交清淡抑制利率波动

随着美股反弹缓和紧张情绪，本周前两日，A股市场展开修复。13日，上证综指冲高后回落，尾盘收涨近1%。

权益市场重拾升势，驱散了避险情绪，债券市场重归弱势。2月12日，美国10年期国债收益率再升3BP至2.86%，创2016年下半年以来新高。

另外，随着春节长假日益临近，居民取现的累积效应进一步显现，13日，货币市场流动性状况呈现边际收敛的迹象。银行间回购市场上，跨节资金需求进入高峰，但

机构融出规模较少，成交利率提升，午后资金面一度收紧，尾盘恢复均衡。

应该说，风险偏好回稳、海外债市走弱乃至资金面边际变化，均对国内债市构成一定不利影响，但当天债市表现仍相对平稳。

期货方面，中金所10年期国债期货主力合约T1806早盘高开低走，午后转为横盘震荡，收报92.020元，跌0.030元或0.03%；5年期国债期货TF1806合约收报96.065元，涨0.025元或0.03%。当日T1806和TF1806合约成交量均继续下滑，显示长假前市场交投趋淡。

13日，银行间债市成交极其清淡，收益率窄幅波动。10年期国债活跃券170025全天成交1笔在3.87%，较上一日尾盘下行1.5BP；10年期国开活跃券170215全天也只成交31笔，尾盘成交在4.99%，与上一日尾盘持平。信用债市场成交寥寥，假日氛围浓厚。

交易员称，长假前夕，投资者无心恋战，成交清淡抑制利率波动，行情对海外市场波动、信贷数据等利空反应钝化。另外，

央行在节前实施MLF操作，完成对节后到期MLF增量续作，也对债市提供一定支持。

节后关注两点

往后看，市场人士指出，债市有望保持平稳运行，但节后流动性状况和供需关系的变化值得留意。

1月中上旬一轮大跌之后，近几周债市收益率总体小幅回落，10年期国债收益率基本回到2017年末水平，10年期国开债收益率也回到4.9%一线震荡。分析指出，经过过去一年持续调整，我国债市收益率已处于历史较高水平。随着债市收益率上行，相对其他大类资产的性价比修复，各类配置需求逐渐释放，对利率继续上行开始产生抑制。突出表现在，年初以来，纵然二级市场行情出现较大波动，债券发行市场仍持续回暖，利率债中标收益率基本都低于二级市场水平，认购倍数不低，需求较为旺盛。

与此同时，年初以来市场资金面持续偏松。尤其是在春节前，资金面仍面不改

平均利率分别收报2.57%、2.83%，前者走平，后者小降约4BP。跨春节假期的14天和21天回购利率上涨较明显，分别涨25BP和13BP。

交易所市场回购利率则全线走低。13日，上交所隔夜回购利率高开低走，尾盘跳水，收报2.29%，跌108BP；2天至14天回购利率平稳走低，尾盘下行也均超

节前资金利率平稳运行

□本报记者 王皎

春节长假前夕，春节效应影响下的市场资金面显露些许收紧迹象。13日，跨春节资金价格出现一定上涨，但核心品种保持稳定，交易所回购利率更是纷纷大幅下跌。市场人士指出，资金面边际小幅收紧已无碍大势。

货币中介表示，13日，跨节资金面总体趋紧，早盘机构融出隔夜资金居多，但需求集中在跨春节品种，跨节资金融出少，成交利率较前几日有大幅提升，午后资金面略微收紧，到尾盘恢复平稳。

13日，银行间债券回购利率高端上行，短端持平，核心品种隔夜回购（DR001）和7天期回购（DR007）加权