

# 供给放量在即 债市反弹或有反复

□本报记者 张勤峰

近期债券市场走出一波反弹行情,10年期国债收益率已回落逾20BP。利率走低,归根到底源于供需关系变化,年初供给淡季叠加需求释放,为反弹创造较好条件,但对今后一段时间的供需格局,市场不无担忧。

结合2018年财政预算赤字安排,机构测算得到2018年国债净融资规模约1.5万亿元,与2017年相仿;地方债净供给量约3.6-3.9万亿元,低于2017年的4.11万亿元;政府债净供给压力略低于预期,但绝对规模不小。市场人士指出,从3月开始,利率债供给将逐渐放量,考验需求端承接力度,当前债市收益率继续下行的基础有待夯实,利率走势可能出现反复。

## 市场忧虑供给冲击

盘亘数日后,3月6日,债券市场重拾升势,国债期货全线大涨,现券收益率纷纷走低,当日10年期国债活跃券170215盘中最低下探至4.88%,尾盘成交在4.90%,下行近3BP,较1月19日的5.13%已下行超过20BP。

利率波动归根到底源于供需力量对比的变化。近期利率走低,直接原因是供需关系好转。一方面,年初处于债券发行淡季,一些企业发行人还在制定发行计划,地方债等利率产品供给也未完全恢复,加上春节假期因素影响,债市总发行规模及净供给规模往往处在一年中低位。另一方面,今年初市场资金面比预想的宽松,春节前后波动明显下降,稳定的资金成本和流动性预期,也推动债券投资需求释放,尤其经历年初较快调整后,配置价值更为明显。

值得一提的是,虽然今年债市开局不利,1月2日到19日,债市收益率持续快速上行,但同期二级市场波动并未蔓延至一级市场,债券发行仍维持了稳定偏强格局。据Wind数据,1月中上旬,债券市场共发行国债、政策性金融债43只,绝大部分债券投标倍数超过2,最高的接近5,发行收益率大多低于二级市场估值水平。可以说,年初一级市场的稳健表现,较早反映了债市供需关系的积极变化,也给后续二级市场的超跌反弹行情埋下了伏笔。

然而,在债市收复年初失地后,市场对反弹的持续性产生了疑问,供给端被视为未来主要的变数之一。往年春节过后,一般从3月份开始,债券供给量会明显增加。业内人士解释称,从3月份开始,大部分债券发行开始恢复,尤其是地方债发行启动,导致供给规模快速上升。

在此之前,不少机构对2018年利率债供给规模有个大致测算,显示今年仍将存在一定供给压力。此前海通证券预测,2018年财政部将发行国债3.6万亿元左右,净融资约1.6万亿元,较2017年增加约1600亿元。天风证券预测2018年将发行3.4万亿元国债,净融资1.75万亿元;发行地方债4.4万亿元,净融资约3.5万亿元。

市场人士指出,熊市环境下,债券需求偏弱,供给冲击效应更为明显。预计3至5月份,将迎来较多利率债发行,对需求端承接力度构成考验。

## 政府债供给规模仍不低

在利率债供给中,国债发行量、地方政府债发行量均与财政赤字率息息相关。先前机构对2018年利率债供给的测算,主要基于对2018年财政预算赤字率保持在3%的判断。

而根据2018年政府工作报告,2018年赤字率拟按2.6%安排,比去年预算低0.4个百分点;财政赤字2.38万亿元,其中中央财政赤字1.55万亿元,地方财政赤字8300亿元。据此,今年政府债券潜在供给规模已进一步明朗化。

中金公司固收研报指出,赤字规模对应着政府债净增量,从政府工作报告提出的预算赤字安排看,今年国债净增量和一般预算的地方债净增量分别应为15500亿元和8300亿元,要低于此前市场

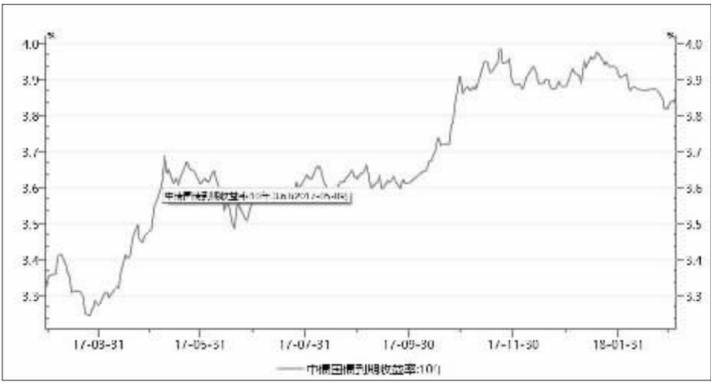
## 汇市波动较小

周二(3月6日),在、离岸人民币对美元汇率均小幅波动,境内外价差持续低位并一度抹平。分析人士指出,美元指数动向仍是人民币日内波动的主要因素,目前市场关注焦点集中于全球主要央行会议及美国就业数据表现,市场观望情绪较浓,预计短期外汇市场波动不大,人民币对美元汇率将延续小幅震荡。

## 短期持稳运行

市场人士指出,人民币汇率后续走势仍将跟随美元指数波动,短期看美元指数仍有反弹动力,不过全球贸易战疑云恐继

中债10年期国债到期收益率走势



预测的数据。

中泰证券齐晟称,从2014年以来,国债净发行量稳定低于中央财政赤字500-800亿元左右。由于2018年中央财政赤字维持在1.55万亿,预计2018年国债净供给量在1.5万亿左右,与2017年净供给量相仿。

国泰君安覃汉进一步指出,2018年国债到期量将从2.53万亿元降至1.9万亿元,因此结合净融资规模测算,2018年国债总发行额将从2017年的4万亿元降至3.4万亿元左右。

对于今年地方债供给,各家机构的测算则略有出入,但预计发行额大体与2017年相当,或略微减少。

齐晟表示,地方债按用途可划分为新增债券和置换债券,其中新增债券又可分为新增一般债券和新增专项债券,前者纳入赤字规模中,后者不纳入赤字规模。2018年将安排发行13500亿元新增专项债券,因此预计2018年地方债中新增债券发行上限为8300亿元加上13500亿元,合计2.18万亿元。据财政部披露,截至2017年末,以非政府债券形式存续的存量政府债务17258亿元,因此预测2018年置换债

券净发行规模为1.73万亿元。最后,考虑到2018年约有3500亿元新增债券到期,预计2018年地方债净供给为3.6万亿元,将较2017年4.1万亿元的净供给减少5000亿元左右。

覃汉预计2018年地方政府债总发行量在3.9万亿左右。其中,新增债券2.18万亿元,置换债券1.73万亿元,总供给预计在3.91万亿左右,同比减少4900亿元。由于2018年地方债到期量从2017年的2414亿元大幅攀升至8389亿元,因此净融资进一步收缩,从2017年的4.12万亿下降至3.07万亿左右,总供给压力有所缓解。

中金公司则认为,一些地区可能在限额内发行一定的专项债务,因此今年地方债的净增量可能要多于3.91万亿元。另外,今年置换类债券发行减少,更多是新增类债券,前者无需缴款,后者则不同,仍可能给市场带来一定的供给压力。

综合机构对国债、地方债净供给量测算,今年政府债券净供给规模或较2017年略有下降,但绝对规模仍不低。

## 供求状况尚未根本逆转

不少业内人士相信,在这一轮反弹

# 债市重启升势 持续性待观察

□本报记者 张勤峰

3月6日,债券市场重启升势,10年期国债期货主力合约价格创两个月新高,10年期国债现券成交利率下行近3BP。业内人士认为,监管层拟下调商业银行贷款损失准备监管要求的消息构成利好,助力债市打破短期盘整格局,但上涨持续性仍待观察,料近期难以彻底走出震荡。

## 消息面调动多头情绪

6日早盘,债券市场延续了近几日不温不火的表现,现券交投平淡,国债期货继续走平,但午后受相关政策消息刺激,市场出现一波拉升,至收盘时国债期货全线上涨,现券成交利率整体走低。

3月6日,10年期国债期货主力合约T1806收报92.990元,为全天最高价,也是1月3日以来的最高价,较前结算价上涨0.42%;5年期国债期货主力合约TF1806收报96.550元,涨0.18%。当日,国债期货成交明显放量,T1806共成交3.72万手,上一日为2.46万手。

## 观点链接

### 中金公司:供需关系仍有一定压力

今年地方债的净增量会多于3.91万亿元,可能与去年4.11万亿元相差不多。且考虑到去年地方债的发行中,大头是置换类债券,而置换类债券有35%左右是定向发行,不需要资金,今年置换类债券减少,更多的是新增类债券,这意味着今年需要资金缴款的地方债增量会多于去年,仍带来一定的净增量压力。综合国债和地

6日,银行间债券市场上,现券收益率下行明显,10年期国债活跃券170015早盘反复成交于4.93%一线,13时后出现一波快速下行,最低成交到4.88%,随后回升至4.90%一线直至收盘,较上日尾盘下行约3BP。10年期国债活跃券180004从3.845%成交至3.815%,下行3BP。

交易员称,之前一轮上涨后,近期债市观望情绪浓重,供给压力渐增而资管新规料落地在即,央行持续暂停公开市场操作也抑制流动性乐观预期,多空交织氛围下市场拟上难下,但昨午午后传媒披露银监会拟下调商业银行贷款损失准备监管要求重新调动了多头情绪。

## 收益率下行空间或有限

6日午后,有媒体报道,银行间已于日前印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》,调整商业银行贷款损失准备监管要求。《通知》的调整内容包括,拨备覆盖率监管要求由150%调整为120%-150%,贷款拨备率监管要求由2.5%调整为1.5%-2.5%。各级监管部门在上述调整区间范围内,按照同质同类、一

方债来看,在银行配置需求偏弱的背景下,供需关系仍有一定压力,尤其是二季度发行高峰来临的时候会有所体现。

## 中泰证券:银行参与力度值得关注

综合国债和地方债的净供给量,预计2018年这两部分的利率债净供给量在5.1万亿元左右,较2017年的5.6万亿元略有下降,但绝对规模仍高。在地方债发行节奏加快之后,银行还能否继续保持1-2月

中,银行类机构的参与发挥了重要作用。作为债市传统的配置型机构,银行的归位,改变了之前几轮反弹以交易户参与为主的局面,不仅为反弹提供了有力的资金支持,也更能凝聚做多热情,增强行情的持续性。

不过,今年1月信贷投放增长较快,负债端约束下,银行仍然倾向于将资金往客户黏性更大的信贷上倾斜,信贷对债券投资的挤占依然存在。在此情况下,银行配债“力度”的上升,一方面是源于债券本身投资价值上升,吸引银行类机构逐步增加对债券的投资,另一方面也是债券供给相对较少的一种反映。

业内人士指出,2017年银行配置力量并不强,且有限的资金主要用于支持地方债发行,导致银行对非政府债券的配置力度一直偏弱。年初,地方债发行尚未完全铺开,此时银行有条件增加对其它债券的配置,因而改善债市供需关系的作用得到更充分展现。而随着地方债发行放量,市场供需关系可能向不利方向变化。

中金公司固收研报指出,在金融风险去杠杆的过程中,债券的配置需求会受到抑制,而今年国债和地方债以及政策性银行债等利率债的净增量仍不低,供需关系不太有利。预计二季度供给开始释放的情况下,债券收益率可能还会小幅回升,幅度可控。

华创证券研报指出,近几年地方债发行都是从3月份开始放量,占全年发行总量的比例在12%左右;3月份,金融债发行量也会明显增加,一般较2月份增加近1倍,基本上是全年发行占比最高的月份。需关注未来一段时间利率债供给回升给市场带来的压力。

总的来看,目前债市供求状况尚未根本逆转,短期是供给空档期,中期仍面临挑战,利率下行的基础还不牢固,趋势性的机会出现仍有待于融资需求拐点的明朗化。

行一策原则,明确银行贷款损失准备监管要求。

九州证券邓海清点评称,拨备率下调利好债券市场,银行资本增加,银行可投资于信用债、委外的规模扩大,有助于帮助银行“表外转表内”,“表外转表内”顺利进行对金融市场的影响也将降低。

业内人士称,若调整拨备率消息属实,有助于缓解市场对银行配债需求的担忧,但银行可用资金增加后,会给债市带来多大的增量需求难以确定。

中金公司研报指出,之前一些制约债市的因素并未发生趋势性逆转。首先,货币政策稳健中性的基调尚未根本逆转;其次,金融风险防范将是持久战,金融监管架构还在重新构建的过程中;再者,债市供求状况尚未根本逆转,短期是供给空档期,中期仍面临挑战。最后,全球货币政策收紧和美债利率上行仍是大概率事件,对国内债市收益率的下行空间构成制约。

分析人士指出,短期资金面尚且平稳,情绪有所改善,边际利好出现,债市收益率仍可能继续下行,但幅度可能有限,后续仍难免出现波动。

## 申万宏源:债市将回归基本面主导

2018年政府工作报告显示保持经济平稳为主,不追求持续的高增长,在此背景下,聚焦改革和培育新动能。去杠杆取得阶段性成果,2018年继续完善金融监管,加强监管统筹协调,监管对债市的冲击将减弱,债市有望逐渐回归基本面。(张勤峰 整理)

## 人民币汇率料延续小幅震荡

本上态势有所收敛,宏观经济的平稳状态尚未动摇。

“预计3月份人民币汇率的走势将以跟随美元波动为主。由于当前支撑美元汇率的因素正在加强,如果3月份美元指数出现反弹,预计人民币汇率将受到美元上涨的压力而有所回落。”民生银行表示。

分析人士指出,从近期市场表现看,美元指数动向仍是人民币日内波动的主要因素,人民币对美元汇率仍将小幅承压,但目前外围市场诸多不确定性影响下,美元指数走向并不明朗;反观国内,经济基本面仍有较强韧性,货币政策维持稳健中性,市场对人民币汇率预期偏稳定。总体而言,人民币汇率持稳运行将是大概率事件。

## 流动性宽松程度趋于收敛

□本报记者 王姣

周二(3月6日),央行继续暂停逆回购操作,同时当日无逆回购到期,因此无资金投放也无回笼,市场资金面整体相对宽松,主要期限货币利率多数下行。

分析人士指出,目前银行体系流动性总量处于较高水平,央行连续暂停公开市场操作符合市场预期,也是“削峰填谷”策略的延续。展望后市,MLF续做情况值得关注,月中缴税压力将逐步显现,加之机构将提前备付季末考核,预计流动性宽松程度趋于收敛。

## 资金面仍较宽松

昨日早间,央行公告称,目前银行体系流动性总量处于较高水平,3月6日不开展公开市场操作。当日无逆回购到期,因此无资金投放也无回笼。

从货币市场表现看,银行间市场隔夜供给依然充裕,7天及以上期限相对略少,但无碍短期总体宽松态势,验证了央行“银行体系流动性总量处于较高水平”的表述。

据交易员透露,昨日银行间质押式回购市场上,早盘资金面表现均衡,隔夜加权、7天略微加点融出;随着临近中午,各家机构逐渐借平头寸;来到下午,资金面逐渐走向宽松。

昨日主要期限货币市场利率多数下行。银行间质押式回购市场上,隔夜加权利率R001下行约7个基点报2.66%;代表性的7天期加权利率R007下行约9个基点,最新报3.21%;14天加权利率则较前一交易日上涨约5个基点。

## 国开债需求较旺

□本报记者 张勤峰

3月6日上午,国家开发银行招标发行的三期金融债中标利率均低于二级市场预期倍数超过4倍,表明市场整体需求较旺。

国开行此次招标发行的三期债均为固定债,包括2018年第一期、2018年第二期金融债的增发债,以及2018年第三期新发金融债,期限分别为1年、2年、3年,发行规模分别为116亿元、53亿元和184亿元。据市场人士透露,此次国开行1年期金融债中标收益率4.0436%,全场倍

## 口行8日发行两期固定债

□本报记者 张勤峰

中国进出口银行6日公告称,定于3月8日招标发行两期金融债,首场发行总量不超过100亿元,追加总量不超过40亿元,期限包括3年和5年。市场人士指出,在资金面预期边际趋紧、债券供给节奏加快的背景下,债券一级市场招标情况可能较之前有所降温,不过整体配置需求仍较刚性,预计此次口行债招标情况较好。

口行此次招标发行的两期债均为固定债,包括2018年第二期、2018年第三期金融债的

## 评级追踪

## 通辽城投被列入观察名单

□本报记者 张勤峰

中诚信国际信用评级有限责任公司(简称“中诚信”)日前公告称,决定将通辽市城市投资集团有限公司(简称“通辽城投”)主体及相关债项列入观察名单。

中诚信表示,2月28日,内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司(简称“霍煤集团”)发布了《关于内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司股权无偿划转到通辽市城市投资集团有限公司的公告》,公告中披露,根据相关文件批复,通辽市国有资产监督管理局将持有的内蒙古霍林河煤业集

团有限责任子公司股权100%无偿划转到其全资子公司通辽市城市投资集团有限公司,相关手续已变更完成。

中诚信认为,2017年4月霍煤集团无法按时、足额筹集资金用于偿付“11霍煤债01”及“11霍煤债02”到期本金,或对通辽城投未来再融资能力产生一定影响;同时,公司或将偿还霍煤集团的大量存续债务,偿债压力或进一步增加。同时,中诚信国际将与公司保持沟通,对霍煤集团债务偿付安排及进展保持关注,并综合考虑上述事项对通辽城投整体信用状况影响,适时采取相应评级行动。

## 后续或趋于收敛

Wind数据显示,本周(3月3日-3月9日)央行公开市场共有2400亿元逆回购到期,除周一已到期1000亿元外,周四、周五分别到期1000亿元、400亿元;此外,周三(3月7日)还有1055亿元MLF到期。

市场人士指出,本月有两笔MLF到期,美联储也将在下旬公布议息决定,加之季末MPA考核因素,目前市场对流动性的预期仍相对谨慎。

对于3月份的资金融入影响因素,中银国际固定收益研究指出,首先,3月第一周CRA应基本到期,在公开市场到期压力不大的情况下,预计冲击有限;其次,3月7日和16日分别有1050亿元、1895亿元MLF到期,在长期资金已经投放较多的情况下,3月份央行预计不会再现此前大幅缩量续做的操作;再者,月中缴税时点和季末的财政支出,当中存在一到两周的财政错配期,预计应为当月资金面压力最大时期。

“从资金需求端看,由于2月最后跨月时点出现资金紧张,同时近期市场对于3月份流动性预期并不乐观,预计各家机构备付需求有所上升,资金敞口逐步收窄。综合来说预计3月流动性情况较2月有所收敛,但整体情况应好于2017年同期。”中银国际固定收益研究表示。

数2.77,边际倍数4.33;2年期金融债中标收益率4.4550%,全场倍数4.93,边际倍数4.33;3年期金融债中标收益率4.62%,全场倍数2.57,边际倍数3.37。

从定价水平来看,上述三期国债中标利率均低于二级市场估值水平逾10BP。中债国债到期收益率数据显示,3月5日,1年、2年、3年期国债到期收益率分别为4.1789%、4.5797%、4.7362%。从认购情况来看,2年期品种全场倍数超过4,1年、3年期品种认购倍数分别为2.77、2.57,显示一级市场配置需求有所回温。

## 增发债,期限分别为3年和5年

首场招标规模均不超过50亿元,票面利率分别为4.83%、4.97%。首场招标结束后,发行人有权对各期债券追加发行总量均不超过20亿元的当期债券。

具体安排上,上述两期债券的首场招标时间均为2018年3月8日10:00-11:10,缴款日均为3月12日,分销期均为3月8日-3月12日,上市日均为3月14日。招标方面,3年、5年期品种首场中标方式均为单价格中标(荷兰式)。3年和5年期债券的发行手续费分别为发行总额的0.05%、0.1%。