债市：交易盘 配置盘 哪个盘主导反弹

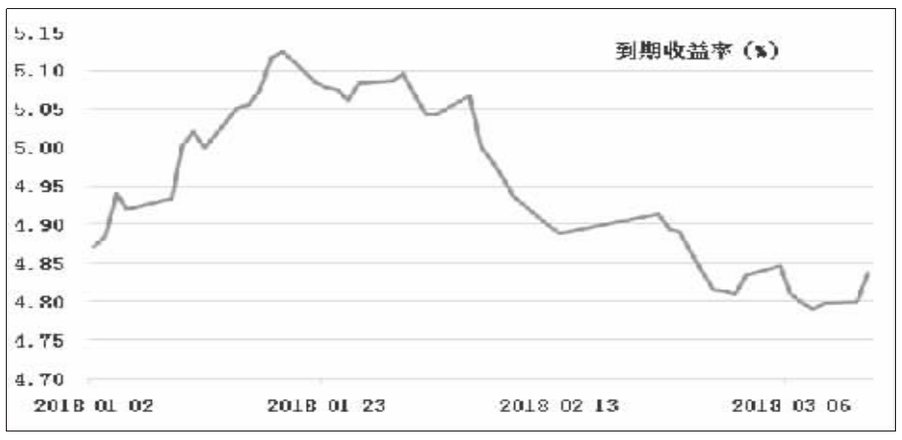
资金面 政策面 经济是关键

□本报记者 王姣

春节前后，债券市场走出一轮“小阳春” 行情，10年期国开债收益率下行逾30BP，为本轮熊市以来反弹时间最长、幅度最大的一轮上涨。究竟是谁主导了这波行情？

市场人士指出，从机构持仓变动看，2月份广义基金、农商行和券商是最大的增持机构，即2月行情不单由银行季节性配置需求驱动，交易盘大举加仓甚至重新加杠杆也是重要动力。但随着3月以来债券发行加速，供需关系生变，市场对经济预期的分歧正逐渐成为影响行情的主线，债市暖春行情继续演绎需要更明确的基本面支持。

2018年以来10年期国开债到期收益率走势



谁是行情主力

1月中旬以来，伴随着短期资金面持续宽松，债市意外走出一轮强势的反弹行情：10年期国债收益率从3.98%的高点一路下行至目前3.82%左右，累计下行达16BP；国开债下行幅度更大、速度更快，1月19日以来，10年期国开债收益率自5.13%快速下行至4.79%，回落高达34BP。

随着收益率持续回落，此前悲观的市场氛围迅速被打破，市场上掀起“债市春天来了吗？”、“债牛拐点是否已至”的热烈讨论。那么，这一波上涨行情究竟由谁主导？是配置盘春季行情季节性加仓，还是交易盘重新加杠杆？从2月份债券托管数据可窥一二。

公开数据显示，截至2018年2月末，中债登和上清所债券托管总量为67.55万亿元，较1月份增加3895亿元，其中上清所托管量增加3022亿元，中债登托管量增加873亿元。

在年初供给规模较小、季节性配置需求释放的情形下，债市供需关系明显改善。从供给来看，2月份债券发行量环比1月份少增2653亿元。

从机构需求来看，2月广义基金、农商行和券商净增持量分别达2574亿元、884亿元和810亿元，增持力度甚至超出传统配置机构全国性大行、保险等，尤其是广义基金在2月净买入政金债达1003亿元，而在1月则是大举净减持1975亿元。

相比之下，全国性大行、保险增持力度有所减弱。据国泰君安证券统计，2月全国性大行在中债登和上清所托管量新增719亿元至26.47万亿元，环比少增601亿元；2月保险在中债登和上清所托管量小幅增加73亿元至1.88万亿元，环比少增148亿元。此外，2月境外机构配置情绪仍较高，在中债登和上清所净增持310亿元至1.28万亿元，连续12个月增持国债。

国泰君安证券覃汉点评称，由上述数据可知，2月债市行情不单由银行 “早买早受益”的季节性配置需求驱动，交易盘大举加仓甚至重新加杠杆也是重要买盘动力。

供需关系生变

利率波动归根到底源于供需力量对比的变化。市场人士指出，今年1至2月，供需关系明显有利于债市反弹行情的演绎，但进入3月份，债券供给节奏加快，叠加市场对资金面边际趋紧的预期，以及监管对市场需求的抑制，供需关系正悄然生变，此前推动债市回暖的“主力军”还能否发挥作用？被视为后续债市能否保持反弹的主要变数之一。

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，导致债券供给快速上升。据Wind数据的不完全统计，今年3月截至13日，已发行国债700亿元、地方债570.52亿元、政策性金融债1407亿元，供给节奏较前两个月明显加快。

中信证券明明表示，通过对往年利率债发行数据的统计看到，每年第二季度的发行量均高于第一季度，部分年份显著高于第一季度，第二季度债券供给压力不可小觑。

中金公司指出，今年财政赤字率按2.6%安排，预计国债净增量在1.43万亿元左右；从节奏上看，今年前两个月国债发行节奏与去年基本一致，但净增相对偏慢，后期预计有一定的净增压力。地方债方面，今年地方债的净增量可能要多于3.91万亿元。预计3月和二季度，地方债供给压力将明显增加。

而在金融去杠杆持续、监管政策将逐步落地的背景下，目前市场对债券需求的预期相对谨慎。明明认为，在当前实体融资需求韧性较强、资金持续从表外回归表内的情况下，表外配债需求力量在收缩当中，表内相对青睐派生存款的高效能资产，债券配置需求恢复还需时间。另外，当前居民加杠杆进入下行周期，地方债务约束加强，融资需求有放缓趋势。此外，在持续去杠杆、去通道、去委外，严控金融风险的背景下，金融监管的影响仍将继续，对于债券需求负面影响较大。

总的来看，债券的供需压力仍是今年制约市场的一个重要因素。如中金公司所言，一季度由于发行量较低，并不能验证这种压力，需要到二季度，随着国债、地方债和政策性银行债开始密集发行，才能验证这种供需压力对市场形成多大的影响。

经济仍是关键

除供需压力外，目前市场对债市能否持续反弹的关注点还集中在基本面、政策面和资金面。综合来看，资金面波动、监管节奏和力度，仍是影响市场短期波动的主要因素，但判断“债牛是否回归”的关键仍在于经济基本面。

分析人士指出，从资金面看，在全球货币政策处于紧缩周期、我国货币政策维持稳健中性的背景下，即便资金面因短期扰动有所波动，资金面紧平衡仍是大概率事件，整体有助于利率中枢水平企稳；从政策面看，金融去杠杆任务尚未完成，监管政策仍将陆续落地，但双支柱调控下，监管协调推进预计对市场的影响相对可控。不过当前机构对经济基本面的判断分歧较大，未来经济基本面对债市行情方向将起到决定作用。

基于对经济基本面的预期分歧，目前债券市场卖方机构形成了旗帜鲜明的两大阵营。以海通证券、联讯证券为代表的多头，对“债牛回归”充满信心。

海通证券姜超团队指出，2018年以来社融增速持续回落，意味着经济已步入去杠杆阶段，而M2增速逐步趋稳，意味着金融去杠杆到了中后期，M2和社融增速差距缩小，意味着资金供需改善。姜超认为，无论是2017年末企业贷款利率的回落，还是今年以来债市的全面上涨，都印证利率的拐点已经出现，未来债市的每一次调整，都是投资机会。

联讯证券李奇霖表示，今年债券市场的驱动逻辑已经从防风险、强监管转向了基本面。从年初的融资数据和周期品价格表现来看，企业融资难度在逐步加大，主动去库存周期即将开启，经济基本面对债券市场的支持越来越明显。

而以华创证券为代表的空头，则持相对明确的谨慎观点。华创债券固收研究团队指出，整体而言，1-2月经济基本面并未显示出明显下滑的迹象，目前经济尚未出现拐点信号，而通胀压力依然存在；此外，美联储加息、金融监管、资金面收紧等压力仍然存在，在目前的资金价格下，短端收益率下行空间已经十分有限，长端收益率在经济支撑下也难有大幅度下行。

孰是孰非，需要等待更多经济数据的验证，近期债市行情以震荡为主，也体现了市场多空分歧加大。对投资者而言，市场人士指出，站在当前时点，考虑到收益率已经下行较大幅度，短期来自资金面和政策面的扰动因素可能增加，建议投资者暂且观望为主，等待后续更明确的信号。

■观点链接

申万宏源：政金债配置结构优化

综合观察1、2月份政金债的配置情况可见，全国性商业银行共增持政金债1067亿元，去年1、2月份则为减持442亿元，今年全国性商业银行对政金债的配置明显好于去年。反观广义基金，今年1、2月份共减持政金债972亿元，去年1、2月份共增持303亿元，今年广义基金对政金债的配置明显弱于去年。整体来看，今年年初政金债的配置结构要略优于去年。一方面是受春节前央行以普惠金融定向降准和临时准备金动用安排释放流动性影响，资金面较宽松；另一方面，和去年同期相比，债券的配置价值在逐步显现。

国泰君安：提升进攻性 避免踏空

未来一个季度债市最大的风险，是踏空风险。虽然债市迎来一轮反弹时间最长、幅度最大的上涨行情，但多数自营交易盘一季度仍以‘票息+杠杆’策略为主，长久期进攻性在业绩上没体现出显著差异，排名差距很小。二季度债市利率仍有较大的下行动力，曲线将从牛陡转向牛平，投资者应重视这轮反弹的持续时间和幅度，加大长久期利率债的进攻性，避免出现踏空风险。

方正证券：行情存在高度不确定性

目前行情右侧还很难确认，行情仍然存在高度不确定性。即使这是一轮交易性行情，当前在参与波段上也需慎重，毕竟广义基金的脆弱性冲击市场的哪个时点具有高度的模糊性和不可预测性。在密切关注环境演变的同时，考虑市场的配置价值仍然是更加稳妥的方案，建议增配进可攻、退可守的短期（3年及以下）AAA级国企债。（王姣 整理）

资金面将回归紧平衡

□本报记者 马爽

13日，央行开展600亿元逆回购操作，单日净投放600亿元。市场人士表示，央行连续实施净投放，有力应对税期等因素影响，有助于稳定市场预期，下半月资金面料有所收紧，但出现持续大幅波动的可能性仍小。

资金面边际收紧

13日，央行连续第二日实施流动性净投放，当次开展300亿元7天期和300亿元28天期逆回购，因无央行流动性工具到期，故全部实现净投放。央行公告称，此举是为对冲税期等因素的影响，维护银行体系流动性合理稳定。

进入中旬，税期因素对流动性的影响逐渐加大。3月份主要税种征期到15日结束，从以往经验来看，税收清缴入库对流动性影响较大的时候主要是15日及其前后两三个工作日。在此背景下，本周初央行重启公开市场操作，并连续实施资金净投放。

从货币市场来看，目前市场资金面尚且平稳，但资金利率已呈现低位反弹，机构对跨季资金需求也逐渐上升。

13日，银行间债券质押式回购交易中，各期限利率全线走高，其中隔夜回购加权平均利率涨6BP至2.64%；代表性的7天期回购利率上行8BP至2.91%；中等期限的14天、21天品种则分别上涨25BP和19BP；更长期限的1个月回购利率持稳于4.95%，2个月品种小涨至4.93%。此外，当日1个月以内的Shibor也多现上行，隔夜Shibor涨5BP至2.64%，跨季的1个月Shibor涨4BP至4.41%。

交易员称，昨日早盘市场资金面略显收紧，短期资金融出不多，价格走高，但临近午盘各机构逐渐轧平头寸，资金面呈现紧平衡。

下半月料以紧平衡为主

财政收税、法定存款准备金补缴及季末监管考核将是影响3月下半月流动性走向的几项主要因素。税期和准备金缴款令短期资金面承受边际收紧压力，但市场主要关注的还是监管考核的影响，资金面最终表现取决于央行如何对冲这些因素的影响。

面对税期扰动，本月央行的行动及时有力。本周初，市场资金面并未出现太明显的收紧，但央行已重启了公开市场净投放操作，且预计会在今后几日得到延续；通过持续以较大力度开展逆回购操作，央行可有效平抑税期因素影响，毕竟3月份并非税收大月。“预计到15日前后，央行将进一步加大操作力度，资金面平稳度过税期和15日例行缴准是大概率事件。”有交易员表示。

而进入3月以来，跨季资金需求逐渐增加，跨季资金利率持续走高，表明市场对季末流动性波动风险仍不无担忧。数据显示，自3月2日以来，可跨季的1个月Shibor已连续8日走高。而此前一些卖方分析师提示，春节后资金面面临的真正考验在季末，尽管春节前后资金面持续宽松，但不应对监管考核的影响掉以轻心。

有机构担心，日益复杂的考核指标引发的季节性流动性摩擦恐有增无减，2017年末货币市场上演的极端结构性紧张就是前车之鉴。

“另需警惕的是，因春节前后流动性一直偏宽松，一些机构重新加大了操作杠杆，这有违监管取向，可能引发流动性政策再度纠偏。”有交易人士表示。

但不少人士认为，保持流动性合理稳定、中性适度是明确的政策取向，这意味着流动性运行不会持续偏松或偏紧，在面对季末多因素可能引发的流动性大幅波动风险时，央行大概率会开展调控，下半月资金面料以紧平衡为主。

地方债供给初露锋芒

3月13日，贵州省、内蒙古自治区分别招标发行了当地2018年首批地方政府债券，发行总额达555.5亿元。据统计，本周已发及待发的地方债已接近900亿元，地方债供给初现放量态势，对债券市场供需关系造成的影响值得关注。

13日，贵州省财政厅公开招标发行了该省政府2018年第一期3年期、第二期7年期一般债券，以及第一期3年期、第二期7年期专项地方债，合计410亿元。据招标结果公告，此次贵州省3年期一般债中标利率为4.03%，3年期专项债中标利率为4.14%，7年期一般债中标利率为4.32%，7年期专项债中标利率为4.32%，均完成足额发行。

同日，内蒙古自治区招标发行了该区政府2018年第一期3年期、第二期5年期、第三期7年期和第四期10年期一般债券，以及第一期5年期、第二期10年期专项债券，合计145.5亿元。据招标结果公告，此次内蒙古3年、5年、7年和10年期一般债中标利率分别为3.97%、4.16%、4.29%、4.32%，5年期、10年期专项债中标利率分别为4.15%、4.35%，均完成足额发行。

据已有数据统计，本周已发及待发的地方债已达24只，发行总额894.18亿元，较上一周的6只/160.52亿元大幅增加。

进入3月以来，地方债发行频率逐渐上升，发行量持续增加，供给放量态势已比较明显。结合往年情况看，3月份地方债发行量很可能较2月份大幅增加。作为地方债的投资主力，商业银行在地方债供给放量形势下，还能否“腾出手”配置其他债券存在疑问。（王姣）

债券一级市场行情降温

13日上午，国家开发银行招标三期固息增发债券，中标利率均低于二级市场水平，但代表性的10年期品种一二级利差小、投标倍数不高，显示已持续逾两月的一级市场火热市况出现一定降温迹象。

国开行此次招标的是该行2018年第一期1年期、第三期3年期和第五期10年期金融债的增发债券，均为固息债券，本次发行规模分别为60亿元、80亿元和90亿元。据悉，此次1年期增发债中标收益率为3.9785%，全场倍数4.48，边际倍数2.36；3年期增发债中标收益率4.6252%，全场倍数3.15，边际倍数5.80；10年期增发债中标收益率4.7825%，全场倍数2.79，边际倍数10.19。

此次招标的3只增发债中标收益率均低于二级市场利率水平。中债到期收益率曲线显示，3月12日，待偿期接近1年、3年和10年期的国开债收益率分别报4.1880%、4.7123%、4.7989%。其中，1年期和3年期增发债中标收益率较低、投标倍数较高，延续了近期利率债招投标的一贯良好表现，但代表性的10年期品种的定价和认购情况均稍逊一筹，反映出在经历近期收益率下行后，市场参与者对长期限品种的谨慎情绪有所上升。（王姣）

债市短期陷入震荡格局

□本报记者 王姣

伴随着资金面边际收紧，债市反弹按下“暂停键”。周二（3月13日），10年期国开债收益率盘中一度上行逾4BP；10年期国债期货主力合约收盘大跌0.31%，创逾一个月最大跌幅。

市场人士指出，在连续多日回暖后债市出现调整并不意外，一方面，进入3月中旬，缴税、缴准压力下资金面边际趋紧；另一方面，随着地方债发行，债券供给开始放量，债市供需关系边际恶化。短期来看，债市可能陷入震荡，这一格局的打破则需要经济基本面的明确信号。

债市明显调整

3月13日，连续回暖多日后债市出现明显调整，国债期货全线明显收跌。

从盘面上看，昨日银行间现券收益率明显上行，国开债调整幅度大于国债。10年期国开债活跃券170215开盘报4.8750%，日内呈震荡上行之势，下午一度上行4.5BP至4.92%，尾盘略有回落，最后一笔成交在4.9175%，较上一交易日收盘价4.8750%上行4BP；10年期国债活跃券180004收益率最新报3.84%，上行1BP。

13日，中金所10年期国债期货主力合约T1806早盘低开低走，午后跳水，尾盘再度明显下行，截至收盘报9.695元，较上日大跌0.31%，创逾一个月最大跌幅；5年期国债期货主力合约TF1806跌0.16%，报96.445元。

市场人士认为，昨日债市出现调整，主要有两点原因，一方面，尽管央行公开市场操作连续两日净投放资金，但税期扰动影响渐显，资金面出现边际趋紧的迹象，代表性的DR007加权利率昨日大幅上行8BP至2.91%；另一方面，随着地方债发行启动，债券供给开始放量，昨日就招标发行了230亿元国开债和555.5亿元地方债，叠加市场对3月底之后监管政策将陆续落地的预期，供需压力开始显现。

料陷入震荡格局

市场人士指出，对债市而言，短期内无论资金面还是政策面均无利好，市场观望情绪较浓，债市的聚焦点正逐渐回归基本面，即将公布的工业以及投资数据或给予市场一定指引，总的来说，预计未来一段时间债市将陷入震荡格局。

国泰君安证券覃汉团队指出，本轮债市牛陡行情在于流动性好于预期的修正，预计监管对于市场的影响权重将会大幅下降，市场分析框架将回归基本面。本轮经济周期复苏可能出现反复，央行货币政策态度也开始转向偏宽松。预计未来一段时间，债市收益率仍有下行动力，曲线将从牛陡转向牛平。

华创债券固收团队指出，虽然目前市场情绪仍较为乐观，但边际变化已经悄然出现。一方面，机构杠杆不升反降，既体现出监管去杠杆效果不断显现，也反映出机构对债市趋势性机会依然不乐观。另一方面，资金成本呈现出触底反弹迹象，长端信用进一步下行空间有限，城投债利率整体上行所反映信用风险担忧加剧。该机构认为，本轮交易行情已近尾声，未来利率仍有较大反弹压力。

多空分歧加大之际，债市短期料陷入震荡格局。就投资策略而言，中信建投证券黄文涛团队指出，在当前收益率水平以及当前时点，如果是已经买入的，可以持券再看看，但没有买入的，现在并不是追的时候。债市更确定的交易性机会，仍需要等待资管新规落地后，基本面下行以及货币政策边际放松的实际确认。

汇市波澜不惊 人民币难改震荡

□本报记者 马爽

两连升之后，13日，人民币对美元转为呈现窄幅震荡，16:30收盘价小跌58基点。市场人士指出，短期内美元走势面临一定不确定性，汇市缺乏方向感，料人民币汇率走势难脱离震荡运行格局。

止步于两连升

受美元走势影响，13日早间，人民币对美元汇率中间价设于6.3218元，较上一日调高115个基点，为连续第二日上调。12日国际汇市纽约时段，美元指数继续弱势下行，收盘跌破90点整数关口。

市场人士称，美国劳工部先前公布的2月份非农就业报告“喜忧参半”，虽然当月就业人数维持强劲增长，表明美国就业市场形势依旧良好，经济扩张势头仍在持续，但充分就业状态尚未引起薪资较快增长，从而削弱了市场对通胀压力上升、推动美联储加快升息的预期。该份报告披露后，美元有所走弱。

“近期人民币对美元汇率继续跟随美元波动，在美元走势偏弱情况下，人民币中间价和即期市场汇率连续小幅走高，但短期内美元走势仍存在不确定性。”交易员表示，美元并未脱离近期运行区间，人民币仍以震荡为主。

13日银行间外汇市场上，人民币对美元询价交易开盘后一度冲高至6.3170元，但此后逐步收敛涨幅，16:30收盘价报6.3294元，较前收盘价小跌58基点。同期，美元指数止跌并小幅反弹，市场参与者密切关注即将公布的美国2月份通胀数据。“若2月份美国通胀数据超预期，打消先前薪资数据带来的顾虑，美元则有望重启升值，非美货币将相应承压，反之，料美元难改弱势震荡走势。”前述交易员表示。

延续区间震荡

分析人士认为，短期美元走势面临一定不确定性，外汇市场运行方向不明，人民币可能难改近期的区间震荡运行格局。

2月份以来，美元指数打破先前单边下行势头，当月反弹1.74%，为2017年11月以来首现月度上涨，但进入3月以来，美元指数再度回落，近期一直以弱势震荡为主。

缺乏增量利好的支持，可能是抑制美元涨势的主要因素。市场普遍认为，在全球经济同步复苏形势下，只有美国通胀上升加快美联储升息步伐，才可能助推美元重返升势，1月份薪资增长加快，一度引发了市场对美联储今年将加息4次的讨论，但还需更多数据支持。而与此同时，鉴于美联储议息临近，本月再次加息的悬念不大，美元也未必会大幅走弱，毕竟当前美元基本面依然较为强劲，货币政策调整仍然领先于其他主要经济体。

综合考虑，分析人士认为，未来一段时间，美元可能不会脱离震荡运行的大格局。就人民币汇率而言，预计将继续跟随美元汇率波动，在经历去年底今年初一轮较快升值之后，人民币若要进一步走强，也需要更多利好经济数据的支持。

兴业研究报告称，维持3月22日美联储加息前，美元对人民币区间震荡的判断。美联储加息“靴子”落地后，美元对人民币震荡区间可能下移，但在美元指数再度趋势下行之前，美元对人民币前低仍较为牢固。

■评级追踪

新世纪上调物美集团评级

新世纪评级日前发布公告，将物美控股集团有限公司的主体信用等级由AA上调至AA+，评级展望维持稳定，将“15物美控股MTN001”、“15物美01”、“15物美02”信用等级由AA上调至AA+。

新世纪评级表示，上述决定主要基于四点考虑：一是国内零售行业发展态势向好，物美集团作为国内知名商业零售企业，零售业态呈现多元化，区域竞争优势较明显，且具备协同效应。二是近年来物美集团经营规模持续扩大，营收保持增长，2017年末存量货币资金为41.95亿元，能对债务偿付提供必要保障。三是该公司通过下属公司取得百安居中国的控制权，业务领域拓展至家具建材领域；四是随着物美商业私有化的完成及控股百安居中国，物美集团本部可直接动用资源大幅增加。公司拥有一批分布在一二线城市的自有物业，市场价值高，能为公司偿债提供进一步支撑。（张勤峰）