

大涨非“迎春花” 债市将返璞归真

□本报记者 王姣

俗话说，“春分送春牛”。今年春分前后，债券市场再度演绎一波“牛气十足”行情，23日，10年期国开债收益率大幅下行逾12BP，将这波行情推向最高潮。然而，在10年期国债收益率快速下行近30BP后，追还是不追，是摆在大部分投资者面前的难题。

“利率过快下行与流动性、监管趋勢并不相符，存在一定风险。”市场人士称，春节假期后流动性持续宽松，是本轮债市行情的主要驱动力，近期国际贸易摩擦推升避险需求，进一步点燃了市场的做多热情，但流动性最宽松的时点即将过去，情绪催化的多头行情也难以持续，债市短期波动后必将回归基本面，而经济有韧性、流动性回归中性、监管政策逐步落地的背景下，难言债牛拐点到来，后续利率仍将反复波动，投资者不宜过度追涨。

收益率超预期下行

上周债券市场延续涨势，下半周长端利率单日下行逾5BP的情形频频重现，市场做多情绪加速释放。

从盘面上看，上周四（3月22日），美联储加息、央行上调逆回购利率的“靴子”落地后，债券期货、现货市场联袂大涨，其中10年期国债期货主力合约T1806盘中上涨0.3%，10年期国开债活跃券170215收益率大幅下行近6BP逼近4.80%关口。

23日，因贸易摩擦推升避险需求，多头乘胜追击，T1806合约盘中强势涨幅0.9%，收盘大涨0.64%报93.97元，创5个月新高；现券表现同样强劲，10年期国开债活跃券170215收益率盘中下探4.67%，下行幅度超过14BP并创逾4个月新低，10年期国债活跃券180004收益率也大幅下行4.5BP至3.70%。

与此同时，银行间活跃券成交明显放量，据货币中介数据，170215在22日和23日的成交笔数分别达476笔和782笔，接连接刷新今年以来纪录。

从中债估值来看，单3月23日这一天，中债10年期国债、国开债收益率就分别下行了5BP、12BP，单日下行幅度为历史罕见。过去一周，中债10年期国债收益率从3.82%下行至3.70%，10年期国开债收益率从4.84%下行至4.66%，短短5日分别下行12BP、18BP，下行的速度和幅度超出市场预期。

“上周四、周五长端利率下行之快，超出我们的预期，本轮债市大涨为2017年抢跑行情的升级版，背后存在多重利好驱动，而从节奏与幅度来说，多头逼空的迹象非常明显。”国泰君安证券覃汉点评道。

内外因素共振 人民币上演单日急涨

□本报记者 王姣

3月26日，人民币对美元意外向上突破近期运行区间，最高升破6.26元，逼近2月初高点，离岸人民币一度涨逾500基点。外汇分析人士指出，倘若美元保持弱势，人民币对美元料将延续波动上行势头，再度挑战6.25元关口。

突现单日急涨

26日，人民币突然打破维持近1个多月的震荡运行格局。早间，人民币兑美元汇率中间价设于6.3193元，较前值上调79基点，调整幅度并不大。银行间外汇市场上，人民币兑美元即期询价交易开盘后表现也相当稳定，早间基本就在前收盘价附近盘整，午后的14:30前后，人民币仍维系横盘运行，随后汇价突然拉高，紧接着



谁点燃了做多热情

不少业内人士认为，美联储加息“靴子”落地、国际贸易摩擦升级是上周债市大涨的催化剂，但总的来看，这波行情仍是债市修复性行情的延续。

国信证券董德志团队分析称，过去一周债市大涨的主要原因有三点：一是流动性继续维持宽松；二是美联储加息后，央行上调公开市场操作利率的幅度略低于预期；三是贸易摩擦再起，市场担忧经济基本面有下行风险，且投资者避险需求大幅升温。

分析指出，上周五债市大幅上涨，是在贸易摩擦升级的预期驱动下，一次情绪的集中宣泄。但这次情绪宣泄的背后，则是资金面持续超预期宽松、同业存单利率显著回落等众多利好因素持续发酵的结果。

市场资金面自2月初以来持续保持较宽松状态，临近一季度末仍没有明显收紧迹象，这一表现显然超出市场预期，也被视为春节后债市这一波修复行情的重要推手。

数据显示，春节过后，货币市场利率始终维持在较低水平平稳运行，3月以来，代表性的7天期回购利率震荡下行，23日收盘报2.70%，较2月底累计下行约30BP，且进入3月下旬后快速下行了13BP。

“在贸易摩擦等催化因素的背后，资金面超预期宽松、存单利率明显回落、黑色系商品下跌是行情能如此演绎的一个大前提。正是开年来的资金利率下行，为长债收益率提供了下行空间。”天风证券孙彬彬表示。

孙彬彬指出，资金面持续宽松的同时，同业存单利率的回落为交易盘做多进一步提供了理由。数据显示，近半个月，AAA级的3个月同业存单发行利率从4.8%左右快速下降至4.2%左右。

总的来看，资金面持续宽松、货币利率维持低位，为债券收益率的下行打开了

空间，同业存单利率“跳水”、央行温和小幅上调逆回购利率、贸易摩擦弱化全球经济复苏预期等因素则助推了这一波行情。

短期追涨有风险

截至3月23日，近期波债市行情中，10年期国债收益率已累计下行近30BP。目前摆在大部分投资者面前的问题是：债市行情至此，还能不能追？

本周一（3月26日），债市明显回调，10年期国债期货主力合约盘中下跌0.24%，10年期国开债收益率一度上行逾3BP，令不少投资者再度却步。对此，孙彬彬团队分析称，既然资金利率的超预期宽松，为债券收益率的下行打开了空间，而黑色系价格下跌、贸易摩擦更多起到催化剂作用。那么行情能否延续的关键就在于资金面宽松能否延续，而资金宽松延续的关键在于央行是否会因为当前的局面而调整其政策重心。

市场人士普遍认为，目前资金面宽

观点链接

海通证券：债牛强势来袭

债市自1月初以来持续反弹，主因资金面宽松及银行资产配置调整。在美联储加息预期落地和中美贸易摩擦升级之时，债牛强势来袭。往后看，3月国内经济面临边际压力，出口形势受贸易摩擦和欧洲经济转弱影响，通胀短期不是主要矛盾。银行表外非标受限，表内贷款额度受限，在对未来经济基本面较谨慎的情况下，配置盘趋于活跃，交易盘近期也加大做多力度，债牛确定性越发明确。

方正证券：谨慎参与此轮行情

在中期维度下，市场还很难确认右侧，但在短期维度下，市场行情可能会随中美贸易摩擦的情势存在微调。一

松、季末流动性预期改善，对短期债市偏利好，但市场反应可能已经较为充分，在经济基本面有韧性、金融去杠杆持续推进的背景下，流动性超宽松的局面将难以持续。如中信证券固收首席分析师明明所言，如果资金面长期处于宽松状态，债市杠杆及期限错配可能再次抬头。考虑到金融监管机构改革落地及人员履新后，将继续推进金融防风险、强监管的进程，未来资金面有趋紧的可能。

站在当下，市场对后市预期出现了一定的分歧，但总的来看，市场情绪主要仍在经济基本面和政策走向之间纠结。多数机构倾向于认为，贸易摩擦导致的避险情绪升温有利于债券市场，但贸易摩擦对经济的影响仍待观察，而监管政策或将再次进入落地密集期，短期内债券交易空间或已有限，需警惕收益率加速下行后的回调风险，中长期而言，伴随着监管政策的陆续落地，债市的聚焦点正逐渐回归基本面。

“整体来看，3月底前做多有利条件并未完全消失。进入4月，基本面的走向、贸易摩擦演化等诸多因素的推进，伴随地方债等利率品供给放量，行情演绎不确定性仍无法完全排除。”孙彬彬认为，在目前位置上，首要考虑的不是踏空风险，而是稳定收益，所以建议耐心等待央行更为明确的信号。

明明进一步指出，中期来看，流动性回归中性、监管和去杠杆推进，对债市收益率有向上压力；长期来看，经济基本面存在一定不确定性，在国内实体去杠杆及美国进口限制下实体需求可能受到压力，而国内财政政策继续保持积极，基建投资能否继续支撑实体增长仍待观察。

一旦货币无法宽松，行情注定还是由羸弱的预期推动，最多能带来一个收益率更深的底部，但无法带来一个风险更低的市场。依然建议谨慎参与此轮行情。建议以配置思维思考当前的投资策略，超配进可攻、退可守的3年及3年以内国企AAA，慎言扩杠杆、拉久期及信用下潜。

平安证券：收益率下行空间有限

目前来看10年期国债收益率进一步下行空间已非常有限，二季度债市还可能由于货币政策收紧、监管加快而面临一定的调整压力，部分较为乐观的市场预期面临修正；债市在当前时点追高意义不大，而在经济下行压力逐渐凸显之后，下半年债市的交易性机会将更为显著。（王姣 整理）

国债期货将转为震荡

□本报记者 王姣

继上周五暴涨后，本周一（3月26日）债券期货、现货市场双双回调，10年期国债期货主力合约收跌0.16%，10年期国开债收益率上行逾4BP。市场人士指出，市场对中美贸易摩擦的担忧有所降温，同时季末资金面、监管政策等不确定性犹存，加上前期利率快速下行也存在技术性回调压力，市场谨慎情绪再起，预计国债期货市场将转为震荡。

期现货双双回调

26日，债券市场未能延续前一日涨势，现券收益率一路上行，国债期货偏弱震荡，期、现货市场均出现回调。

昨日银行间现券收益率明显上行，其中10年期国开债活跃券170215首笔报4.73%，尾盘出现加速上行，盘中最高触及4.7650%，最后一笔成交在4.7625%，较上日收盘价上行逾4BP；10年期国债活跃券170025收益率尾盘报3.75%，较上日大幅上行5BP。

期货市场上，10年期国债期货主力合约T1806低开于93.85元，日内最低下探93.72元，最大跌幅约0.24%，随后小幅回升，收盘报93.8元，较上日结算价跌0.16%；与此同时，5年期国债期货主力合约TF1806收报96.975元，较前结算价跌0.05%。

值得注意的是，此前一日（23日），受中美贸易摩擦引发避险需求升温催化，国债期货市场表现强劲，10年期主力合约曾触及94.225元的高点，盘中涨幅超过0.9%，5年期主力合约涨幅也大涨0.48%。

市场人士认为，上周债券市

场对资金面宽松、国际贸易摩擦已有较充分反应，随着市场情绪回归平静，本周一市场有所回调符合预期，且考虑到季末资金面、监管政策等不确定性因素，债市并不具备持续快速上涨的基础。

料高位震荡

分析人士指出，贸易摩擦对经济的影响仍待观察，后续资金面宽松程度大概率趋于收敛，且监管政策将继续落地，预计债市将进入高位震荡格局。

中信证券明明表示，中美贸易摩擦可能对我国总需求造成一定向下压力，一定程度上有利于债市。但从目前状况来看，贸易摩擦对总需求及经济增长的影响不至于很大。综合而言，预计贸易摩擦对我国债市影响较为中性，上周五的债市上涨已较充分甚至超过了贸易摩擦的效果。

华创证券指出，上周资金面宽松、美国加息落地、贸易摩擦引发经济悲观预期等因素集中反应，债市交易情绪高涨，但迫不及待的交易充满风险，目前并没有证据表明基本面下行拐点到来、货币政策放松、监管对市场影响缓和。面对中长期的不确定性，更应关注短期较为确定的因素，包括二季度资金面收紧、利率债供给放量、监管落地以及海外货币政策收紧节奏加快等因素的冲击，建议投资者注意安全边际，谨防去年二季度的走势重演。

市场人士认为，尽管短期市场偏乐观，但市场仍然存在一些不确定性因素带来的风险，如监管节奏或重新加快、流动性状况可能有所收紧、供给放量在即、海外市场收益率上行等，一段时期内债券期货、现货市场大概率将保持高位震荡，建议投资者谨慎乐观，注意安全边际。

农发行增发债需求尚可

3月26日，中国农业发展银行招标的两只固息债中标收益率均低于二级市场水平。中债到期收益率曲线显示，3月23日，市场上3年期和5年期农发行到期收益率分别为4.5070%、4.6255%。

农发行昨日招标的是该行2018年第二期3年期和第三期5年期金融债的增发债，均为固息债券，本次发行规模均为60亿元。市场人士透露，此次3年期农发行中标收益率为4.4386%，全场投标倍数3.11，边际倍数29.50；5年期农发行中标收益率4.5720%，全场倍数2.56，边际倍数3.63。

3月份中央国库定存利率反弹

26日，财政部、人民银行招标的3个月期中央国库现金管理商业银行定期存款中标利率落在4.62%，较前次操作上行12BP，仍处于近几年高位水平，反映出银行仍面临一定负债压力。

财政部、人民银行此次招标的是今年第三期中央国库现金定存，存款量500亿元，起息日为2018年3月26日，到期日为2018年6月25日，期限3个月。

今年以来开展的三次中央国库现金定存操作，期限均为3个月。操作利率方面，1月15日第一期操作中标利率为4.70%，2月7日第二期操作为4.50%，本期操作中标利率介于两者之间。

值得一提的是，近期银行同业存单发行放量，结构性存款大幅上升，也表明今年负债争夺比较激烈，银行负债端压力仍然比较大。（王姣）

评级追踪

联合资信 下调丹东银行评级

联合资信日前发布公告，决定将丹东银行股份有限公司长期信用等级由AA-调整为A+，“16丹东银行二级”债项信用等级由A+调整为A，并将其列入信用评级观察名单。

联合资信表示，据丹东港发布公告，丹东银行已于2018年2月7日向丹东市仲裁委员会提出仲裁请求，请求解除丹东银行与丹东港之间的《综合授信合同》及《流动资金借款合同》，并宣布借款全部到期。仲裁申请涉及金额分别为本金约4739亿元，利息约1.06亿元，追索费用约484421万元。联合资信了解到，丹东银行对丹东港的信贷规模大、贷款客户集中度高，贷款的担保措施以丹东港股东所持股权质押及土地和部分海域使用权为主；目前，丹东银行尚未将该笔贷款计入不良贷款。鉴于丹东港信用水平恶化，其现金流仍呈现净流出状态，缺乏对债务的保障能力。（王姣）

市场人士表示，临近季末考核，本期国库现金定存期限3个月，恰好可满足机构对存款和流动性需求，因此利率较前一期上行并不难理解。与1月份操作相比，本期存款利率仍要略低一些，与年初以来短期流动性较充裕、货币市场利率中枢下移的表现相符合，但从绝对水平上看，本期存款利率仍处于2015年以来的高位，反映出机构负债压力仍未得到有效缓解。

值得一提的是，近期银行同业存单发行放量，结构性存款大幅上升，也表明今年负债争夺比较激烈，银行负债端压力仍然比较大。（王姣）

逆回购续停 财政支出力挺资金面

□本报记者 张勤峰

26日，央行逆回购操作续停，700亿元逆回购到期实现净回笼。临近季末，央行反而在净回笼流动性，这似乎有违常理。市场人士指出，央行实施净回笼恰恰说明短期流动性不成问题，季末财政支出力度较大，可部分对冲监管考核等因素影响，资金面平稳跨季的可能性在上升，但这也表明，央行对流动性“削峰填谷”操作不变，在央行持续引导下，流动性过度充裕的局面不可持续，未来料回归中性适度。

连续五日净回笼

3月26日，央行未开展公开市场操作，为连续第二日暂停操作。数据显示，当月有700亿元央行逆回购到期，实现自然净回笼，这也是央行连续第五日从金融市场净回笼流动性。

但有分析人士认为，央行实施净回笼恰恰说明短期流动性不成问题。去年以

来，央行对流动性坚持削峰填谷的操作，体现的是区间管理的思维，即在流动性偏离中性适度水平时开展逆向操作，净投放对应着资金面偏紧，净回笼对应着资金面偏松，眼下可能处于后面这种状态。

“削峰填谷”思路未变

26日，银行间货币市场利率短升长降，部分跨季资金价格上涨，但资金面整体仍保持平稳。

债券质押式回购交易方面，隔夜回购利率持稳在2.53%一线，7天期品种DR007因已跨季，加权平均利率大涨13BP至2.83%，14天和21天回购利率则分别大跌21BP和57BP，更长时期的1个月和2个月品种也双双下行。

Shibor方面，26日，除了7天期Shibor上行1.56BP之外，其余各期限均下行或持稳，代表性的3个月Shibor续跌1.38BP至4.64%。

交易员称，昨日资金供求总体均衡，早盘短期资金供给