

美债利率急升侵蚀中美利差

债市：安全边际不安全 独自上涨有点难

□本报记者 张勤峰

重上3%后，10年美债利率短短两日便涨至3.1%附近，创2011年以来新高，10年期中美国债利差则回落至约62BP，跌出“舒适区间”。分析称，当前美元汇率与利率齐涨，我国债市恐难走出独立行情，建议投资者等待利率调整后再考虑介入。

10年美债利率升破3.1%

经过反复争夺，10年期美债（本文指国债）收益率已基本确认对3%这一重要心理关口的突破。在本周初重上3%后，10年期美债收益率一鼓作气，17日盘中挑破3.1%，为最近7年来首次。

站稳3%后，美债利率继续上行的空间已被打开，这对于美元多头来说，是一剂强心剂。本周初，经过短暂休整的美元卷土重来，连涨三日，16日盘中美元指数最高涨至93.64，创去年12月下旬以来的新高。

面对美元咄咄逼人的涨势，全球资本市场正在掀起新一轮大洗牌。

最近，美元只是从三年多来的低位涨了不到5%，就已经对新兴市场货币造成了很大的震动。如继阿根廷比索遭遇失控式贬值之后，最近土耳其里拉兑美元汇率接连刷新历史低位，仅5月以来就贬值了近10%。

进一步看，年初至今，阿根廷比索对美元贬值接近30%，紧随其后的便是土耳其里拉，贬值了约17%。另外，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比的贬值幅度也较明显。

在货币大幅贬值之后，新兴市场资金外流的压力开始出现。追踪基金动向的EPFR Global公司的数据显示，新兴市场从4月底以来经历着资金撤离，投资者从新兴市场债券基金撤出的资金，达到了过去几个月的高位。

分析认为，在近期美元走强的过程中，美债利率大幅上行扮演了重要的推手。今年以来，美债收益率上行了60-70BP，大幅领先于欧债、日债等其他发达经济体主权债。按照经典的利率平价理论，汇率由两国利差决定。美债利率飙升，相对利差扩张，吸引资金流向美元，推升汇价。

而美债作为全球债市的风向标，其利率大幅波动本身也会给金融市场带来直接影响。首当其冲的自然是债市。今年以来，美债收益率再度上行，其他发达经济体债券收益率也纷纷走高。统计显示，虽然上行幅度不及美债，但今年以来10年期德债、英债收益率也分别上行了16BP、30BP。

利差收窄抑制我国债市表现

面对美元走强、美债利率走高，今年以来，人民币汇率和债券市场均表现出了相当的韧性。

5月17日，境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.4679元，较上月末的6.5342元仍升值1663个基点，升值幅度为2.55%。与先前提及的诸多新兴市场货币相比，人民币足以跻身今年表现最好的非美货币的行列。

债市方面，年初急跌过后，从1月下旬到4月中旬，我国债券市场一度走出一轮牛市行情，发行市场火爆、二级市场连续上涨，具有代表性的10年期国债、国开债收益率分别从3.98%、5.13%的位置下行至最低3.50%、4.31%。

但是债市走出独立行情的代价是中美利差快速收窄。以10年期国债为例，去年

■评级追踪

中诚信：关注越秀集团新增借款

中诚信国际信用评级有限责任公司（简称“中诚信”）15日公告称，关注到广州越秀集团有限公司（简称“越秀集团”）2018年累计新增借款超过上年末净资产40%，将对公司债务增长情况及后续偿债资金安排保持关注，并及时评估相关事项对公司未来生产经营和整体信用状况的影响。

越秀集团日前公告称，公司截至2017年末净资产658.7亿元，借款余额1516.07亿元，截至2018年4月末，公司借款余额1848.15亿元，2018年1-4月累计新增借款332.08亿元，累计新增借款占上年末净资产的具体比例为50.41%。

上海华信

信用等级被下调至B

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）15日公告称，决定将上海华信国际集团有限公司（简称“上海华信”）的主体长期信用等级由BBB+下调至B，将“15沪华信MTN001”、“17沪华信MTN002”的债项信用等级由BBB+下调至B，并将其继续列入可能下调信用评级的观察名单。（张勤峰）

11月，中美利差一度接近170BP，但今年4月最低跌至不到50BP，目前约为62BP，仍处于2011年5月以来的低位水平。

随着美元不断走强、美债利率持续走高，一些市场人士开始担心，海外市场波动将给我国债券市场行情带来新的变数。

市场人士担心人民币对美元贬值，从而制约国内货币政策放松。今年以来，国内债市从低位反弹，很重要的一个原因是央行货币政策取向出现了微调。

面对美元凌厉涨势，近期人民币对美元有所调整，但幅度远小于美元指数涨幅，人民币对一篮子货币还在升值。境内人民币汇率率差也处于较低水平，离岸市场汇率贬值预期未见异常变化。

但国泰君安证券固收首席覃汉认为，这恰恰说明市场尚未充分认识到中美经济周期错位、套息利差压缩所可能引发的持续贬值、资金外流和波动性上升风险，未来人民币汇率仍面临一定冲击。

从以往经验来看，一旦人民币面对趋势性贬值的风险，为了管控汇率贬值及可能引发的资本外流压力，央行很难放松货币政策，甚至可能适度收紧。

还有市场人士担心，美债利率上行，会直接牵引中债收益率走高，因为从一个较长的时间来看，中美利差很难长期脱离中枢水平。

覃汉表示，中美利差已压缩至60BP左右，跌出了易纲行长曾提到的80-100BP的“舒适区间”，随着美联储进

一步加息和美债利率上行，后续中美利差压缩空间已十分有限。他认为，目前国内债市投资者关注点主要在信用违约、供给放量和资金面等方面，并未对美债利率上行和人民币贬值有太充分的预期，这意味着外围冲击可能成为新的利空因素。

东方证券潘捷进一步指出，目前中美利差已处于2011年以来的低位，而从历史上看，中美利差达到低点后，国内债市收益率之后均呈上行趋势。

分析人士认为，前期债市收益率快速回落，本身就面临相对性价比降低的问题，随着二季度供给压力上升、流动性不确定性加大，债市进一步上涨动力已显不足。这一背景下，面对美元汇率与利率齐涨，利率继续下行空间更加受限，我国债市恐难走出独立行情。

并不决定运行趋势

4月下旬以来，国内债市收益率已经有所回升，这与美债收益率上涨可能不无关系。

中信资本（深圳）投资管理有限公司首席策略师赵巍华表示，近期美元走强伴随着美债收益率的震荡攀升，使得很多国家无风险利率短期内面临上行压力，并可能带来连锁影响。

值得一提的是，最近不光是美元、美债利率上涨，作为大宗商品之王的油价也创了阶段新高。17日盘中，布伦特原油期货涨破80美元/桶，是2014年11月底以来

首次。

分析人士指出，近期美元、美债及油价上涨之间存在一定的联系，油价上涨推高通胀预期，刺激美债利率走高，进而推动美元走强。在此组合下，需要警惕美债利率上行及通胀预期修正对国内债券市场的不利影响。如果美元、美债、油价进一步上涨，国内债市可能继续呈现4月下旬以来的弱势运行格局。

不过，赵巍华仍称，中期相对看好长短期无风险债券为代表的高评级品种。

中金公司研报指出，今年以来中美债市“脱钩”，有各自特定的原因，一方面，通胀预期、美联储加息、财政赤字增加，构成美债的主要风险点，促使并可能推动美债利率上行；但另一方面，随着外需不确定性上升，严监管抑制信用供给，国内经济增长压力加大，货币政策取向已有所微调，我国债市在去年大幅调整后上演修复。长期来看，决定利率、汇率走势还是基本面，因此强美元、弱美债，可能抑制我国债市上涨，但不决定运行方向。

进一步看，一些分析人士认为，美国经济复苏已经步入下半场，美元升值及利率走高对美国经济的反作用力将逐渐显现，今年以来美国一些增长指标也有转弱迹象，未来美元上行空间未必会很大，市场对美债上行空间也存在较大分歧。我国债市走向主要还将取决于经济运行及货币政策走向。短期内，债市收益率上行压力稍大一些，但上行空间总体不大。

边际利空不少 期债尾盘跳水

□本报记者 张勤峰

5月17日，资金面回暖未能推动债市延续上日下午的上涨势头，经过较长时间的盘整后，国债期货尾盘跳水，纷纷收跌；现券市场收益率小幅走高。

业内人士称，美债利率过快上行，对我国债市行情的扰动已有所显现，近一阶段，债市可能难现大的上涨行情，机会主要得靠跌出来。

资金面转暖未能提振债市

17日，国债期货市场未能延续上涨，10年期国债期货主力合约T1806合约早盘小幅高开后围绕前结算价上下波动，尾盘突然跳水，最终收报93.895元，跌0.21%。

昨日银行间债券市场上，现券收益率涨跌互现，长端小幅上行。10年期国开债活跃券180205尾盘成交在4.55%，全天上行2BP；170215早盘成交在4.64%，午后逐渐上行至4.66%、4.67%，较上日尾盘上行3BP。10年期国债活跃券180004尾盘成交在3.71%，上行1BP。

市场人士表示，随着月中税期扰动消退，市场资金面继续回暖，这也是推动上日下午后债市上涨的一个重要原因。但从昨日收盘来看，市场关注点明显不在资金面，隔夜美元升值、美债利率走高、油价上涨引起债市投资者警惕。

边际利空较多

经过4月下旬至4月中旬的一轮牛市行情，最近国内债市陷入弱势调整格局，这与海外债市调整不无关系，4月以来，中美利差快速收窄，已引起广泛讨论，部分分析人士认为，利差继续压缩空间有限，如果美债利率不能下行，则我国债市收益率可能面临上行压力。另一方面，从内部来看，资金面波动、供给压力、基本面及政策预期反复也确实导致债市陷入上涨乏力的局面。

4月下旬，虽然央行降准以置换MLF，释放出低成本的长效流动性，但市场资金面度过了今年以来最为紧张的一段时间。除了当月财政存款超季节性增长之外，市场发现，金融体系超储率依然较低，猜测这可能表明央行仍对资金面宽松引发杠杆率反弹保持警惕。市场在降准之

退，市场资金面继续回暖，这也是推动上日下午后债市上涨的一个重要原因。但从昨日收盘来看，市场关注点明显不在资金面，隔夜美元升值、美债利率走高、油价上涨引起债市投资者警惕。

进入二季度，供给压力开始上升，地方债放量趋势明显，而监管政策、负债压力仍制约银行配债空间，市场供需关系有边际走弱迹象。

此外，再融资风险引发部分民企密集违约，进一步打压债市情绪。虽然从长期看，打破刚性兑付、等级利差走阔，有利于市场需求向高等级及利率债集中，但短期密集信用风险事件可能造成流动性风险，冲击无风险利率市场。

如此背景下，债市本就上涨乏力，美元、美债利率及大宗商品涨价，无疑将进一步增加短期债市面临的压力。考虑到临近年中，资金面波动风险可能上升，市场人士仍建议短期谨慎，等待利率进一步上行再考虑重新入场。

后，对货币政策乐观预期有所降温。

4月以来，市场对基本面的预期也经历了反复修正。3月数据的低迷，一度引发对经济增长的悲观预期，但随后发电耗煤、高炉开工率等高频数据指向工业生产可能并不弱，最近发布的4月份工业增加值数据印证了债市投资者的担忧。经济基本面悲观预期下降，也制约债市进一步上涨。

进入二季度，供给压力开始上升，地方债放量趋势明显，而监管政策、负债压力仍制约银行配债空间，市场供需关系有边际走弱迹象。

此外，再融资风险引发部分民企密集违约，进一步打压债市情绪。虽然从长期看，打破刚性兑付、等级利差走阔，有利于市场需求向高等级及利率债集中，但短期密集信用风险事件可能造成流动性风险，冲击无风险利率市场。

如此背景下，债市本就上涨乏力，美元、美债利率及大宗商品涨价，无疑将进一步增加短期债市面临的压力。考虑到临近年中，资金面波动风险可能上升，市场人士仍建议短期谨慎，等待利率进一步上行再考虑重新入场。

中报降至3.4%-3.6%区间内的判断。

中金公司：在利率上行中增加配置

在美元利率上升和美元走强背景下，国内债券收益率上下空间都不是很大，但随着二季度债券供给量回升以及扩大内需“情况下”的稳增长措施增加，中长期债券收益率后续可能会上升，投资者可以等待收益率回升的过程中逐步增加配置。（张勤峰 整理）

■观点链接

东方证券：关注油价对通胀影响

年内通胀压力可控，但随着下半年猪价对CPI同比的拖累将减缓，如果油价因地缘政治事件等因素出现超预期上涨，两者叠加共振，CPI上行压力将大幅增加。中性情况下，猪价和油价形成共振影响，CPI整体压力可控，但基数效应下，下半年猪肉对CPI的拖累将减缓，如果猪价和油价中任何一项超预期上行，CPI上行压力将陡增。

昨日银行间债券市场上，现券收益率涨跌互现，长端小幅上行。10年期国开债活跃券180205尾盘成交在4.55%，全天上行2BP；170215早盘成交在4.64%，午后逐渐上行至4.66%、4.67%，较上日尾盘上行3BP。10年期国债活跃券180004尾盘成交在3.71%，上行1BP。

市场人士表示，随着月中税期扰动消退，市场资金面继续回暖，这也是推动上下午后债市上涨的一个重要原因。但从昨日收盘来看，市场关注点明显不在资金面，隔夜美元升值、美债利率走高、油价上涨引起债市投资者警惕。

进入二季度，供给压力开始上升，地方债放量趋势明显，而监管政策、负债压力仍制约银行配债空间，市场供需关系有边际走弱迹象。

此外，再融资风险引发部分民企密集违约，进一步打压债市情绪。虽然从长期看，打破刚性兑付、等级利差走阔，有利于市场需求向高等级及利率债集中，但短期密集信用风险事件可能造成流动性风险，冲击无风险利率市场。

如此背景下，债市本就上涨乏力，美元、美债利率及大宗商品涨价，无疑将进一步增加短期债市面临的压力。考虑到临近年中，资金面波动风险可能上升，市场人士仍建议短期谨慎，等待利率进一步上行再考虑重新入场。

中报降至3.4%-3.6%区间内的判断。

中金公司：在利率上行中增加配置

在美元利率上升和美元走强背景下，国内债券收益率上下空间都不是很大，但随着二季度债券供给量回升以及扩大内需“情况下”的稳增长措施增加，中长期债券收益率后续可能会上升，投资者可以等待收益率回升的过程中逐步增加配置。（张勤峰 整理）

“13金特债”将按比例折价偿付

首例企业债打折回购提供创新路径

□本报记者 王姣

今年以来，我国债券违约进入高发期，特别在部分产能过剩、强周期行业，企业债务风险有加速暴露趋势。如何妥善化解高企企业债风险、稳定实体经济发展，成为各方关注的焦点。

5月17日，陷入债务危机的新疆金特钢铁股份有限公司公告称，为最大化保护债权人利益，准备采取打折回购的创新处理方式，对2013年新疆金特钢铁股份有限公司公司债券（简称“13金特债”）进行妥善兑付。

“作为国内首个打折回购的案例，金特钢铁不但创新了高危债处理方式，更大的意义是让企业重新焕发生机，维护了企业员工利益，稳定了当地经济的发展。”业内人士点评称，相对于企业进行破产重组，债权人陷入漫长等待的不确定性中，打折回购不失为一种积极有益的创新之举，为类似企业的债务处理提供了路径参考。

13金特债拟折价偿付

5月17日，新疆金特钢铁股份有限公司（简称“金特钢铁”）发布“13金特债”2018年第一次债券持有人会议决议公告称，关于“13金特债”提前到期的议案和

“13金特债”本息按比例进行折价偿付的议案均获表决通过。

据了解，“13金特债”为无担保信用债，2013年5月23日发行，发行总额5.5亿元，期限为7年，同时附加第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。鉴于金特钢铁面临破产危机，现已无力全额偿还本期债券的本金及相应利息，多数债权人要求发行方尽快处理此债务。

据此次表决结果，“13金特债”的到期日将提前至2018年5月23日，具体提前兑付的时点和方式以公司后续公告为准。

目前公司正尽最大努力向第三方筹集资金，并确定偿债方案如下：

对于持有本期债券的机构投资者，公司将对其持有份额的本金部分，以票面价值60%的比例进行打折偿付，对其持有份额于

2017年5月23日至2018年5月22日期间产生的利息进行全额偿付。对于持有本期债券的个人投资者，公司将对其持有份额的本金，以及其持有份额于2017年5月23日至2018年5月22日期间产生的利息进行全额兑付。

对于持有本期债券的个人投资者，公司将对其持有份额的本金部分，以票面价值60%的比例进行打折偿付，对其持有份额于

2017年5月23日至2018年5月22日期间产生的利息进行全额偿付。对于持有本期债券的个人投资者，公司将对其持有份额的本金，以及其持有份额于2017年5月23日至2018年5月22日期间产生的利息进行全额兑付。

对于持有本期债券的个人投资者，公司将对其持有份额的本金部分，以票面价值60%的比例进行打折偿付，对其持有份额于

2017年5月23日至2018年5月22日期间产生的利息进行全额偿付。对于持有本期债券的个人投资者，公司将对其持有份额的本金，以及其持有份额于2017年5月23日至2018年5月22日期间产生的利息进行全额兑付。

对于持有本期债券的个人投资者，公司将对其持有份额的本金部分，以票面价值60%的比例进行打折偿付，对其持有份额于