

# 资金松无可松 债市利率下行有底

本报记者 王姣

近期资金面极为宽松，市场上7天期回购利率再次跌至2.5%以内，与央行7天期逆回购操作利率形成倒挂，1年期同业存单利率也降至3.3%，持平同期限MLF利率，资金利率似乎已降无可降，未来哪些潜在不利可能引发利率反弹？短端还能拉动长端债券利率下行吗？针对这些市场关心的问题，邀请中信证券固定收益首席分析师明明和华创证券研究所固收组组长周冠南探讨。

## 资金宽松呈结构性

中国证券报：如何解读近期市场资金利率与政策利率倒挂的现象？

明明：资金利率和同业存单利率的下行主要受货币政策不断宽松及监管边际放松影响。去杠杆以来，金融监管不断加强，表外业务受到一定的约束，部分非标融资渠道被封堵，信用风险上升，市场风险偏好下降，实体经济压力显现。目前去杠杆成效已经初步显现，央行采取诸如定向降准、降准置换MLF等积极的货币政策解决结构性问题。但金融业务创新导致银行与非银金融机构的联系更紧密，资金往来更加复杂密集，货币政策的传导也因此变得更为复杂。货币政策作为总量调节工具，在利率放松和利率紧缩时期，政策的传导效率和预期引导存在显著差异。货币政策偏向宽松，中游金融体系却可能因为风险偏好降低，导致流动性无法向实体经济输送。

资金面的改善有助于改善市场预期，减轻银行负债压力降低负债成本，进一步减轻实体企业融资困境。

周冠南：今年以来，受外部环境变化和金融去杠杆从严推进的影响，国内经济面临一定下行压力，货币政策出现边际放松，央行通过定向降准和公开市场投放资金，使得银行间市场资金成本明显降低。在央行此前连续净投放及意外进行5020亿MLF投放的背景下，近期银行间7天和14天拆借利率大幅降低，与央行公开市场同期限逆回购利率形成倒挂，且二者差值较7月初更加明显。

目前资金面持续宽松使得银行间资金成本接近公开市场操作成本，与2016年情况相似，但又有所不同，今年宽松的资金面并没有使得银行综合负债成本显著下降。2016年资金面较为宽松，银行综合负债成本较低，短端利率大幅下行，一度低于央行公开市场利率，但从超储率来看，2016年超储率维持在2%以上，显著高于今年一季度的1.3%；另一方面是因为资金宽松状态下银行间拆借成本大幅下降，叠加当时银行其他负债成本也较低，导致银行综合负债成本大幅降低，带动资产端收益率也有所下降。今年以来，银行综合负债成本明显抬高，限制短端利率下行。根据我们此前测算结果，2018年第一季度银行综合负债成本大幅提升至2.04%，同

比上升了18BP，涨幅明显。

## 潜在利空不容忽视

中国证券报：未来资金面可能面临的潜在不利因素有哪些？

明明：现在的核心问题是疏通货币政策传导通道，促进信用扩张支持实体经济。流动性需要保持在相当宽松的状态，但过度宽松的流动性反而会导致市场风险偏好下降，杠杆上升，不利于实体企业的融资。

此外，我国内现阶段货币政策较松，以保持流动性合理充裕，而美国由于联储加息、缩表进程持续，美国国债利率则有上行的倾向，中长期来看仍会对人民币汇率形成一定的贬值压力。如果货币政策继续大幅宽松，人民币兑美元汇率可能会继续下跌甚至跌破7，将会催生一定的持续贬值预期，由此形成的资本外流压力将持续冲击外汇储备规模。

周冠南：资金面宽松导致短端收益率大幅下行，收益率曲线明显陡峭。市场对资金面依然较为乐观，最直接的理由是现在公开市场无法进一步回收资金（逆回购存量为0）和经济承压，但我们认为目前资金利率已经到了极限，后期将面临如下压力：短期央行公开市场进一步投放将减少，同时MLF成本接近存单后，边际上会导致资金利率反弹；宽信用政策下，信用派生加速会消耗基础货币；外汇风险准备金率调整短期有助于稳住人民币汇率，但依然面临长期压力。

## 利率下行有底

中国证券报：结合近期监管层表态，对下半年货币政策走向有何判断？

明明：下半年财政政策预计会积极，金融监管边际缓和，紧信用开始向宽信用转变。央行将会继续以宽松的货币政策来予以支持。从目前央行逆回购余额为0，MLF余额高企的现象结合历史经验可以推测，未来央行可以选择两个途径，一个是降准置换MLF，另一个是启动正回购回笼过剩流动性。第一个途径受到汇率的约束，第二个途径受到政策信号的约束。但我们可以通过定向的方式，以正回购或其他替代工具回笼部分流动性，以保证市场流动性的总体平稳。

二季度以来，人民币汇率大幅贬值，虽然美元指数走强是其主要原因，但国内宽松的货币政策也营造了人民币贬值的环境。2008年和2011年货币政策的放松，我国和美国的政策是同向而行的。但今年我国货币政策走向宽松，而美联储由于对经济的预期向好，持续渐进加息。中美经济周期的逆向而行为人民币贬值带来了压力。尽管我国的货币政策对汇率的关注减小，但是人民币进一步贬值可能会带来外汇储备减少，也会使得央行进一步货币宽松的步伐更加慎重。

周冠南：货币政策难大幅宽松，定向调控仍是主要方式。中共中央政治局7月



中信证券固定收益首席分析师  
明明



华创证券研究所固收组组长  
周冠南

31日召开会议要求，“坚持实施稳健的货币政策，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”。跟此前的基调基本一致，这说明未来货币政策进一步大幅宽松的可能性不大，一方面，会议强调去杠杆的大方向不变，若大幅宽松会助推金融机构重新加杠杆；另一方面，会议要求，“坚决遏制房价上涨”，而大幅宽松只会进一步推升房价上涨。目前经济面临的问题是结构性问题，靠大幅宽松并不能解决，大幅宽松只有助推机构加杠杆和房价进一步上涨，未来货币政策依旧是定向调控，通过精准投放支持实体企业融资。

中国证券报：谈谈对短端、长端利率未来走势的判断。

明明：近期，我国的短期国债收益率不断下降，长端国债收益率处于波动阶段。宽松的货币政策是前期国债收益率下行的主要原因，短端利率底部震荡。目前的货币宽松和之前相比更有针对性，并且逐渐向宽信用转变，因此我们认为，国债收益率还处于下行通道，但由于汇率、货

## 观点链接

### 国泰君安：短端利率降无可降

流动性溢价已然过低，短端利率降无可降。市场利率与政策利率仅一步之遥，难再有进一步宽松余地。流动性溢价已大幅压缩至低位，如果未来物价和通胀跌不下来，短端利率恐降无可降，反而有上行风险。政策层面，重心转向稳增长、扩内需，货币、监管和财政政策均现宽松拐点。一旦在资金和项目支持下，下半年基建投资从失速下跌转为企稳回升，基本面和融资收窄支撑的债券牛市逻辑将大为弱化。

中银国际：利率下行意义被低估

短端资金利率进一步下行的空间不大，但货币政策宽松对于市场的影响并未减弱，最重要的是近一两个月央行的宽松带来了流动性溢价的明显回落，中期资金利率出现了相当大幅度的下行，3个月期限

货币政策宽松空间较小等因素，利率近期下行有底。中期来看，内需或将呈“松基建+紧地产”组合，金融与财政政策相互配合。随着后续实体投资需求回暖，长端利率波动将进一步加大。

周冠南：目前市场资金利率低于公开市场逆回购操作利率，同时MLF成本接近存单利率，但考虑到后期央行投放减少、宽信用下信用派生加速会消耗基础货币和人民币汇率压力等，我们认为资金利率已低至极限，后期进一步下行的空间较小，如果机构重新加杠杆，流动性分层或更加明显。

近期资金面依然是驱动债市行情的主要动力，但随着央行公开市场的持续暂停，资金面的边际变化或将出现，未来能否继续维持宽松存在不确定性，汇率持续贬值可能导致的外汇占款流出压力也对资金面带来潜在的不利影响。基建投资为代表的财政刺激政策正在不断加码，宽货币向宽信用的传导有望加速，收益率的下行或将迎来拐点。

存单利率较5月份高点下行幅度已经接近200BP。从今年的情况来，一方面央行的大额资金投放带来超储率快速回升，另一方面投放资金多以长期限为主，政策的延续性更强，因此今年存单利率大概率不会在下半年再出现大幅反弹。近期存单利率大幅下行的意义仍被市场低估，上半年融资的大幅下行并未标志着金融机构从“负债荒”的格局转向“资产荒”。而目前流动性溢价的回落，并且是可维持的回落，才是标志着金融机构正式走出“负债荒”的信号。

海通证券：债市将继续“牛陡”

未来牛陡趋势仍将继续：一方面，积极的财政需要实际宽松的货币政策配合；另一方面，2016年的1年期国债利率平均只有2.3%，依然远低于目前2.7%的1年期国债利率，因此债市短端利率未来仍有下行空间，债市将继续“牛陡”。（王姣 整理）

# 供需皆不利 一级市场分化加大

本报记者 张勤峰

8月8日，财政部招标的两只国债表现分化，2年期国债中标收益率高于二级市场水平，5年期国债投标倍数低于2倍。市场人士称，两只国债齐发，规模较大，而最近债市调整，需求有所转弱，供需两端均出现一定不利变化。往后看，利率债供给压力仍大，供需关系不利于收益率进一步大幅下行。

## 续发国债需求一般

财政部8日招标的是今年第十五期2年期和第十六期5年期记账式附息国债的续发券，本次计划发行规模分别为290亿元、410亿元，甲类承销团成员可追加投标。招标结果显示，此次2年期国

债中标收益率为2.8295%，全场倍数2.17；5年期国债中标收益率为3.1341%，全场倍数1.89。

从定价来看，2年期国债发行收益率明显高于中债估值收益率，5年期国债发行收益率略低于估值水平；但从认购情况来看，2年期国债投标倍数略高于2倍，5年期国债则不足2倍。总体上看，两只续发国债招标表现均差强人意。

中债到期收益率数据显示，8月7日，市场上待偿期接近2年、5年的国债收益率分别报2.7665%、3.1455%。

## 供需均现不利变化

业内人士认为，国债单次发行规模较大，考验需求端承接力度，但从二级市场行情来看，最近利率债需求也出现一定转

弱迹象。

招标结果显示，此次2年期国债实际续发290.1亿元，5年期国债续发410亿元，合计700.1亿元，远高于政策性金融债和大多数地方债的单次发行规模。而昨日不光有国债发行，农发行还招标了3只金融债，规模共140亿元。当天利率债发行总额为840.1亿元。

再看需求，最近利率债二级市场行情出现转弱迹象。国债期货连续3日下跌，跌势逐渐加重。8日，10年期国债期货T1809收盘下跌0.38%，为近两周来最大跌幅。市场上，10年期国开债活跃券成交利率在挑战4%未果后，重新回到4.10%一线。二级市场连续调整，对机构参与一级市场的意愿和回报要求也会产生影响。

总之，最近利率债供需两端均出现一

定不利变化。一级市场招投标结果出现分化，甚至转弱，也就不难理解了。

往后看，三季度是利率债供给高峰，考虑到季末发行窗口不多，供给压力可能将更多集中在7、8两个月释放，8月以来，利率债发行量稳步回升，但距离7月份峰值水平还有差距，未来仍有继续增加可能。

有交易员表示，当前已进入经济数据披露期，各方迫切希望通过数据判断当前经济运行态势和信用扩张形势，观望情绪难免加重，存在制约需求释放的一些客观因素。另外，在债市收益率普遍出现较大幅度下行之后，投资者也会考虑放慢脚步，等待更好的配置时点。短期来看，市场转入高位震荡，波动性可能加大。

# 期现货双双走弱 长债短期承压

本报记者 王姣

8月8日，虽资金面延续宽松，但7月外贸数据好于预期，财政刺激政策加码，债券市场情绪受到打压，债券期货、现货市场双双走弱。市场人士指出，在经历近两周的上涨后，目前债券市场对“宽货币”的反应已相对淡定，极度宽松的资金面能否持续存疑，而基建投资为代表的财政刺激政策正不断加码，基本面有望迎来改善，未来一段时间债券市场尤其是长债可能承压。

## 期债走出三连阴

8日，债券市场表现不佳，国债期货盘中大跌，现券收益率也明显上行。

从盘面上看，昨日国债期货低开低走，10年期国债期货主力合约T1809开盘报95.79元，早盘盘整了一段时间，10:30后跌势启动，午后继续下探，盘中

触及95.565元的低点，最大跌幅0.43%，截至收盘报95.62元，较上日大跌0.38%，创7月30日以来新低；5年期国债期货主力合约TF1809收跌0.32%，报98.23元。至此，5年、10年期国债期货主力合约均走出三连阴，本周前三日，TF1809合约累计下跌0.45%，T1809合约则跌去0.57%。

银行间现券市场也同步走软，昨日主要利率债收益率明显上行，不过资金面宽松格局下，短端上行幅度低于长端。其中10年期国开债活跃券180205收益率开盘报4.15%，虽一度回落至4.1352%，但外贸数据公布后重回上行格局，午后加速上行，尾盘高位震荡后，收报4.1725%，较上一日收盘价上行约3BP，成交笔数高达669笔；10年期国债活跃券180011收益率也是先下后上，收报3.525%，较上一日收窄42.6%。

同日，发改委和央行等五部委下发《“2018年降低企业杠杆率工作要点”》，“长端利率出现了快速反弹，这反映

出目前市场的做多情绪实际上非常脆弱，对于宽信用的预期也在不断加强，收益率进一步下行的基础并不牢固。”华创证券点评称。

## 长端利率下行遇阻

分析人士认为，短期资金面极为充裕，但流动性对债市的利好明显减弱，加之7月外贸数据好于预期，显示经济基本面仍有韧性，且财政刺激政策加码，有利于下半年经济增长，短期而言长端利率下行将遇阻。

海关总署8日上午公布的7月外贸数据好于预期。数据显示，以人民币计，中国7月出口同比增长6%，预期5.6%，前值3.1%；进口增长20.9%，预期12.5%，前值6%；贸易顺差1769.6亿元，收窄42.6%。

同日，发改委和央行等五部委下发《“2018年降低企业杠杆率工作要点”》，“长端利率出现了快速反弹，这反映

出的《通知》，提出充分发挥国有企业资产负债约束机制作用、加强金融机构对企业负债的约束、完善国有企业资本管理机制、健全企业债务风险监测预警机制、完善大型企业债务风险联合处置机制。

“客观来看，目前基本面并未增添新的利空，而政策整体还偏利好，股市即使继续下行，但空间已经不大；相应的，长端利率也再难以大幅下行。未来一段时间，投资者应该克服内心的恐惧，对于权益类资产要越跌越买；同时要克服内心的贪婪，对于长期期债券要越涨越卖。”国泰君安固收首席覃汉表示。

具体到策略方面，招商证券尹睿哲表示，目前收益率曲线短端下降迅速，短期可择机做陡曲线。然而中期来看，在“牛市陡峭化”完成形态修复后，长端利率将随短端利率下行，因此中期可以做平曲线。

# 中间价两连升 人民币急跌料告一段落

本报记者 马爽

提升引起了部分投资者的疑惑。中信建投黄文涛指出，从历史上看，人民币汇率一般与外汇储备余额呈正相关关系。但本轮汇率贬值与历史情形存在差别。首先，在“8·11汇改”后，市场对于人民币波动的承受能力大大增加，当前幅度的贬值尚不足以引起恐慌性的购汇行为。其次，境内居民的购汇并不一定带来资本流出。再次，银行并不能主动向央行购汇。即便贬值预期发酵，只要央行不在外汇市场上进行操作，就不会对外汇储备造成影响。而7月的外汇储备数据也印证了在这轮人民币贬值过程中，央行至少没有在即期市场上进行过多的干预操作。

中金公司分析师亦称，尽管7月人民币贬值有所加快且波动性上升，但外汇储备进一步上升表明央行对汇率干预十分有限。本轮人民币贬值预期及其带来的资本外流压力可能不及2015—2016年——目前人民币卖盘中狭义的“投机”头寸并不高，且并没有出现大规模外汇流出的现象。

申万宏源报告指出，外汇储备与汇率的“脱钩”可能仍将延续。中美经济基本面和货币政策的分化决定了人民币汇率短期仍有一定压力，但随着经济政策逐渐调整，基本面悲观预期可能修复，加上汇率政策转向，预计人民币继续贬值的空间已不大。分析人士称，目前央行政策工具储备充足，超过3万亿美元的外汇储备构成强大的支撑。如果未来人民币贬值预期进一步发酵，央行有足够的工具抑制人民币过度波动。短期看，美元走势方向性不强，而人民银行已表明加强逆周期调控的态度，人民币汇率急跌的过程料告一段落。

## 隔夜Shibor创三年多新低

8月8日，上海银行间同业拆放利率（Shibor）连续第10日全线下行，隔夜品种再降近20BP至1.42%，创3年多新低。

昨日Shibor整体下行4BP-8BP，幅度较前一日有所收窄。幅度最大的仍是隔夜品种，隔夜Shibor下行19.1BP至1.422%。

7月24日以来，隔夜Shibor持续走低，仅8月以来的6个工作日，就下行了超过60BP。目前隔夜Shibor已经处于2015年7月底以来的最低值。

昨日，3个月Shibor再跌

## 农发行增发债招标表现分化

8月8日，中国农业发展银行招标的3只固息金融债表现分化，短期较受青睐，长债需求一般。

农发行此次招标的是该行今年第七期1年期、第一期7年期和第六期10年期金融债的增发债，本次发行规模分别为40亿元、40亿元、60亿元。市场人士透露，此次农发行1年期增发债中标收益率25003%，全场倍数453；7年期中标收益率40432%，全场倍数275；10年期中标收益率42015%，全场倍数391。

从定价上看，此次1年期国债发行收益率明显低于估值水

平，7年期和10年期均略高于估值水平。中债到期收益率数据公示，8月7日，市场上1年、7年、10年期农发债到期收益率分别为2.7485%、4.0379%、4.2233%。

业内人士表示，此次各期限农发债投标倍数均不低，结合定价和发行量来考虑，1年期债券需求最好，7年和10年期品种则稍逊一筹。这反映出，市场参与者仍相对青睐短债，对中、长债则有所减弱。

业内人士指出，短债更受益于宽松的资金面，且供给压力相对小于中长债，收益率曲线仍将保持陡峭化。

## 评级跟踪

### 中诚信：关注 广州金控出售资产