

债市：或道“天凉好个秋”

本报记者 张勤峰

三季度债市通常易跌难涨。今年7月以来，债牛踌躇不前，先盘后跌。机构研报称，当前供给压力突出，宽信用预期升温，通胀担忧抬头，致使供需关系走弱，债牛“绊脚石”不少，恐难逃季节性规律，债市收益率可能由前期流畅下行转为震荡盘整。

三季度的规律

对于债券投资者而言，每年下半年都是需要注意的时段，尤其是对全年业绩考核的交易型投资者，无论上半年是否赚钱，业绩是否领先，如果下半年稍有不慎没有追上行情或者亏钱，那么奖金可能就将不翼而飞。

下半年之所以显得如此关键，据中金公司固收研报解释，是因为历史数据表明，三、四季度往往是债券市场的“多事之秋”——三季度存在所谓的“三季度魔咒”，不少年份三季度的债市收益率都是上升的，即使收益率是下降的，可能表现也要弱于其他几个季度；四季度则往往是市场波动性最大的一个季度，行情容易发生方向性的变化，比如，上一轮债券大牛市就是从2016年四季度开始的，上一轮债券大牛市是从2013年四季度开始的。有鉴于此，6月份的时候，就有一些机构提示关注“三季度魔咒”及下半年变盘的可能。

如果光从利率产品表现来看，今年以来债券行情无疑是个牛市，前期利率下行颇为顺畅，在全球主要债券市场中的表现也算得上是数一数二的。今年10年期国开债收益率最多时从1月份5.13%的高点跌到7月中旬的4.05%，下行了108BP，10年期国债收益率最低跌至3.44%，较年初高点下行了54BP，同期美国市场上，10年期国债收益率一度上行超过60BP。

7月中旬时，外部风险继续加大，信用紧缩较为明显，内外部因素对债券市场构成利好，市场对三季度行情依然较为乐观，利率产品收益率纷纷创出本轮牛市新低。但从事后来看，前期流畅的上涨正是在7月中旬划上了休止符。

7月下旬，债券市场陷入高位震荡，进入8月以后，又遭遇了一轮较明显的调整。目前，10年期国债收益率已回到3.6%以上，10年期国开债收益率回到4.2%以上，较7月份低点均反弹接近20BP。

眼下已是8月底，债券市场能否打破三季度下跌的“宿命”，将取决于9月份的表现。但从目前来看，9月份债市要重新走出一轮大的上涨行情，各方面的“绊脚

石”不少。

供给压力再度来袭

中金公司报告认为，所谓的“三季度魔咒”其实是由于利率债发行节奏造成的一种季节性现象。

从每年的四个季度来看，第二、三季度通常是利率债的供给高峰，尤其是三季度的供给压力最大。从统计数据来看，三季度利率债净增量平均占到全年的30%~35%，比二季度要高出2~3个百分点，而一季度和四季度的占比大约在15%和23%。由于三季度供给压力更大，因此三季度债市供需矛盾更容易激化，导致收益率上行。从2009年到2013年，连续几年债券收益率都在三季度出现了上行。

今年三季度供给压力不小，供需关系的边际变化，在近期市场调整过程中充当了重要的推手。

业内人士介绍，现有狭义利率债主要是国债、地方政府债等政府债券，以及政策性金融债。今年上半年政策性金融债发行进度较快，提前释放了一定的供给压力，下半年利率债供给压力集中在地方债和国债身上，特别是地方债，由于上半年发行节奏明显慢于往年，致使积压供给较多，下半年需要加快发行。另外，稳投资、扩内需的政策诉求，也需要地方债加快发行，从而为基建项目提供资金保障。

从7月份开始，地方债发行明显加快，当月发行的地方债达到7570亿元，较6月份多发了2226亿元。8月份，这一数据将进一步增加。

8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》(以下简称“财库72号文”)，吹响了三季度地方政府债集中发行的号角。“财库72号文”，明确提出加快地方政府专项债券发行和使用进度，并做出了相应的安排和部署。综合机构测算结果，从8月到10月底尤其是8、9两个月地方债发行会比较集中。

最新数据显示，8月份已发及待发地方债已达到8507亿元，将是2017年以来发行量最大的一个月。而且，考虑到可能有定向置换债券发行，这一数据可能还将进一步增加。机构预计，9月份地方债发行量也不会小，可能将接近1万亿元。

还有国债。今年前7个月，国债净供给6362亿元，结合中央财政赤字安排来看，8~12月份国债净供给还有约8000亿元，此前7个月要高，供给压力趋于上升。

债市涨跌，虽然影响因素众多，但最终均作用于供需关系。在供给压力确定性上升的情况下，需求端是关键。

供需矛盾一时难解

有机构总结了今年上半年债牛行情的三大非典型特征：一是利率强、信用弱；二是中债强、美债弱；还有一点，是交易强、配置弱。上半年的行情主要是交易型资金推动的行情，以银行、保险为代表的传统配置机构因为存款增长慢、保费增长慢，出现了一定的缺位。

在央行放松流动性之后，银行负债端压力有所缓解，但没有根本缓解，存款等传统负债增长依旧偏慢，成本下行也没有货币市场利率表现的那般明显。加之贷款能够派生存款，银行在债券和贷款之间，更倾向于放贷，留给债券投资的额度并不多。即便如此，银行债券投资额度仍面临被地方债占用的压力。年内地方债供给可能还有一两万亿，而绝大部分的地方债由银行持有，要消化如此多的地方债，主要还得靠银行。剔除地方债，银行能够投资其他债券产品的额度会进一步减少，从微观的角度看，未来需求端的情况并不特别乐观。

从宏观层面来看，还有一些因素制约债市需求。一是性价比，经过上半年流畅的牛市，利率债收益率纷纷回到历史均值附近，削弱了债券的相对性价比。二是宽信用预期升温。上半年债市

走牛的一条主要逻辑是信用紧缩反作用于经济增长，进而倒逼经济政策放松，这一点已经发生，但随着政策放松，市场关注点转向宽货币向宽信用的转化。虽然这个过程可能比较曲折，进展并不十分顺利，但是方向已经确定，宽信用的预期难以证伪，提升了风险偏好，影响债市需求。三是通胀的担忧重燃，最近部分工业品和食品价格出现了较明显上涨，既有输入性通胀的成分，也有供给端因素的影响，后续CPI增速或有所上升，通胀正朝向不利于债市的方向变化。四是货币宽松受限。

值得一提的是，历史上三季度债市也不尽是下跌的，比如2014年到2016年，三季度债券收益率都是下降的，这背后很重要的一点就是货币宽松。货币宽松背景下，债市需求扩张，消化了供给压力。今年上半年流动性也有所改善，但货币进一步宽松面临着来自去杠杆、稳汇率的约束，想象空间已不大。自8月中旬以来，货币市场利率中枢已有所回升。

综合来看，三季度供需矛盾可能一时难解，债市恐难逃历史规律，出现大幅上涨的概率较小，不排除收益率出现阶段性上行。但是，也有不少机构认为，目前断言债牛终结还为时过早，宽信用尚未取得明显进展，经济增长的内外压力犹存，债市收益率可能由前期流畅下行转为震荡盘整。

观点链接

中金公司：警惕食品价格回升

从历史来看，食品价格的上涨都存在一个规律，即下半年领先上半年，一旦下半年价格开始上涨，那么这种上涨可能会延续到第二年的上半年。所以在食品CPI持续低位徘徊了1~2年之后，需要对可能的因为供给以及周期性因素推动的食品价格回升保持警惕，虽然目前尚不能断言食品价格会大涨，但至少也不存在大幅回落的基础，这种基数效应下带动的同比回升在未来3~6个月来看是可能的，甚至明年上半年来看，CPI的同比都会因为食品价格的上涨以及低基数有所回升。

国泰君安：下一阶段料股强债弱

随着8月初“逆周期因子”重启，人民币汇率大概率由贬转升，甚至可能出现类似2017年5月升值幅度超预期的情况，预计在岸汇率有望升至6.5附近。对股市而言，在汇率升值逻辑

下，有利于抬升投资者风险偏好和投资信心，大类资产表现为股强债弱，下一阶段股市上涨的空间可能会超市场预期。对债市而言，随着汇率维稳，离岸流动性收紧和利率走高，国内利率将愈发受到外部流动性制约，央行宽松空间受限，债市利率上行风险仍然较大，10年国债和国开债利率大概率会上行至3.7%~4.4%以上。

华创证券：利率难再次大幅下行

8月以来，利率债收益率迎来一波上行，目前10年国债收益率上行至3.6%以上，基本回到6月初的水平，随着利率接近前期高点后，总有人会想着去博反弹，但目前市场环境较此前已发生明显变化，利率再次大幅下行的可能性不大，反而面临较大的上行压力。原因在于：资金面宽松程度下降，不可能更加宽松；经济悲观预期有所修复；通胀预期升温；股市底部放量反弹，市场情绪有望改善；“逆周期因子”重启，汇率干预力度加强。(张勤峰 整理)

资金面将平稳跨月

这是自8月21日以来，央行连续第五个交易日暂停逆回购操作，不过8月24日央行意外开展了1490亿元MLF操作，27日开展了1000亿元国库现金定存操作，因28日有500亿元逆回购到期，单日再度净回笼资金500亿元，为连续第二日净回笼。

中信证券在最新研报中点评称，7月底至8月初，银行间回购利率和7天逆回购一度出现倒挂，8月14日央行通过超额续作MLF以及后续的国库现金定存一方面为地方政府债的放量发行提供平稳适度的流动性环境，另一方面也反映了目前的流动性环境整体处于央行的合意区间。从历史情况看，在地方政府债冲击较大时期，央行通常通过增加公开市场操作量并降低资金利率的方式应对。

平稳跨月无忧

连续净回笼不改月末市场资金面宽松，货币市场利率整体趋于下跌。

据交易员透露，28日银行间质押式回购市场上，资金面早盘继续宽松的态势，有股份制大行大量减点融出隔夜资金，融入需求很快得到满足，7天由于跨月因素融入较前日继续有所增多，价格在2.7~2.8%左右，但是由于融出较多，融入需求很快得到满足，14天及以上期限需求较少，14天融出报价在2.8%左右，1个月融出2.90%左右，1个月以上期限成交寥寥。

下午7天资金融出略有减少，隔夜资金充裕，有机构减点补头寸，减点需求也可以得到满足，减点宽松态势延续至尾盘。

另据Wind数据，截至8月28日收盘，

银行间质押式回购市场上资金利率多数下跌，其中银行间质押式回购1天期品种报2.3951%，跌2.51个基点；7天期报2.6333%，跌0.42个基点；14天期报2.5774%，跌0.1个基点；1个月期报2.8727%，跌1.77个基点。

“资金面宽松程度下降，不可能更加宽松。”华创证券屈庆团队指出，此前央行连续18天暂停公开市场操作，而8月中旬央行重启逆回购，说明资金面开始边际收紧，R007和同业存单利率均逐步回升。上周五央行意外进行MLF操作，而周一、周二暂停逆回购操作，基本把资金收回，但资金的期限拉长，成本也有所提高，为了降低套利，鼓励机构增加信贷，目前来看，资金面宽松程度较此前明显下降，而且后期也难更加宽松。

本报记者 王朱莹

8月28日，央行继续暂停逆回购操作，当日有500亿元7天期逆回购到期，净回笼500亿元，为连续第二日净回笼。市场人士指出，本月剩余3个交易日已无逆回购到期，尽管政府债缴款仍将形成一定扰动，但月末财政支出力度加大，资金面平稳跨月无忧。

逆回购连续五日暂停

8月28日，央行继续暂停逆回购操作。当日早间央行公告称，临近月末财政支出力度有所加大，可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理充裕，8月28日不开展公开市场操作。

7月28日，债券市场陷入高位震荡，进入8月以后，又遭遇了一轮较明显的调整。

目前，10年期国债收益率已回到3.6%以上，10年期国开债收益率回到4.2%以上，较7月份低点均反弹接近20BP。

眼下已是8月底，债券市场能否打破三季度下跌的“宿命”，将取决于9月份的表现。

但从目前来看，9月份债市要重新走出一轮大的上涨行情，各方面的“绊脚

期债低开高走 资金面主导短期行情

本报记者 张勤峰

临近月末，债市消息面处于真空，流动性主导短期行情波动。28日，资金面宽松格局下，债券市场小幅上涨。但业内人士认为，短期内供给压力较大、通胀担忧增强，制约债市继续上涨的因素较多。从走势上看，债市仍未摆脱近期的弱势震荡格局。

期债创两周最大涨幅

8月28日，国债期货市场低开高走，10年期国债期货收获8月下旬以来的最大单日涨幅。从10年期国债主力T1812走势看，T1812早间延续弱势震荡，一度探94.455元，临近上午10时期价开始走高，一路涨至94.800元附近，重新展开震荡，临近尾盘再出现一波拉升，收报94.815元，涨0.195元，涨幅为0.21%，为8月15日以来的单日最大涨幅。当日，5年期国债主力TF1812收报97.785元，涨0.16%，2年期国债主力TF1812收平。

昨日债券现货行情也呈现暖势。银行间市场上，10年期国开债活跃券180205

成交利率从4.295%下行至4.275%，较上一日下行约1BP，新券180210成交在4.23%，基本持稳。

10年期国债活跃券180011从3.64%成交至3.61%，较上一日下行3BP。上午国开行招标的三只金融债表现分化，但1年期和3年期国债投标倍数均超过3倍，需求不错。

上涨持续性存疑

“当前债市处于消息真空期，流动性波动主导了短期市场波动。”市场人士称，最近几日债市企稳并小幅反弹，与资金面重归宽松不无关系。

本月税期过后，加上央行一度通过逆回购操作和MLF操作对冲政府债券发行缴款扰动，资金面逐渐恢复平稳；进入下旬以后，随着财政逐渐支出，流动性供给增多，资金面呈现较为宽松的态势，货币市场利率有所回落，带动短债收益率重新走低，进而影响整体收益率曲线的走势。

考虑到月末阶段，财政支出力度会加大，流动性继续维持充裕没有太大悬念，今后几日，债券市场仍将面临较好的资金

环境。

不过，市场人士也提示，供给压力依然较大、市场对通胀的担忧增强、资金面可能也难以更宽松，债市收益率特别是长债收益率将持续下行或需要更有力的支撑因素。

海通证券姜超团队称，短期债牛受阻，源于财政积极加码、政府发债冲击流动性，食品价格上涨抬升短期通胀预期，9月美国加息在即对国内流动性有短期制约。但长期来看，上半年融资回落预示后经济下行，通胀长期回落趋势不变，债牛仍未结束，三季度的短期调整将提供配置机会。

中金公司固收团队也认为，中期来看，通胀水平会有所回升，加上财政支出增速加快，局部经济领域会有所改善，货币政策未来将进一步宽松的空间也相对有限。而存款派生偏慢的问题仍将制约银行的存款负债成本下降。从这个角度来看，债券收益率可能也难有较大幅度的下降。但从长期的角度来看，随着房地产进入下行周期，债券的牛市没有结束，利率仍将再下一个台阶。

人民币再涨百点，逼近6.80

本报记者 王朱莹

分析称，因美国和墨西哥达成贸易协议提振市场风险情绪，投资者出脱部分美元避险押注。据媒体报道，美国和墨西哥同意取代北美自由贸易协定，预计将立即与加拿大开始磋商，希望在周五前达成最终协议。

人民币稳势延续

业内人士指出，在逆周期因子的影响下，人民币中间价整体呈易升易跌走势，这最终会影响市场行为，近期人民币市场汇率企稳反弹符合预期。此外，美联储达成新的贸易协议，对市场风险偏好有所提振，作为避险资产的美元小幅回调，相应人民币汇率可能也将偏强震荡。

“近日人民币汇率出现一定的升值，其中美元指数从高位回落是主要原因，鲍威尔讲话偏鸽或令美元指数缺乏进一步上升的动力。同时，我国央行近日表示8月份以来人民币对美元汇率中间价报价行陆续调整了‘逆周期系数’，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。重启逆周期因子有望显著提振市场对人民币汇率走势的信心。”中航证券表示。

申万宏源证券进一步指出，年内美国经济增长低于预期、欧元区和英国经济增长略好于预期的概率较大，预计年内美元指数大概率将进一步趋弱，年内美债长端收益率缺乏持续上升动力。在此背景下，美元指数走强对人民币汇率造成的下行压力预计将逐步弱化；而近期我国央行对人民币汇率频繁表态维稳，并采取了包括逆周期因子和远期售汇准备金等多种政策手段引导市场预期，均有助于人民币汇率预期企稳。

转债表现好于正股

周二(8月28日)，A股市场震荡走软，转债市场(含可交换债)则逆势上涨，中证转债指数收涨0.13%，盘面不少个券表现强于正股。分析人士指出，近期市场风险偏好回升，转债随A股反弹态势明显，若权益市场继续回暖，转债的配置机会值得期待，不过预计供给加速释放过程中转债分化仍将延续。

28日上证综指全天维持窄幅整理态势，收盘跌0.11%报2777.98点，止步三连阳。转债市场则相对继续走强，中证转债指数日内最高触及285.5点，涨幅达到0.24%，尾盘略有回落，最终收报285.15点，较上日上涨0.13%。

盘中个券多数上涨，昨日可交易的101只个券中，有68只收涨，32只收跌；对应正股中，则仅有46只正股收盘翻红，转债

整体抗跌特征明显。值得注意的是，昨日不少转债个券的表现好于相对正股，如曙光转债、康泰转债、横河转债分别上涨1.56%、1.51%、1%，对应正股的涨幅则分别为0.48%、1.35%、0.12%；小康转债、江银转债、国泰转债分别上涨了1.27%、1.25%、1.02%，对应正股反而下跌0.12%、0.53%、2.93%。

中信证券固收首席明明认为，短期而言转债市场的分化趋势可能持续，整体性的布局机会尚未出现，但随着新券上市低溢价率个券数已经开启恢复通道，这不失为一个可喜的边际变化，若权益市场情绪回暖转债市场值得参与的标的数量并非稀有。因此建议关注溢价率处于目标区间的存量标的以及新上市标的的博弈机会。(张勤峰)

农发行29日增发三期金融债

中国农业发展银行公告称，定于8月29日面向境内外投资者公开发行三期金融债，发行总量不超过140亿元，期限包括1年、7年和10年。本次发行债券所募集资金将主要用于农发行支持精准扶贫、夏粮收购、绿色生态保护等“三农”领域贷款投放。

农发行此次招标发行的三期债均为固息增发债，包括2018年第七期、第一期、第六期金融债的增发债，期限分别为1年、7年、10年，各期发行金额分