

2018 月度报告 · 2018.01

全球再通胀叠加国内严监管下的债市

—2017 年债券市场逻辑梳理

分析员： 何慧
电 话： 021-60281622
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn
咨询证号： Z0011420

目录

2017 年回顾：全球再通胀叠加国内强监管

一季度关键词：加息 +经济超预期

二季度关键词：强监管 +货币政策预期差

三季度关键词：经济转弱+金融工作会议

四季度关键词：十九大+金融大监管

2018 年展望：债市关注三大焦点

2017 年回顾：全球再通胀叠加国内强监管

回顾 2017 年，债市经历了持续调整的一年，经济基本面、通胀、货币政策和监管、以及全球因素对市场的影响纵横交错，其中影响债市的主要矛盾在于全球的再通胀预期与国内的防风险强监管政策，而国内经济基本面对于债市的影响则比较微弱。

再通胀预期：2017 年海外经济整体向好，美国经济总体稳定，欧元区经济持续复苏。全球货币政策也开始退出宽松，全球流动性开始收紧。美联储逐步加息，分别在 3、6 和 12 月各加息 25 个基点，另一个新变化是在 9 月的议息会议上宣布 10 月开始启动渐进式缩表。欧洲央行开始缩减 QE，在 10 月底的议息会议上设定了其货币政策正常化的进程，即从 2018 年 1 月开始，把目前每月 600 亿欧元的资产购买规模缩减至 300 亿欧元，持续九个月。11 月英国央行自 2007 年 7 月以来首次加息，成为美联储、加拿大央行之后第三个退出宽松政策的主要央行。

强监管政策：2017 年出台的关于严监管、去杠杆、防风险以及加强流动性管理的规定较多，且执行较为严格。在严监管、去杠杆的背景下，货币政策中性偏紧，偏低的超储率、各种流动性指标考核以及财政存款的季节性波动，引发了资金面的频繁扰动。边际的明显收紧、监管考核压力、不确定性等因素，导致货币市场利率出现了较大幅度的抬升。

经济基本面：虽然 2017 年基本面看似不是债市的主要影响因素，但基本面在广义财政支撑下整体偏强，是严监管、防风险的根基。2017 年商品房销售明显高于市场预期；基建以及广义财政是经济的重要支撑力量，且支撑整体融资需求偏强；消费对经济的拉动作用也有所回升；环保限产下工业品价格的显著回升，支撑中上游利润的好转以及名义 GDP 的回升。未来主要矛盾变化的背景下，有关部门更加注重经济可持续发展、更追求质量而非简单的数量。

一季度关键词：加息 +经济超预期

经济角度：1-2 月国内新增贷款达到 3.2 万亿，持平于 16 年初的历史高位，而结构上则更多投向企业中长期贷款，伴随着信贷高增的是基建和房地产投资的增速回升，1-3 月基建和地产投资累计增速分别为 9.1% 和 18.7%，进而带动大宗价格回暖，市场对经济和通胀的预期较为乐观，债市一度持续承压。

外围角度：美元偏强，人民币贬值压力依然较大，3 月美联储加息。

资金面角度：央行跟随美联储上调公开市场操作利率，1 月 24 日上调 MLF 操作利率 10bp，2 月 3 日节后首个工作日上调 OMO 利率 10bp，3 月 16 日上调 SLF 操作利率 10BP，一定程度引发市场对持续收紧货币政策的担忧。

监管政策角度：去杠杆、防风险仍是监管政策主要的方向，政策的收紧引发市场的担忧与关注。一季度市场也曾一度担忧 MPA 考核趋严，3 月中旬之后担忧弱化，市场情绪有所恢复。

市场表现：受加息和经济超预期影响，1 季度债市收益率整体呈上行趋势，受同业存单利率较高和央行货币政策偏紧影响，3 月出现小幅短期调整。而期货市场价格波动则相对较大，五债和十债价格在整个 1 季度呈先抑后扬的走势，季初与季末价格接近。

二季度关键词：强监管 +货币政策预期差

经济角度：2 季度经济基本面边际回落，4、5 月投资、消费数据持续回落，工业增加值 4 月大幅回落、5 月维持低位，CPI 维持低位，PPI 增速持续回落。2 季度基本面并不支持债市收益率大幅上行。

外围角度：6 月美联储如期加息，而我国央行并未跟随美联储加息上调货币政策利率，预期中的加息对我国债市影响不大。

资金面角度：4-5月的强监管对资金市场造成很大冲击，不仅仅造成利率升高，更多的是带来流动性压缩。5月12日央行放量进行MLF操作，6月央行加大公开市场投放并超额续作MLF，同时6月MPA考核对资金面的冲击明显弱于3月，叠加财政支出大规模下放以及基本面边际回落，资金面预期差为债市带来利好。

监管政策角度：二季度监管政策骤然收紧，3月底证监会发布46号文、同时银行开始自查、4月银监会出台“三三四”政策、5月资金池整顿等等，在监管政策尚不明朗的情况下，市场悲观情绪较浓，债市偏离基本面下行，4-5月债市大幅调整。6月自查接近结束，进入相对平静期，监管态度也更为温和，强调避免对市场的极端冲击，市场对前期监管高压引起的担忧明显缓解。

市场表现：监管效果初显成效，同时受市场情绪的影响，4-5月债市大幅调整。基本面边际回落、美联储加息落地央行并未跟随、央行加大资金投放等利好相继落地，6月债市出现小波行情。

三季度关键词：经济转弱+金融工作会议

经济角度：3季度经济基本面出现变化，经济数据表现整体弱于上半年，三大投资增速同步回落，工业生产有所降温，消费增速也温和回落。经济增长边际向下态势令前期市场的乐观预期有所降温，但与此同时，通胀反弹制约了长端利率对经济数据的敏感程度。

外围角度：3季度外部环境对国内的紧缩压力出现比较明显的弱化，美联储加息预期弱化，美债利率下行，人民币大幅升值，虽然海外紧缩对国内的压力减轻，但国内债市并未随之改善，充分显示我国债券市场相对独立，更多反映国内经济、通胀和政策预期。

资金面角度：7月份财政存款大幅上升1.1万亿，随后8-9月央行货币投放节奏有所收紧。央行3季度开始实施“削峰填谷”的操作模式，一定程度上是为了扭转此前6-7月投放略偏宽松导致的市场预期变化，8-9月连续多周进行了流动性的净回笼，资金面利率再度有所上行，对长端利率形成一定的牵制。

监管政策角度：7月15日全国金融工作会议结束，债市的反弹也随之停止，会议落实金融监管协调和强化金融风险防范，设立国务院金融稳定发展委员会，并强化监管问责。同时，自3月底开始的银行自查在7月也基本完成，但后续整改措施悬而未决，令市场情绪始终趋于谨慎，加剧了对经济数据的反映钝化。

市场表现：3季度短端利率大幅波动，而长端则同时受经济基本面、通胀、资金面、监管预期等因素此消彼长的影响，缺乏明确方面。对经济数据反映钝化，波动幅度收至很窄的一个区间内。经济转弱导致长端利率向下，资金偏紧导致短端利率向上，从而价差较平。

四季度关键词：十九大+金融大监管

经济角度：4季度投资趋势回落，工业增加值低位徘徊格局未变，经济下行压力仍在，虽部分月份消费小幅反弹，但在地产周期向下，汽车销量回落的背景下，仍难改弱势。整体来看，经济基本面走势对债市并非利空。

外围角度：11月2日特朗普正式提名现任美联储理事鲍威尔，市场对于鹰派主席的担心得以消解。但是美国税改的最终落定又使得由于医改受挫的“特朗普交易”重新点燃。12月美联储如期加息，但对通胀担忧渐增，美元指数继续下跌，弱势加息对我国债市及人民币汇率也并非利空。

资金面角度：国庆节后债券市场持续大幅调整，部分因素源于资金供给紧缩，尤其是10月份财政存款又一次上升了1万亿，与此同时，银行还在压缩同业资产。在美联储如期加息的背景下，央行随行就市小幅上调逆回购、MLF操作利率5bp，信号意义大于市场影响，调升利率释放了继续去杠杆的政策信号。但与此同时，MLF超量投放，形成操作利率确认上行与资金面边际改善并存的局面。

监管政策角度：4季度监管担忧再起，债市情绪极度脆弱。进入10月，伴随着19大的召开，金融大监管正式拉开帷幕，11月中旬资管新规征求意见稿公布，债市也随之进入调整的深水区。12月银行流动性管

理征求意见稿公布，在细则落地之前，债市情绪始终难以根本性好转。

市场表现：债市再次聚焦监管，走势脱离资金面及基本面。10-11月是2017年利率升幅相对较高且速度较快的一波，其中10月10年期国债收益率累计上行28bp至3.89%。同时，10-5年利差极为平坦甚至倒挂，配置盘和交易盘对市场走势有明显分歧。进入12月，跨年资金超预期偏紧，在年末最后几天货币市场利率升到年内甚至14年以来最高水平，带动短端利率进一步上升，价差继续平坦化。

2018年展望：债市关注三大焦点

经济基本面：重点关注制造业是否超预期反弹。十九大对发展提出从量到质的要求，基建投资宏观调控的逆周期特性减弱，较快上升的赤字率和地方政府债务约束长效机制，限制了地方政府加大财政支出和进一步举债的空间。房地产短周期回落叠加房地产长效机制的推出，使得此轮地产销售增速的放缓可能比以往时间更长。在政策和经济内生动能推动下，高端制造业或将迎来新的发展机遇，为明年投资带来新动力。消费有望保持平稳。

通胀方面：2018年全球需求继续扩张提振商品需求，国内去产能、环比督查等有望继续支撑商品价格。随着成本上涨与价格的传导，CPI有望温和回升。如果超预期，则国债收益率有继续冲高的可能。

监管政策方面：关注监管细则对市场情绪及债券配置产生的冲击。

经济层面数据：

图1：工业 (%)

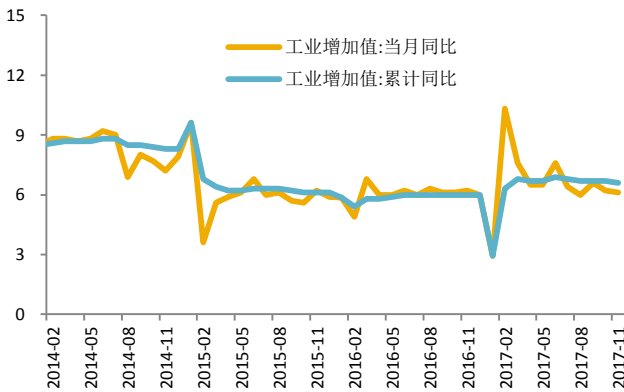
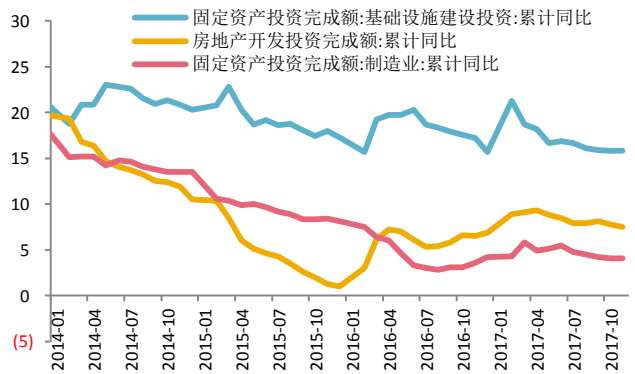


图2：投资 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图3：消费 (%)

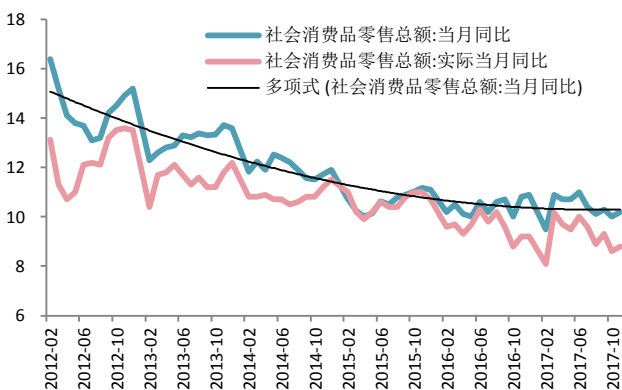
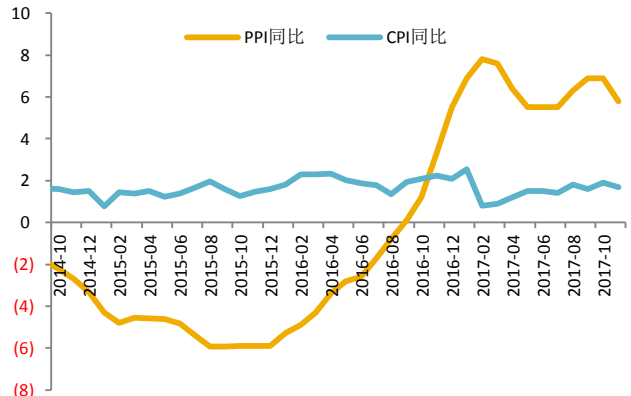


图4：通胀 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 5: 新增信贷 (亿元)

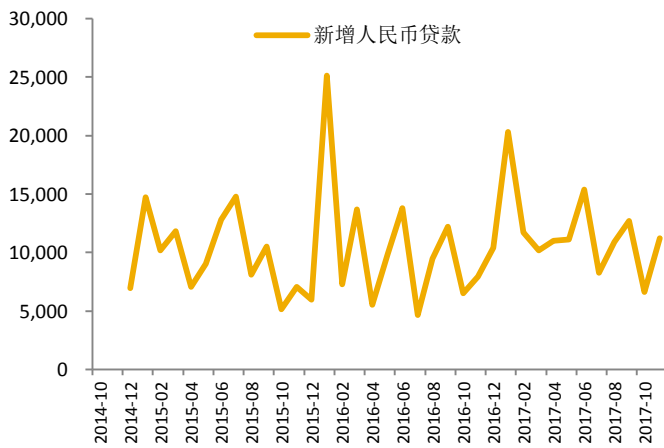
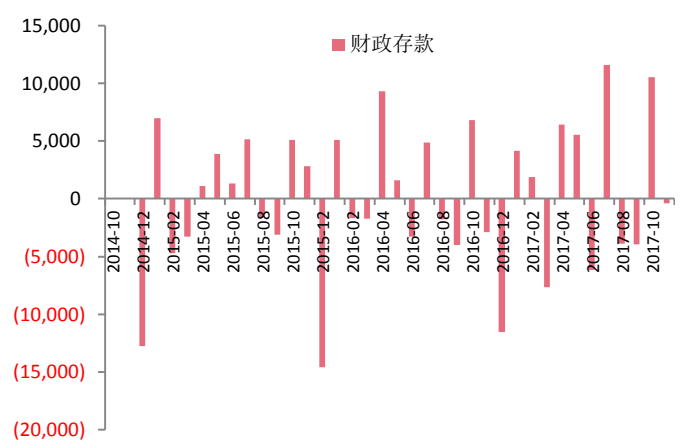


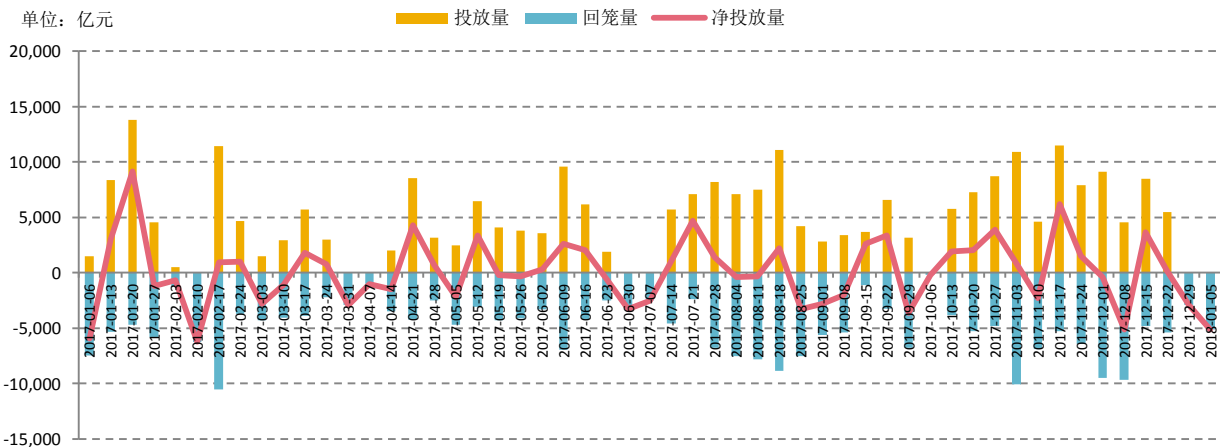
图 6: 财政存款 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

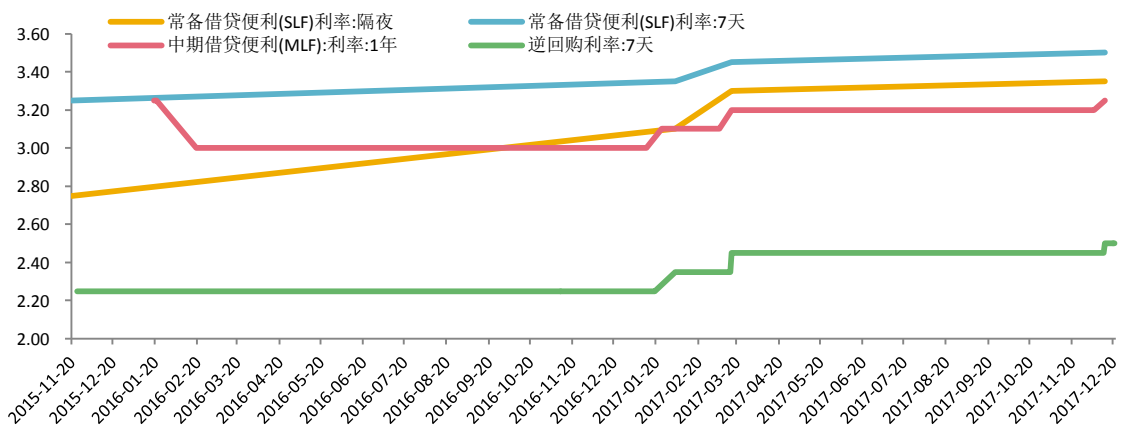
资金层面数据:

图 7: 公开市场操作投放情况 (周度)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 8: 央行上调逆回购、SLF、MLF 利率 (%)



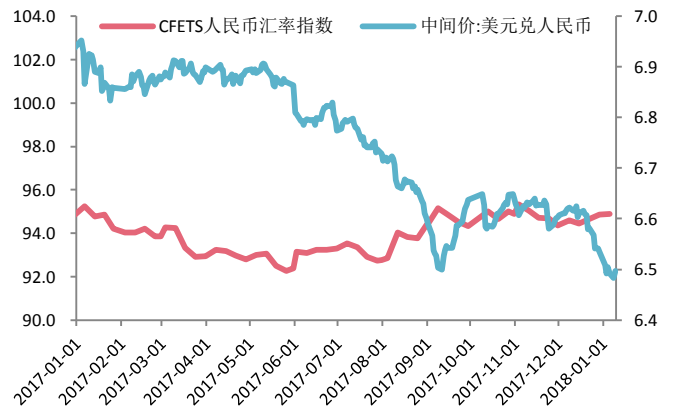
数据来源: wind, 中辉期货研发部

外围层面数据:

图 9: 美元指数 (%)



图 10: 人民币汇率 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

市场层面数据:

图 11: 国债到期收益 (%)

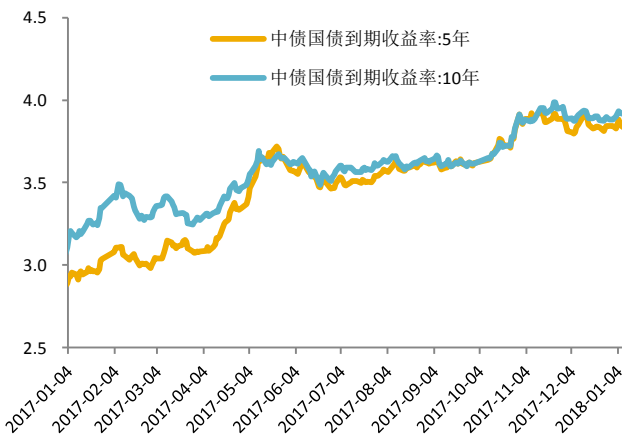


图 12: 收益率价差 (10Y-5Y) (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 13: 国债期货 (元)

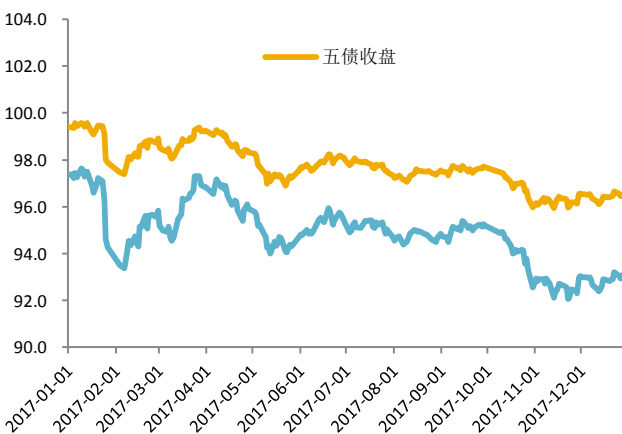


图 14: 期货价差 (五债-十债) (元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

监管层面文件：

	出台时间	部门	关键词	主要内容
1	2017.02.03	央行	逆回购	2017年2月3日，春节节后首个工作日，央行统一上调7天、14天、28天逆回购10bp至2.35%、2.50%、2.65%
2	2017.02.03	央行	SLF	SLF操作利率隔夜上调35bp、7天和一个月上调10bp，分别至3.10%、3.35%、3.7%（上调前为2.75%、3.25%、3.6%）。此外，对于MPA考核不达标的银行，SLF利率上调100bp。
3	2017.03.23	银监会	43号文	关于开展商业银行“两会一层”风险责任落实情况专项检查的通知
4	2017.03.29	银监会	46号文	关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知。机构自查要求报告、监管检查要求报告。严肃整改问责，依法廉洁进行工作监管。
5	2017.04.06	银监会	53号文	银监办发[2017]53号《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》
6	2017.04.10	银监会	5号文	银监会发布《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》，5号文从组织架构和人员管理角度切入，寻求从业务乱象的根源切除制度和人员病灶。
7	2017.04.10	银监会	6号文	银监会发文《关于银行业风险防控工作的指导意见》和《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》，防范银行业风险，并开展“三套利”的治理工作。并要求2017年6月12日前报送自查报告、11月30日前完成整改或问责。
8	2017.04.10	银监会	45号文	开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知（违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章）
9	2017.04.12	银监会	7号文	银监会今日发布关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知，督促银行业金融机构压降风险敞口。提到的内容包括提高非现场监管能力；提升现场检查针对性，加大信用风险现场检查力度；提高风险信息披露标准，同业融资占比高的银行业金融机构，要披露期限匹配和流动性风险信息；加强股东准入监管等
10	2017.04.20	保监会	资金运用	保监会发布《关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知》，明确严防严控保险市场违法违规行为。全面清查违规资金运用、股东虚假注资、公司治理失效、信息披露不实等问题。
11	2017.05.03	财政部	50号文	关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知：一、全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作；二、切实加强融资平台公司融资管理；三、规范政府与社会资本方的合作行为；四、进一步健全规范的地方政府举债融资机制；五、建立跨部门联合监测和防控机制；六、大力推进信息公开。
12	2017.05.08	银监会	商业银行抵押品管理	银监会发布《商业银行押品管理指引》，引导商业银行完善押品管理的组织架构，加强押品分类、押品估值、抵质押率设定等重点环节的风险管理，规范押品调查评估、抵质押设立、存续期管理、押品返还处路等业务流程。
13	2017.05.16	理财登记托管中心	穿透底层资产	银行理财登记托管中心有限公司（下称“理财中心”）发布《关于进一步规范银行理财产品穿透登记工作的通知》，进一步规范理财登记信息，强调登记信息的真实、准确、完整和及时
14	2017.05.16	央行	债券通	发布“中国人民银行 香港金融管理局 联合公告”，就开展香港与内地债券市场互联互通合作（“债券通”）有关事宜做出公布。
15	2017.06.02	财政部	政府购买服务	财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，严格按照规定范围实施政府购买服务；政府购买服务要坚持先有预算、后购买服务，所需资金应当在既有年度预算中统筹考虑，不得把政府购买服务作为增加预算单位财政支出的依据；严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资；切实做好政府购买服务信息公开。
16	2017.06.27	银监会	30号文	《中国银监会关于进一步规范银行业金融机构吸收公款存款业务的通知》一、加强业务管理。二、严禁利益输送。三、加强监督检查。各级银行业监管部门应加强对银行业金融机构吸收公款存款业务的监督检查。
17	2017.07.14	金融工作会议	金融工作重要原则	习近平指出，做好金融工作要把握好以下重要原则：第一，回归本源，服从服务于经济社会发展；第二，优化结构，完善金融市场、金融机构、金融产品体系；第三，强化监管，提高防范化解金融风险能力；第四，市场导向，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用
18	2017.08.12	央行	同业存单	二季度货币政策执行报告首次提到：为了更全面地反映金融机构对同业融资的依赖程度，引导金融机构做好流动性管理，拟于2018年一季度评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核。对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。
19	2017.08.31	央行	同业存单	中国央行修改2013年《同业存单管理暂行办法》关于同业存单发行期限的规定，要求“自2017年9月1日起，金融机构不得新发行期限超过1年（不含）的同业存单，此前已发行的1年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期。”且1Y以内存单也可采用Shibor 浮息基准发行。
20	2017.08.31	证监会	货基新规	证监会发布了《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，自2017年10月1日起施行。对货币基金流动性管理提出了具体的规定。
21	2017.09.30	央行	定向降准	根据国务院部署，为支持金融机构发展普惠金融业务，聚焦单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款，人民银行决定统一对上述贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策。凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在基准档基础上下调0.5个百分点；占比达到10%的商业银行，可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点。上述措施将从2018年起实施。
22	2017.10.26	央行	逆回购	中国央行10月26日对两个月期逆回购购量，27日操作。
23	2017.11.16	财政部	PPP	财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》，要求各级财政部门应按项目所处阶段将项目库分为项目储备清单和项目库，从分类管理、统一新项目入库标准和组织开展已入库项目集中清理三个方面规范项目库管理。
24	2017.11.17	五部委	规范资产管理业务	中国人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇局等部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，主要应对存在部分资产管理业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题，统一同类资产管理产品监管标准，有效防范和控制金融风险。
25	2017.11.24	银监会	银行账簿利率风险	银监会发布《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订征求意见稿）》，修订内容主要体现在规范银行账簿利率风险的治理架构和风险管理政策流程等。
26	2017.12.06	银监会	流动性风险	银监会发布《商业银行流动性风险管理办法》征求意见：一是新引入三个量化指标，净稳定资金比例、优质流动性资产充足率、流动性匹配率；二是进一步完善流动性风险监测体系。三是细化了流动性风险管理相关要求。自2018年3月1日起施行。
27	2017.12.14	央行	逆回购	央行进行300亿7天、200亿28天逆回购以及2880亿1年期MLF操作，利率分别为2.5%、2.8%、3.25%，均较上次上调5个基点。
28	2017.12.15	央行	自动质押融资业务	中国人民银行发布《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》，自2018年1月29日起施行。自动质押融资业务，是指成员机构清算账户日间头寸不足清算时，通过自动质押融资业务系统向人民银行质押债券融入资金，待资金归还后自动解押债券的行为。
29	2017.12.29	央行	临时准备金动用安排	为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，促进货币市场平稳运行，支持金融机构做好春节前后的各项金融服务，人民银行决定建立“临时准备金动用安排”。在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。
30	2018.01.04	一行三会	302号文	《中国人民银行、银监会、证监会、保监会关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》，旨在督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平，守住不发生系统性金融风险的底线。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！