慎言“债牛”

(财新智库莫尼塔研究 钟正生 张璐)

经过近两个月来的大幅调整，近期债券市场终于迎来了一波有模有样的反弹：国债收益率曲线平坦下移，10年国债收益率一个多月来首次下行突破了3.6%，1年与10年国债收益率倒挂幅度增加到3bp；利率债一级市场招标结果显著改善，中标利率多数好于预期，整体认购倍数亦有所上升。与此相伴地，市场上开始涌现出对债券市场的乐观看法。我们认为，目前债券市场反弹主要基于市场情绪的阶段性缓和，在金融去杠杆基调不改、经济尚未出现快速下滑的情况下，断言债市新一轮行情启动为时尚早。简言之，交易性机会随时有，趋势性行情尚难见！

一、金融监管似有放缓，执行力度尚未可知

近期债市之所以出现反弹，主要源于临近季末金融监管力度似有放缓。一方面，央行频繁发声安抚市场情绪，此前频繁突破利率走廊上限的R007利率，近期也被稳定在了3.45%的利率走廊上限之内，彰显出央行呵护流动性稳定之意；另一方面，银监会延长部分银行自查期限，且近期并未出台新的政策，步调上似乎也有缓和。在此情况下，由于债券收益率处于超基本面的高位，加上同业存单发行利率掉头下行的催化，市场做多情绪明显上升。

目前看来，金融监管在“政策”上进一步加码的空间或许不大，但在政策执行“力度”上依然存在较大的不确定性。市场最为关注的几大问题：未来统一的资管新政将打造何种模式？中央金融工作会议何时召开，“一行三会”之间的权利架构将作何调整？银行委外应是规范而非取缔，如何穿透如何回归资产管理的本原？在这些关键性问题均悬而未决的情况下，市场对金融监管执行力度的把握和判断仍然面临反复。

二、金融监管从“竞争”走向“观望”，债市仍蕴含阶段性调整

站在当前时点，我们依然认为不宜低估本轮金融监管的力度和持续性。目前金融去杠杆确已取得一定进展。例如，银行隔夜资金成交占比由此前一度接近90%，下降到82%左右的较低平台，一度兴盛不衰的“加杠杆，搏收益”有收敛迹象；信用利差从去年9月的历史低位拉大了约60bp，已恢复至2015年8月的水平，金融机构资产负债失配情况已有所缓解；在银行收缩同业业务影响下，5月M2同比更是创下了9.6%的历史新低，令市场不禁心有戚戚然，金融去杠杆暂缓念想似可休矣。然而，银行同业链条过长的问题尚未得到根治。特别是，近期监管环境才刚有所缓和，部分金融机构去杠杆便已呈现明显放缓的迹象。一是，继5月同业存单存量下降之后，上周同业存单存量重又站上8万亿；二是，上周同业存单发行利率全线回落，也反映金融机构购买同业存单的意愿又有所加强。金融机构这种“一松又加”的趋势，很容易触发监管层的进一步行动。

“监管观望”中，市场自发孕育的调整同样值得重视。退一步讲，如果说4月以来金融监管疾风骤雨存在一定“监管竞争”的意味，那么近期一行三会的步调确有所放缓，“监管观望”意味更浓。但即便是在监管观望状态下，债市也仍孕育着阶段性调整的风险。

例如，上周同业存单发行量达到7662亿元，创下历史最大单周发行规模。我们知道，同业存单期限多为3个月左右，那么到今年9月市场又将面临同业存单集中到期的情况，届时还会叠加3季度MPA考核的压力。如果央行依然保持“不松不紧”的货币投放，那么债市或又难免调整或一跌。

三、债券牛市启动，我们需要看到什么？

在我们看来，新一轮债券牛市的启动，至少需要看到以下变化之一。

一是，中国经济下行压力凸显。央行近期对流动性的呵护，很大程度上是出于月底MPA考核可能导致流动性抽紧的考量。这反映央行在“强监管”下有“稳货币”的诉求，却并不能代表货币政策的边际转松。毕竟，目前实体经济回落速度依然缓慢，流动性收紧并未明显冲击到实体经济。至少短期内，这一现实更有助于强化金融去杠杆的决心。

二是，同业存单“量价齐跌”。2016年11月债市大幅调整以来，债市加杠杆冲动已然得到遏制，但同业存单发行的“量”与“价”一直未能稳定下降。这反映出中小银行的同业资产负债错配尚未得到有效出清，主动收缩规模的意愿或也有限。我们一直认为，拆降同业链条是金融去杠杆的重要一环。如果同业链条不能得到有效拆降，那么即便单个金融机构的杠杆率有所下降，在同业链条的放大效应下，整个金融体系的杠杆也还是会维持在较高水平。因此，金融去杠杆要真正告一段落，需要看到同业存单稳定的“量价齐降”。

三是，监管协调机制水落石出。从我们莫尼塔研究调研掌握的情况来看，在金融监管政策执行标准尚未明朗的情况下，目前银行委外基本处于停摆观望状态，到期委外大多选择等等再投，且银行总体上还面临着长期资金匮乏的问题。因此，债市配置力量一直低迷，需要一个新的触发因素。债市趋势性行情的启动，无疑需要配置资金的有力介入。而只有金融监管标准真正得到明晰后，银行配置热情才能得到真正释放。