

牛渐远 熊未至 债市进入“鸡肋”期

■ 债市综合屏

银行间

股债跷跷板显现

现券收益率全线上扬

9月10日(周一),资金面维持宽松态势,回购利率多数下行,反映出市场对央行逆回购常态化的认可,短期资金面预期转向乐观,但受制于季末与双节的叠加影响,1个月等跨月品种利率居高不下,显示中端资金面隐忧仍存。

上周五,受农发债发行利率高于预期及股市大幅反弹分流资金的影响,现券市场各期限各品种收益率全线上行。本周一,债市延续弱势,收益率整体继续呈现上行态势。利率品种方面, 剩余期限为4.97年的12附息国债14双边报价在 [3.225%, 3.15%], 较上一交易日双边上行3BP; 剩余期限为9.96年的12附息国债15双边报价在[3.48%, 3.43%], 上行3BP; 剩余期限为2.66年的12国开19双边报价在[3.77%, 3.70%], 上行2BP左右; 剩余期限为9.68年的12国开22双边报价在[4.32%, 4.22%], 上行3BP左右; 剩余期限为0.85年的10央票60成交在2.86%, 上行1BP。

信用品种方面, 受股市反弹和供给增加的影响, 收益率上行明显。剩余期限为0.75年的12北车CP01(AAA)成交在4.08%附近, 较上一交易日估值上行8BP; 剩余期限为2.7年的12洛矿MTN1(AA+)成交在3.85%, 较上一交易日上行3BP; 剩余期限为6.35年的12招商局MTN1成交在4.89%, 上行2BP。

最新数据显示, 8月CPI同比上涨2.0%, 通胀企稳反弹对债市不利, 但8月份PMI数据跌破50分界线, 经济增速的下行在一定程度上抵消了通胀的负面影响。当前逆回购的常态化稳定了资金面, 资金已然不是影响债市收益率的主要因素, 从后市来看, 债市收益率的波动将更大程度取决于股市反弹深度与债券供给等因素。(潍坊农信 代长城)

7天回购利率跌至3%

资金利率异动或难持久

周一(10日), 银行间市场资金面延续较充裕的状态, 隔夜回购利率有所反弹, 7天回购则大幅下行至3%水平。市场人士指出, 财政放款等积极因素保持短期资金面相对宽松, 但鉴于季末与长假或现双重冲击, 月底前资金利率不具备大幅下行空间, 出现异常上涨的可能性也较小。

10日质押式回购14天以内品种利率涨跌互现, 长端品种相对稳定。隔夜回购在2.15%一线盘整3个交易日后出现17bp的反弹, 加权利率上涨至2.31%。7天与14天品种则在短暂走平后选择继续下行, 其中7天回购加权利率由3.40%跳跃至3.00%, 下行40bp; 14天回购加权利率由3.49%下跌至3.19%, 下行约30bp。21天以上期限回购利率相对稳定, 21天品种在上个交易日大幅走低后企稳, 最新加权水平报3.11%, 微涨1bp, 并继续与14天品种形成倒挂; 跨季且跨节的1个月品种供需两旺, 利率稳定在3.71%位置; 另外, 2个月品种利率小跌8bp至3.72%。观察盘面总体情况, 当日机构融入需求有所提升, 但供给依旧充裕, 呈现供需两旺的局面, 银行间质押式回购市场全天共成交6018亿元, 比前一日增加1061亿元或18%; 有交易的各期限回购中, 除2个月品种之外, 成交量均有所放大。

在大量逆回购到期的作用下, 过去两周公开市场操作连续净回笼资金, 但从目前来看, 银行间市场资金面整体仍保持相对宽松的态势。对此, 有市场人士分析, 这一方面得益于财政存款季节性的净减少, 另一方面与央行连续逆回购平滑资金利率波动效果显现不无关系。考虑到在季末和长假的双重冲击, 近阶段资金面难改紧平衡格局, 7天回购利率大幅走低, 甚至跌破3%的情况难持久, 但未来出现显著超过4%的极端情况的概率也并不大, 均值水平或继续运行于3.5%一线。(张勤峰)

交易所

高位缩量整理

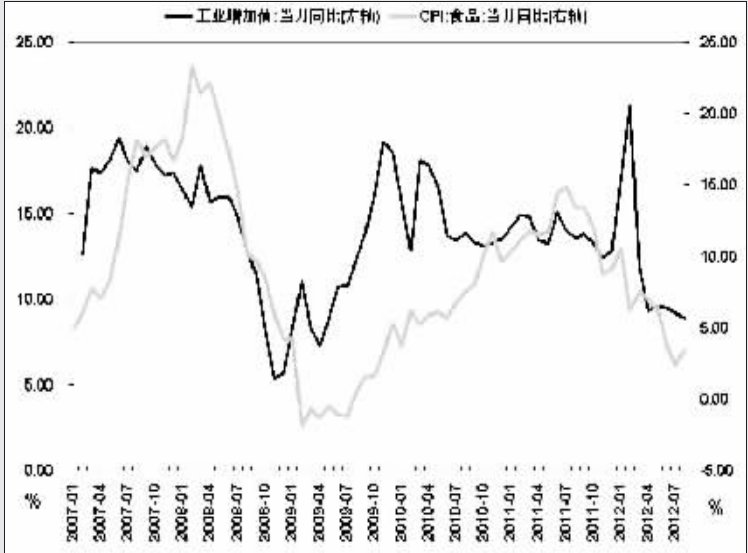
在A股市场上周五迎来报复性反弹的背景下, 上周五及本周一交易所债市延续了前期较为平稳的表现, 其中可转债市场在上周五出现普涨之后, 本周一未能延续强势。

上证国债指数10日小幅高开后窄幅震荡, 收盘报134.63点, 上涨0.03%, 创出历史新高。值得注意的是, 当日国债指数对应成交量仅为1.02亿元, 延续了地量成交的特征。企业债市场方面, 10日上证企债指数微涨0.02%至156.81点, 深证企债指数跌0.04%至127.30点, 市场缩量特征也较明显。

在可转债市场方面, 受到A股市场出现报复性反弹影响, 上周五交易所可转债纷纷上涨, 个券除恒丰转债外均以红盘报收, 其中巨轮转债以2.02%的涨幅报第一位。而本周一, A股市场震荡小幅收高, 可转债市场则出现分化, 未能延续上周五的强势表现, 其中10日涨幅第一的恒丰转债仅走高1%。在成交金额方面, 转债市场活跃度也出现下降。其中, 工行转债上周五单日成交6.1亿元, 本周一仅成交1.7亿元。

东方证券表示, 当前中小盘转债流动性不佳且机构持仓比例较高, 价格虚高情况较为突出, 这是转债市场所面临的不利因素。与此同时, 经过前期的持续调整之后, 从较长时间来看, 转债的吸引力在增加, 安全边际及博弈价值已有所提高。(王辉)

通胀与经济走势对比



银行间10年期国债与5年期AAA中票收益率走势



□本报记者 葛春晖

通胀回升 收益率上行 基本面支撑犹存

在7月份CPI同比增幅创下2010年2月以来最低水平之后, 8月CPI增幅如期回升。国家统计局数据显示, 当月CPI同比增幅由上月的1.8%反弹至2%, 环比增幅由上月的0.1%扩大至0.6%。

通胀数据向来是左右债券市场走势的关键因素, 因为通胀反弹将在很大程度上制约货币政策的宽松空间, 反之亦然。事实上, 在7月份数据出台之后, 市场就普遍预期通胀已经见底、即将出现反弹。也正因如此, 债券市场自8月中旬显著调整, 中债10年期国债到期收益率由8月10日的3.28%上行14BP至9月7日的3.42%。而随着8月数据出炉, 周一债券市场再次应声下跌, 10年期国债收益率继续上行4BP升至3.46%。

在CPI见底回升的同时, 8月份我国规模以上工业生产增加值同比增长仅8.9%, 为连续第三个月下降。然而, 从周日的市场表现来看, 疲弱的经济数据未能有效阻止通胀反弹

给债券收益率带来的上行。对此, 分析人士指出, 一方面, 工业增加值环比涨幅三个月来首次回升; 另一方面, 发改委近期连续批复近万亿投资项目, 而且5月份加快推进的一批大中型项目也在进一步落实。这一背景下, 本轮经济周期在三季度见底的已经基本可以确认, 而经济预期的改善对于债市行情是不利的。

但值得注意的是, 虽然通胀回升、经济预期好转对债市短期行情造成了一定的负面影响, 但从长期来看, 基本面因素还不足以对债券市场构成威胁。目前来看, 多数机构预期9月CPI涨幅仍在2%左右, 全年CPI涨幅将在3%以下。同时, 由于国外经济形势仍存在诸多不确定性、国内经济长期面临“调结构”, 未来我国经济增长压力仍然较大。因此, 如果说去年9月开始经济、通胀“双下”引发了一场轰轰烈烈的债市盛宴, 那么经济、通胀增速的“双低”, 仍有望成为未来债券市场的支撑。

政策静默期 资金面或“稳定适中”

三季度以来, 随着降准预期频频落空, 市场已经逐渐接受了央行

逆回购常态化的事实。央行之所以迟迟未降准, 主要是考虑到在通胀隐忧犹存的背景下, 扩张性货币政策对于刺激经济增长的效应下降, 而刺激通胀的作用则在增强, 因此保持金融环境“稳定适中”成为央行本阶段的货币政策目标。事实证明, 通过滚动逆回购操作, 央行成功将银行体系流动性维持在了相对平衡水平, 未出现过紧或过松局面。

可以说, 8月份CPI涨幅的反弹进一步限制了央行放松流动性的空间。随着国庆和中秋双节的临近, 加上季末考核因素的干扰, 9月末的资金面还将承受不小考验。但考虑到财政存款季节性回落、海外风险情绪上升可能导致热钱重新流入, 以及央行公开市场操作对银行间市场资金面影响力增强等因素, 管理层即使依旧不动用降准利器, 维护9月资金面总体稳定的难度也应该不大。

短期或以震荡为主 警惕低评级信用债风险

综合通胀、经济和资金面等因素, 再考虑到当前利率债收益率、高等级信用利差已经回升至历史均值附近, 多数机构认为近期债券市场

或步入震荡盘整格局, 收益率向上向上的空间都不大。与此同时, 有分析人士指出, 投资者在等待新的宏观数据或货币政策指引的同时, 还需要对信用债, 特别是中低评级信用债风险给予更多警惕。

南京银行分析师指出, 从基金二季度报告来看, 无论是开放式债券型基金还是封闭式债券型基金, 其杠杆率和信用债持有比例均在历史高位。考虑到三季度信用债收益率高企将带来赎回率的上升, 而随着国庆长假临近, 银行理财等对资金的争夺也会使基金难以应对。届时在去杠杆压力下, 基金对信用债抛盘的增多很可能导致信用债收益率的加速上行。

西南证券分析师则表示, 目前市场对信用债的风险越来越谨慎, 主要原因是长期的经济走弱会增加中低评级信用债的信用风险, 再加上发行量增加, 极大地压制了中低评级信用债的表现。年内来看, 长久期国债和高评级中票、企业债相对较好, 较差的经济数据或者出台货币政策都能让这些品种的收益率出现较大幅度回落, 但是对于中低评级的信用债来说, 这些利好不过是延缓了收益率反弹的进程罢了。

通胀与风险偏好双回升

收益率曲线或陡峭化修正

□中信证券 傅雄广

在资金面波动相对平稳的情况下, 近期债券市场主要将受到国内经济基本面和海外事件的影响。短期来看, 通胀企稳及海外风险情绪回升对利率产品走势构成不利影响, 收益率曲线有望呈现陡峭化的走势。建议交易型机构继续规避中长端利率产品, 但由于增长数据仍然较差, 收益率大幅突破向上的概率不大, 长债收益率上行或为配置型机构提供一定的配置机会。

从国内来看, 在经济没有起色的情况下, 通胀正逐步成为对债券市场影响最大的基本面因素。8月份CPI触底反弹至2%, 符合市场一致预期。但从通胀的趋势来看, 四季度CPI波动中枢有望进一步抬升至2.5%附近, 甚至不能排除今年年底至明年年初个别月份CPI破3的可能性。但与此同时, 经济增长仍然是偏弱的, 内需及外需均尚未扭转增速下滑的趋势。因此, 从国内基本面而

言, 通胀上行令债券市场面临一定压力, 尤其是中长期利率产品; 但增长偏弱又意味着货币政策仍有放松的可能性, 因此利率产品的总体风险是可控的。受此影响, 我们预计近期利率产品有望继续呈现弱势震荡的行情。

从海外市场来看, 欧洲明确债券购买计划及美联储是否推出QE3仍是全球关注的热点。上周欧央行维持基准利率不变, 进一步明确了债券购买计划(即Outright Monetary Transaction, OMT)。虽然当前欧洲国债国家面临的核心问题是偿债能力不足, 购债计划治标不治本, 但OMT的出发点在于改善债务的流动性, 短期内确实有助于稳定预期, 改善重债国家的融资环境。从美国方面来看, 由于非农就业数据差于预期, 且通胀保持在稳定较低的水平, 美联储推出QE3的预期正不断强化, 不确定性在于何时推出、规模大小、工具及操作方案。主要关注的时点在本周及11月的美联储议息会议。从近期的数据来看, 美联储很可能向下修正对经济的判断和预期。是否推出QE3尚未可知, 但即使没有推出QE3, 下调经济预期, 或对QE3持积极态度, 也将调动市场的风险情绪。总体来看, 随着欧洲推出债券购买计划, 美联储推出或强化QE3预期, 连续的政策正在使得市场情绪向好的方向转变, 市场主流偏好有望阶段性的从低风险资产向高风险资产转移, 对国内利率产品造成一定的负面影响。

综上所述, 在资金面保持相对平稳的情况下, 通胀上行令债券市场面临一定压力, 尤其是中长期利率产品; 但增长偏弱又意味着利率产品的总体风险是可控的。而欧央行与美联储连续的强力动作正在引导全球资产风险偏好的提升, 对国内利率产品的走势构成不利影响, 收益率曲线有望出现陡峭化的趋势。受此影响, 我们对近期利率产品的走势继续持谨慎态度, 不建议

联储议息会议。从近期的数据来看, 美联储很可能向下修正对经济的判断和预期。是否推出QE3尚未可知, 但即使没有推出QE3, 下调经济预期, 或对QE3持积极态度, 也将调动市场的风险情绪。总体来看, 随着欧洲推出债券购买计划, 美联储推出或强化QE3预期, 连续的政策正在使得市场情绪向好的方向转变, 市场主流偏好有望阶段性的从低风险资产向高风险资产转移, 对国内利率产品造成一定的负面影响。

综上所述, 在资金面保持相对平稳的情况下, 通胀上行令债券市场面临一定压力, 尤其是中长期利率产品; 但增长偏弱又意味着利率产品的总体风险是可控的。而欧央行与美联储连续的强力动作正在引导全球资产风险偏好的提升, 对国内利率产品的走势构成不利影响, 收益率曲线有望出现陡峭化的趋势。受此影响, 我们对近期利率产品的走势继续持谨慎态度, 不建议

议机构在利率产品上增加仓位或拉长久期。

具体到现券策略上, 通胀及海外风险情绪的提升对中长期利率产品的影响较大, 建议交易型机构继续规避。虽然资金利率的波动中枢仍将保持在3.5%附近, 但考虑到流动性将出现一些积极因素, 对3-5年利率产品将产生一定支撑, 3年及5年国债收益率超过3.0%及3.2%的概率不大。3年左右的品种在上周的弱势环境中并未出现显著下跌, 交易型机构仍可继续持有, 在月内进行小规模波段操作。而5年左右的金融债隐含税率仍保持在较高水平, 可继续持有, 并关注波段操作机会。

对配置型机构而言, 由于增长数据仍然较差, 收益率大幅突破向上的概率不大, 如在当前的市场环境下, 10年国债收益率突破3.6%的难度颇大。因此, 长债收益率上行为配置型机构提供了一定的配置机会, 可积极关注。

债市有近忧无远虑

“哑铃型”策略继续适用

格则源于自然灾害带来的粮食减产及成本抬升, 结构性通胀的特征更为明显。我们判断, 在国内外整体经济环境低迷的情况下, 物价出现快速抬升的可能性较低, 且9月份依然有下行的可能性。明年CPI可能的运行路径是在2.5%-3.5%之间震荡, 2010年通胀快速反弹的场景不会再次出现。

就经济而言, 近期实体经济经营情况趋于恶化, 无论是上游煤电行业还是中游钢铁企业, 乃至一些经济替代指标诸如铁路货运量、信贷结构等, 均显示经济将延续疲软的迹象, 未来经济最可能的运行路径将是“产出”与“库存”双降。

总的来看, 由于通胀反弹在时点及幅度上均快于预期, 短期内其对债市的利空影响明显要大于经济下行所带来的利好, 这是造成近

期市场持续动荡的原因。但从长远看, 债市前景并不算差, 只要市场向有利的方向发展时, 买盘就会有所浮现。9月份以来的市场走势即是例证, 受8月PMI等数据超预期下跌的影响, 月初以来买盘有所复苏, 短融等短久期信用品种交投重新活跃。可见机构实际上是存在需求的, 市场缺乏的只是触发行情的时机与推动力。从9日开始, 市场进入8月经济数据的公布窗口, 基本面对市场的指引作用有望进一步显现。

我们认为, 短期内制约市场的最大不确定性并非通胀拐点的到来, 而是货币政策的前景。近期央行在政策上采取观望策略, 令资金面持续处于紧平衡状态, 加上9月份本身就处于季度资金紧张期, 市场对资金面愈发不乐观限制了做多的热情。但长期而言, 市场最终走势取决

■ 机构视野

华泰证券:

收益率上行空间不大

目前来看, 猪价仍在底部震荡, 蔬菜小周期特征明显, 后期仍将继续上涨, 但空间不会太大。至年底前, 食品类价格将表现得易上难下, 但环比压力不会太大, 根据我们的假设和估算, 年底之前CPI同比都将在2.5%以下运行。

CPI局部见底回升对未来货币政策放松形成一定制约, 但逃创新低的PPI指数表明, 微观硬着陆迹象明显。对利率债而言, 历经前期调整之后, 估值安全性得到明显提升, 特别是在当前央行有意引导货币市场利率趋稳的情况下, 收益率进一步上行空间已经不大。信用债方面, 短债压力主要来自于中低评级的大幅扩容, 债市整体资质在下移, 中线隐忧来自于微观企业应收账款大幅飙升、资金链压力逐渐加大。

投资策略方面, 利率债可做哑铃型配置, 即短端和长端皆可, 短端将受益于央行有意维稳货币市场利率, 长端受益于宏观面仍有支撑。信用债投资需加强防守, 短债资金重点参与1年期以内的中等评级品种, 中长线资金不妨配置超AAA企债或优质城投债。

东海证券:

收益率底部震荡将成常态

国家统计局在上周末公布的8月份CPI同比增幅反弹至2.0%, 完全符合预期; 而8月份PPI同比下降3.5%, 创34个月以来最低, 钢铁、有色、水泥等工业品价格回落仍在继续, 显示出上游行业需求疲弱的现状并未得到明显改善。另外, 工业增加值和固定资产投资增速较前值继续下滑, 低于市场预期, 显示出经济下行的压力仍较大。

但从债券市场的角度来看, 一方面, 我们认为9月份的通胀水平大幅上行的可能性较小, 尚无法形成推升利率品长端收益率的压力, 所以结合经济基本面和通胀因素两方面的判断, 9月份利率品长端收益率的上行风险并不大。另一方面, 随着大型基建项目的启动, 短期内经济如2008年那样超预期大幅下滑的几率较小, 从这个角度而言, 也难以以大幅降低市场的风险偏好, 形成收益率大幅下行的动力。

综上所述, 经过前期的一轮调整, 利率品收益率的上行风险虽不大, 但也难以打开大幅下行的空间, 收益率在底部震荡将成为近期的常态。

国泰君安:

短久期策略安全性较高

8月已公布的宏观数据基本符合市场预期, 经济增速仍有放缓, 但环比增速回升, 而且地产投资、基建投资回升均释放出经济企稳的积极信号; 通胀如期回升, 但目前食品价格已有所回落, 预计9月CPI将回落至1.9%, 通胀低位仍将有利于政策宽松。基本面对于利率债仍形成好坏参半的制衡格局。而考虑到发改委连续批复近万亿投资项目, 政策刺激对于未来经济企稳作用或显现, 长端利率债或存上行压力。

考虑到央行更为倚重短期流动性工具作为货币政策中介目标, 从而使得短端利率对于政策信号更趋灵敏, 预计公开市场引导资金利率下行的传导效应或将逐步显现, 进而利好短债表现。同时, 从绝对收益率来看, 无论是国债还是政策性金融债, 短端利率高出历史均值多在30-40bp不等。因此, 目前短久期策略仍旧具备较高安全性。(葛春晖 整理)