

10年国债收益率“破4” 配置价值渐显

□本报记者 葛春晖

进入三季度以来,债券市场大幅调整,标杆品种10年期国债收益率上行幅度超过40bp,昨日一举突破4%大关。分析人士指出,从历史经验看,10年国债“破4”可视以往三次大熊市重要特征,但对比2011年熊市基本面和资金面,本轮债市调整空间或已有限,特别是利率债收益率有望从单边上行步入横向震荡阶段。投资策略方面,配置型机构在保持谨慎的基础上,可逐步加强配置利率债和高评级信用债,交易性机构则需继续观望、等待机会。

历史三次大熊市标志: 10年国债收益率“破4”

进入三季度以来,债券市场除了7月末8月初出现一波小幅反弹之外,总体呈现单边调整格局。以标杆品种10年期国债为例,其在6月末的银行间市场中债估值水平还在3.51%,8月16日就攀升到了3.96%附近,期间累计上行达45BP。8月19日,银行间现券市场10年国债收益率表现依旧整体低迷,剩余9.76年的13附息国债11成交加权平均收益率达到3.98%,较16日再度上行近5BP。而中债网19日公布的最新估值曲线显示,银行间10年期固定国债收益率在时隔23个月之后再次一举突破4%大关,达到4.01%。

自2003年以来,我国债券市场曾经经历过三次大熊市,而10年期国债收益率向上突破4%,则是这三次大熊市的重要特征之一。统计显示,从2003年8月至2004年12月,10年期国债由2.93%左右持续上行达16个月,最高升至5.41%,最大累计上行幅度达到148BP,期间在4%上方运行超过8个月;2007年初至2008年8月末,债市调整近20个月,10年期国债由3.06%附近最高升至约4.55%,期间在4%上方运行达15个月;最近一轮熊市是在2010年10月至2011年9月,10年期国债由3.32%左右升至4.13%左右,并在3.90%~4%区间徘徊了近9个月时间。

市场人士表示,随着10年期国债收益率逼近4%大关,本轮债券熊市已经基本确立。

本轮走熊最大推手: 利率市场化倒逼银行降杠杆

就引发债券市场由牛转熊的因素而言,无外乎经济和通胀基本面、货币政策、资金面以及债券供需关系等。然而,年年岁岁花相似,岁岁年年各不同。分析人士指出,虽然本轮债市调整仍旧离不开上述因素,且7月以来确实出现了一些经济回暖、通胀数据小幅反弹的迹象,但综合来看,其推升收益率的逻辑却有了很大变化。

宏源证券指出,从历史经验来看,以往债市走熊的主要原因,是央行在通胀高烧的背景下实施提准加息等紧缩货币政策,使得资金利率上行,商业银行配置需求减弱,进而导致收益率飙升并长期维持高位;而本次熊市的驱动力,则是利率市场化改革加速倒逼银行纠正长期限配和杠杆率,从而导致利率债需求萎缩和供给增加。该机构表示,本轮收益率上行过程中的经济增长和通胀水平均低于以往,但央行的态度较以往则有重大转变——推进利率市场化的决心和实践均远超过以往,这将直接导致资金利率波动加大。当市场对这种判断达成共识,深挖洞、广积粮”就成为利率债供求双方的共同诉求,一方面发债方在融资成本高企时依然维持高供给,另一方面配置机构在利率债估值水平日益诱人时仍保持低需求,从而最终导致一级市场持续低迷并拖累二级市场收益率上行。

航天证券等机构亦表示,目前债市牛熊转换的推手正从CPI转变为利率市场化等原因造成的银行配债需求变化,而随着猪周期在此之前已率先破局,这种变局未来将会延续。

此外,在本轮熊市中,信用债收益率在基准利率债的带动下同样大幅调整,且上行幅度远超利率债,其中中低评级信用产品收益率上行幅度更甚。对此,分析人士指出,除了上述逻辑外,7月以来信用评级负面事件频发,进一步加剧了中低等级信用债的调整幅度。

后市或以时间换空间 配置型机构增仓机会临近

观察2007年—2008年和2010年—2011年的熊市表现不难发现,10年期国债收益率均呈现为快速上行到横盘震荡的过程,而4%附近,恰恰就是2010年—2011年收益率止升的重要点位。目前来看,随着10年期国债收益率4%关口的告破,本轮收益率继续上行的动力亦可能趋弱。

宏源证券表示,利率市场化改革加速和修正超级悲观增长预期叠加效应带来的利率债“地震式”调整已经比较充分,下一步收益率将从单边上行转入转换为震荡市。理由是,本次收益率飙升并没有伴随高通胀和投资过热,央行不可能加息或提准,而国债收益率高企容易误伤经济,经济增长和通胀数据也将难以支持国债收益率再上行,因此导致收益率中枢长时间破4”的政策环境并不存在,未来国债收益率仍有企稳甚至修复性下行的可能。该机构表示,如果10年期国债持续破4”,则部分品种配置价值将开始逐渐显现。

航天证券亦表示,在CPI一度达到6.45%高位的2010—2011年熊市中,10年期国债收益率位于4%以上水平仅有51个交易日,最高也不过4.13%,因此目前接近4%水平的10年期国债收益率已经具有较高的投资价值。该机构建议,如果10年国债收益率上升至4%以上,配置型机构可加强配置,但交易型机构仍需谨慎观望,等待跌跌反弹的机会。

值得一提的是,相对于当前不少机构开始看好利率产品和高等级信用债的配置价值而言,多数观点对于中低等级信用产品仍抱谨慎态度。正如申银万国指出,在熊市阶段,机构在操作上极有可能采取一致行为,而信用债的流动性较差,最终可能直接导致信用债特别是中低等级品种收益率的快速上行。



地方债发行利率创新高

□本报记者 张勤峰

周一,财政部代理招标发

行的3年期和5年期地方债券,中标利率双双创下历史新高;认购倍数则为年内最低。市场人士指出,当前债券需求羸弱,接连不断的新债供给,更令发行市场雪上加霜”。但与此同时,伴随债券收益率上行,部分品种投资价值正逐渐增强。

认购清淡 利率上限发行

财政部昨日招标发行的是今年第七期、第八期地方债,为3年和5年固定品种。据中债登债券发行信息显示,13地方债07中标利率为4.29%、13地方债08为4.43%;中标利率均处在招标区间上限,并创下历史最高水平。

按照财政部代理发行2013

本轮走熊最大推手: 利率市场化倒逼银行降杠杆

就引发债券市场由牛转熊的因素而言,无外乎经济和通胀基本面、货币政策、资金面以及债券供需关系等。然而,年年岁岁花相似,岁岁年年各不同。分析人士指出,虽然本轮债市调整仍旧离不开上述因素,且7月以来确实出现了一些经济回暖、通胀数据小幅反弹的迹象,但综合来看,其推升收益率的逻辑却有了很大变化。

宏源证券指出,从历史经验来看,以往债市走熊的主要原因,是央行在通胀高烧的背景下实施提准加息等紧缩货币政策,使得资金利率上行,商业银行配置需求减弱,进而导致收益率飙升并长期维持高位;而本次熊市的驱动力,则是利率市场化改革加速倒逼银行纠正长期限配和杠杆率,从而导致利率债需求萎缩和供给增加。该机构表示,本轮收益率上行过程中的经济增长和通胀水平均低于以往,但央行的态度较以往则有重大转变——推进利率市场化的决心和实践均远超过以往,这将直接导致资金利率波动加大。当市场对这种判断达成共识,深挖洞、广积粮”就成为利率债供求双方的共同诉求,一方面发债方在融资成本高企时依然维持高供给,另一方面配置机构在利率债估值水平日益诱人时仍保持低需求,从而最终导致一级市场持续低迷并拖累二级市场收益率上行。

航天证券等机构亦表示,目前债市牛熊转换的推手正从CPI转变为利率市场化等原因造成的银行配债需求变化,而随着猪周期在此之前已率先破局,这种变局未来将会延续。

此外,在本轮熊市中,信用债收益率在基准利率债的带动下同样大幅调整,且上行幅度远超利率债,其中中低评级信用产品收益率上行幅度更甚。对此,分析人士指出,除了上述逻辑外,7月以来信用评级负面事件频发,进一步加剧了中低等级信用债的调整幅度。

后市或以时间换空间 配置型机构增仓机会临近

观察2007年—2008年和2010年—2011年的熊市表现不难发现,10年期国债收益率均呈现为快速上行到横盘震荡的过程,而4%附近,恰恰就是2010年—2011年收益率止升的重要点位。目前来看,随着10年期国债收益率4%关口的告破,本轮收益率继续上行的动力亦可能趋弱。

宏源证券表示,利率市场化改革加速和修正超级悲观增长预期叠加效应带来的利率债“地震式”调整已经比较充分,下一步收益率将从单边上行转入转换为震荡市。理由是,本次收益率飙升并没有伴随高通胀和投资过热,央行不可能加息或提准,而国债收益率高企容易误伤经济,经济增长和通胀数据也将难以支持国债收益率再上行,因此导致收益率中枢长时间破4”的政策环境并不存在,未来国债收益率仍有企稳甚至修复性下行的可能。该机构表示,如果10年期国债持续破4”,则部分品种配置价值将开始逐渐显现。

航天证券亦表示,在CPI一度达到6.45%高位的2010—2011年熊市中,10年期国债收益率位于4%以上水平仅有51个交易日,最高也不过4.13%,因此目前接近4%水平的10年期国债收益率已经具有较高的投资价值。该机构建议,如果10年国债收益率上升至4%以上,配置型机构可加强配置,但交易型机构仍需谨慎观望,等待跌跌反弹的机会。

值得一提的是,相对于当前不少机构开始看好利率产品和高等级信用债的配置价值而言,多数观点对于中低等级信用产品仍抱谨慎态度。正如申银万国指出,在熊市阶段,机构在操作上极有可能采取一致行为,而信用债的流动性较差,最终可能直接导致信用债特别是中低等级品种收益率的快速上行。

资金面又现紧张

□潍坊农信 代长城

8月19日(周一),资金面整体趋紧,资金价格全线上行,跨月类资金价格上行幅度更大。

现券方面,利率债买盘很

弱,卖盘很重,交投非常清淡,

收益率整体上行。成交集中在

5、10年国债和3、5年金融债,

长端金融债几无成交。剩余年限

4.39年的13国债01成交在

3.89%附近,较上一交易日上行

年地方债招标发行规则,地方

债投标标段区间为招标日前1

至5个工作日相同代偿期的国

债收益率算数平均值上下各浮

动15%。据中债估值数据测算,

过去5个交易日,3年期国债出

现,当前债券需求羸弱,接连不

断的新债供给,更令发行市场

雪上加霜”。但与此同时,伴随

债券收益率上行,部分品种投资

价值正逐渐增强。

值得一提的是,本次两期地方债发行利率还创出2009年地方债发行以来的最高水平。此前,3年和5年地方债最高发行利率出现在2011年8月,前者为4.07%、后者为4.30%。另据交易员透露,本次两期地方债投标倍数分别为1.13倍和1.11倍,均为今年最低值。

利率飙高 危中或有机

地方债遇冷不过是近期一

信用债未到大举建仓时

做3年央票继续锁定长端流动性,如此操作方式使得市场难

以形成资金面明显宽松的预

期,资金市场整体情绪仍然较

为脆弱,回购利率难以回到上

半年的较低水平。以7天回购利

率为例,虽然7月以来较6月极

度紧张时期有明显下降,但7—

8月平均水平仍然高于4%,最

低水平仍达3.60%。目前来看,

如果央行延续相对犹豫的政

策操作,同时考虑到相对脆弱

的市场情绪以及可能出现的

突发因素,资金面的未来走势

仍然不容乐观,大幅抬升的回

购利率中枢水平如果逐渐被

市场确认,将明显限制收益率

的下行空间。

从基本面看,基本面的短期

回暖可能同样对市场形成一

定的压力。短期内结构性的

政策微调可能对整体经济形成

了一定的托底作用,7月份工业

增值的反弹也在一定程度上印

证了这一点,而外围经济的改

善以及基建、地产投资的反弹

使得这一趋势可能将延续一段

跨月资金利率上涨逾百基点

上周五高出155BP,21天回购加

权利率收报5.38%,比上周五高

出约120BP。目前隔夜和7天

品种外,其它期限回购利率均

超过5%。

某银行交易员表示,8月以

资金实际供应尚可,但在央行

上周续做3年央票并维稳逆回

购利率后,情况出现了变化。究

其原因,除月末临近外,但更重

要的是,市场把握不准央行政

策方向,机构刻意维持高备付

而融出意愿不足,导致流动性

悲观预期自我实现,同时放大

了月末等因素的实际影响。

该交易员进一步指出,从

传统季节因素等角度考虑,8月

上半月应该是近段时间资金面

环境最好的时候,未来在月末、

今年以来财政部代理地方债招投标结果					
名称	招投标日期	期限(年)	中标利率(%)	实际发行总额(亿元)	认购倍数
13地方债01	2013-6-14	3	3.53	210	1.45
13地方债02	2013-6-14	5	3.66	212	1.35
13地方债03	2013-6-28	3	3.79	242	1.59
13地方债04	2013-7-12	5	3.82	243	1.30
13地方债05	2013-7-26	3	3.92	236	1.89
13地方债06	2013-8-2	5	3.87	238	1.99
13地方债07	2013-8-19	3	4.29	253	1.13
13地方债08	2013-8-19	5	4.43	255	1.11

地方债发行利率创新高

级市场疲软的“冰山一角”。8月

以来,大多数新发利率产品收益

率均高于市场预期,认购不佳,

比较典型的如19日财政部发行的

20年超长国债中标利率比机

构预测均值高出10BP以上,而

收益率算数均值约3.73%、5年

期约3.85%,上述两期地方债投

标上限即为4.29%和4.43%。

值得一提的是,本次两期地

方债发行利率还创出2009年地

方债发行以来的最高水平。此

前,3年和5年地方债最高发行

利率出现在2011年8月,前者为

4.07%、后者为4.30%。另据交

易员透露,本次两期地方债投标

倍数分别为1.13倍和1.11倍,均

为今年最低值。

有市场人士表示,新债需求不足已成为发行人面临的普遍问题。部分短融中票发行人选择了取消或延后发行,但利

利率飙高 危中或有机

地方债遇冷不过是近期一

做3年央票继续锁定长端流动性,

如此操作方式使得市场难以形

成资金面明显宽松的预期,资金

市场整体情绪仍然较为脆弱,回

购利率难以回到上半年的较低水

平。以7天回购利率为例,虽然7

月以来较6月极度紧张时期有明

显下降,但7—8月平均水平仍然

高于4%,最低水平仍达3.60%。

目前来看,如果央行延续相对犹

豫的政策操作,同时考虑到相对

脆弱的市场情绪以及可能出现的

突发因素,资金面的未来走势仍

然不容乐观,大幅抬升的回购利

率中枢水平如果逐渐被市场确

认,将明显限制收益率的下行空

间。从基本面看,基本面的短期

回暖可能同样对市场形成一定的

压力。短期内结构性的政策微调

可能对整体经济形成了一定的托

底作用,7月份工业增加值值的反

弹也在一定程度上印证了这一点

,而外围经济的改善以及基建、

地产投资的反弹使得这一趋势可

能将延续一段

时间。同时,通胀水平可能因总

需求的支撑而有所反弹。

考察具体品种未来可能的走

势,对于短融产品来说,当前的

短融仍然具有一定配置价值。经

历了前期收益率的大幅上行后,

目前1年期AAA短融收益率已

经达到4.90%—4.95%的水平,

虽然资金利率中枢的抬升使得其

收益率下行空间较为有限,但是

考虑到其与回购利率的利差已

经处于相对较高水平,在很大程度上

已经反映了回购利率中枢的上

行。对于中票品种来说,虽然近

期市场的调整使得中票收益率

水平逐渐达到相对合理的区间,

但回购利率中枢的抬升同样将作

用于中票市场,同时考虑到基本

面回暖等因素,短期内回购利率

中枢水平如果逐渐被市场确认,

率债或铁道债等很难变更发行

计划,只能通过各方共同努力,

保障债券完成发行。例如,上

周初招标发行的今年第二期铁

路建设债券,均为10年期和20

年期的长期品种,不过,在发行

人和承销商共同努力下,最终

不仅足额完成发行,利率水平

亦比二级市场要低。

中信证券等机构认为,利率

债供给压力仍在释放过程中,对

市场或有一定冲击,但伴随利率

产品收益率的不断走高,债券的

交易配置价值也在逐步增强。另

外,有分析人士表示,日前国

务院发布《关于改革铁路投融资

体制加快推进铁路建设的意见》,

强调银行等金融机构要根据自

身承受能力继续积极支持铁路

重点项目建设,预计对后续铁

道债发行可起到一定的提振作

用。

要关注另外两方面的不利因素。一是,审批的逐渐恢复可能带来一定的供给压力,需要警惕城投债市场出现一级发行利率带动二级收益率上行的可能性;二是,虽然当前市场对于地方政府救助的预期较强,但是仍然需要关注因部分地方城投债因资金链较紧出现信用事件的可能性。因此,对于城投债品种,短期内建议投资者保持相对谨慎的投资策略。

对于交易所市场,虽然近期低等级产业债表现较好,与高等级债走势出现一定背离,但主要可能是前期跌幅过大之后的反弹。综合来看,制约交易所市场整体表现的资

金面,宏观基本面等负面因素仍然存在,收益率的上行可能带来配置价值的提高,但具体的投资机会仍要关注市场对上述因素的预期是否有实质性改

观现。考虑到其近期收益率下行幅度已经较为明显,我们同样建议对低等级产业债保持谨慎。

只有160亿元央票到期,另有260亿元逆回购到期,将形成100亿元自然净回笼,在流动性

收紧的背景下,预计央行逆回购规模将会继续放大。

季末和节假日的影响下,资金面收紧的风险将重新加大。在此背景下,预计央行将加大对逆回购或SLF等工具的运用。

Wind数据显示,本周公开市场只有160亿元央票到期,另有260亿元逆回购到期,将形成100亿元自然净回笼,在流动性

收紧的背景下,预计央行逆回购规模将会继续放大。

季末和节假日的影响下,资金面收紧的风险将重新加大。在此背景下,预计央行将加大对逆回购或SLF等工具的运用。

Wind数据显示,本周公开市场只有160亿元央票到期,另有260亿元逆回购到期,将形成100亿元自然净回笼,在流动性

收紧的背景下,预计央行逆回购规模将会继续放大。

季末和节假日的影响下,资金面收紧的风险将重新加大。在此背景下,预计央行将加大对逆回购或SLF等工具的运用。

Wind数据显示,本周公开市场只有160亿元央票到期,另有260亿元逆回购到期,将形成100亿元自然净回笼,在流动性

收紧的背景下,预计央行逆回购规模将会继续放大。

季末和节假日的影响下,资金面收紧的风险将重新加大。在此背景下,预计央行将加大对逆回购或SLF等工具的运用。

Wind数据显示,本周公开市场只有160亿元央票到期,另有260亿元逆回购到期,将形成100亿元自然净回笼,在流动性

■ 机构观点

国信证券: 长期利率配置价值高

目前利率债已经回升至2011年以来的历史高位,信用债也处于历史较高水平,但信用利差,特别是长期品种仍在历史低位。在不考虑基本面、资金面和供需情况时,以2011年以来