

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”可视为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年期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错配和杠杆率，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了重大转变——推进利率市场化的决心和实践均远超以往，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较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领下同样大幅调整，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。目前看来，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，但交易型机构仍需继续观望，等待超跌反弹的机会。

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。



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
I3地方债01	2013-6-14	3	3.53	210	1.45
I3地方债02	2013-6-14	5	3.66	212	1.35
I3地方债03	2013-6-28	3	3.79	242	1.59
I3地方债04	2013-7-12	5	3.82	243	1.30
I3地方债05	2013-7-26	3	3.92	236	1.89
I3地方债06	2013-8-2	5	3.87	238	1.99
I3地方债07	2013-8-19	3	4.29	253	1.13
I3地方债08	2013-8-19	5	4.43	255	1.11

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、第八期地方债券，为3年和5年固息品种。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

年地方债招标发行规则，地方债投标标位区间为招标日前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年期国债收益率算数平均值约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。

利率飙高 危中或有机

地方债遇冷不过是近期一

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9日财政部发行的20年超长期国债中标利率比机构预测均值高出10BP以上，而上周四口行金融债出现部分流标，更成为近阶段市场虚弱的标志性事件。

交易员指出，一方面，现券市场疲软，流动性吃紧，导致机构投资新债动力不足，3年期央票续作亦分流中长期债券配置额度；另一方面，当前正值利率债传统供给高峰期，近两周供给量均在1000亿元以上，进一步加剧了市场供需矛盾。

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

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年期的长期限品种，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改革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。

机构观点

国信证券：
长期利率品配置价值高

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，特别是长期限品种仍在历史低位。在不考虑基本面、资金面及供给面对这一现象的解释显得有一定局限性。在当前阶段断言商业银行对利率产品需求将系统性减弱还为时尚早，商业银行利率债需求出现断崖式下滑的概率也较为有限。因此，我们认为，伴随着利率产品收益率的不断走高，中短期利率产品收益率逐步企稳的概率增大，中长期利率产品的交易价值也在逐步增强，而交易风险相对可控。建议交易型机构在总量控制的策略下开始参与中长期利率产品的波段交易机会。对配置型机构而言，中长期利率产品收益率水平和基本面非常不匹配。虽然利率供需缺口8月份可能继续令市场承压，但是影响收益率曲线走势的核心因素依然是央行管理流动性态度和基本面的复苏分歧程度。

未来债市的回归存在两条路径，自上而下的政策救赎手段和自下而上的价值发现手段。自上而下的政策救赎手段主要来自于中央银行货币政策的变化，自下而上的救赎方式则来自于投资机构对于价值的认可和流动性储备的足够安心后投资需求的迸发。

瑞银证券：
继续关注5年以下利率债

上周14天逆回购操作利率维持在4%左右的水平，显示央行的目标利率区间已较前显著抬升，投资者可能需要重建对于未来资金面和资金价格的预期。从债券供给来看，目前利率市场发行较为密集的趋势将会延续至三季度末。3年期央票续发的影响不容忽视，央票的续发将显著挤占商业银行的流动性和利率债投资额度。

总的来看，随着投资者对于资金价格和资金面的预期达到新的稳定状态，以及经济增速下滑预期的修正，预计收益率曲线会延续目前陡峭化的趋势。建议投资者继续关注5年以下的利率债券。

交易所信用债延续弱势

高收益债一枝独秀

锐01收益率从16.54%累计下行533BP至11.21%。不过，截至昨日，这些高收益债与11安钢01、11安钢02一起，到期收益率仍在10%以上的高位水平。

当前经济复苏的基础仍不牢固，第四季度物价下行的概率很大。由于高层近期更着眼于“稳增长”，发改委和地方政府又开始欲上项目，央行不得不再次抽紧遏制，导致当前的收益率已处于历史的高位。不过，由于基本面整体向下的趋势不变，收益率蓄积着转向动力，机构可以静待时机。(张勤峰 整理)

据Wind统计，昨日沪深两市信用债有逾6成个券净价下跌，个券收益率多数上行，如活跃城投债中，AA级11丹东债收益率上行3.53BP，AA-级10楚雄债上行1.93BP，A+级12伊春债下行1.64BP。低评级高收益产业债的表现则可圈可点，收益率延续近期的显著下行态势。如12中富01、11华锐02、12湘鄂债、11华锐01收益率分别大降约88BP、43BP、32BP、37BP，12南糖债亦小降近1BP。8月7日以来，这些高收益债持续反弹，收益率累计下行幅度已经达到数百个基点，如11华

国泰君安表示，如果不考虑外部支持，明年将回售到期的11华锐01、11华仪债具有一定投机价值，因为这两只债券货币资金仍相对充足，流动性风险并不高。此外，目前影响交易所债券的不仅仅是信用风险，还有债券的可质押性和是否会因连续两年亏损而退市，相对而言，11华仪债、12海翔债、12湘鄂债风险已基本释

放完，未来再被降级、退市的概率都很小。建议关注11华锐01、11华仪债、12海翔债的投机机会，但近期这些个券上涨明显，交易机会或延后。(葛春晖)

农发行22日招标两期金融债

中国农业发展银行19日公告，定于8月22日上午招标发行2013年第18期、19期金融债券，发行规模合计不超过180亿元。

其中，第18期债券为1年期固定利率附息债券，发行总量不超过100亿元，一次还本付息；债券缴款日和起息日为8月28日，上市流通日为8月30日，兑付日为2014年8月28日。

第19期债券为农发行2013

年第12期债券的增发债券，发行量不超过80亿元，按年付息。

债券缴款日为9月2日，上市日

为9月6日，上市后同13农发12合并交易。

13农发12为5年期固

定利率债券，票面利率为4%，

起息日为2013年6月24日，兑付日

为2018年6月24日。

上述两期债券均为固定面值，采用单一利率(价格)中标方式，不设基本承销额。(张勤峰)

中国农业发展银行19日公告，定于8月22日上午招标发行2013年第18期、19期金融债券，发行规模合计不超过180亿元。

其中，第18期债券为1年期固

定利率附息债券，发行总量不

超过100亿元，一次还本付息；

债券缴款日和起息日为8月28日，上市流

通日为8月30日，兑付日为2014年8月28日。

第19期债券为农发行2013

年第12期债券的增发债券，发行量不

超过80亿元，按年付息。

债券缴款日为9月2日，上市日

为9月6日，上市后同13农发12合

并交易。

13农发12为5年期固

定利率债券，票面利率为4%，

起息日为2013年6月24日，兑付日

为2018年6月24日。

上述两期债券均为固定面

值，采用单一利率(价格)中标方

式，不设基本承销额。(张勤峰)

中国农业发展银行19日公告，定于8月22日上午招标发行2013年第18期、19期金融债券，发行规模合计不超过180亿元。

其中，第18期债券为1年期固

定利率附息债券，发行总量不

超过100亿元，一次还本付息；

债券缴款日和起息日为8月28日，上市流

通日为8月30日，兑付日为2014年8月28日。

第1