

10年国债4%关口浅尝辄止

单边转向震荡 配置胜过交易

□本报记者 葛春晖

上周后半周以来，在一级市场招标和资金面改善的双重提振下，10年期国债收益率连续小幅回调，重返4%关口下方。分析人士指出，一方面，当前债券绝对收益率处于高位水平，具备较可观的配置价值，需求释放将抑制其上行空间；另一方面，短期经济、通胀环境对债市不利，而中长期来看，利率市场化背景下的资金利率中枢抬升、银行配置需求萎缩更使得本轮利率债调整周期拉长，因此，预计下一阶段债市将以震荡为主。投资策略方面，利率债和高等级信用债的配置价值相对较好，交易性机会近期仍难以把握。

10年国债重返4%下方

上周一，10年期国债收益率在时隔近两年之后向上突破4%关口，成为本轮债券熊市确立的重要标志。不过，在一级市场招标和资金面改善的双重提振下，这一标杆利率自上周三开始连续小幅回落，近两个交易日又重返4%下方。

本周一（26日）银行间现券市场上，剩余9.75年的13附息国债11连续第四个交易日净价上涨，全天加权平均收益率报3.9614%，

交易所债弱勢震荡 高收益品种表现分化

□本报记者 张勤峰

周一，交易所债市涨跌互现，呈现弱勢震荡走势，高等级品种相对投资价值更受青睐。

企业债市场上，收益率小幅上行者居多。活跃城投类品种中，沪市11丹东债（AA）收盘到期收益率下行2.76BP，10楚雄债（AA）上涨3.71BP，深市09环化债（AA）下行1.03BP，08铁岭在（AA）上涨1.64BP。产业类如10凯迪债（AA+）收益率上涨2.776BP，12春和债（AA）上涨9.95BP。

公司债涨跌参半。比较活跃的如11上港01（AAA）收益率下行4.17BP，11庞大02（AA）下行3.14BP，11新筑债（AA-）下行1.40BP，09名流债（AA+）上涨3.04BP。高收益品种表现分化，11华锐01（AA）上涨9.59BP，12海翔债（AA-）下行8.13BP，12湘鄂债（AA-）下行1.17BP，11安钢02（AA-）上涨5.28BP。

高等级的分离债存债表现最好，08石化债（AAA）收益率回落10.26BP，08宝钢债（AAA）下行5.07BP。

市场人士指出，目前高等级信用债安全边际较好，相对投资价值较高。高收益债面临的流动性压力和评级下调冲击也有所缓和，但鉴于信用利差尚处于低位，信用风险处于逐步积累过程中，投资仍需保持谨慎。

7年期铁道债中标利率5.06%

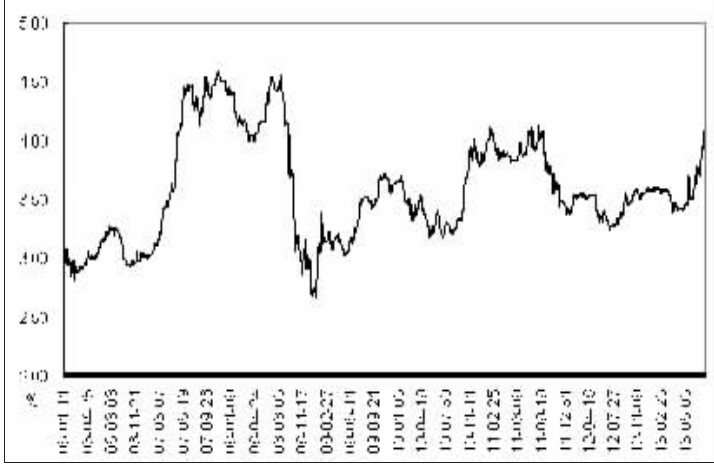
□本报记者 王辉

中国铁路总公司26日招标发行了2013年第三期铁路建设债券。招标结果显示，本期200亿元7年期固定息铁道债中标利率为5.06%，位于此前4.20%-5.20%招标区间的中间偏上位置。来自交易员的消息进一步显示，本期7年期铁道债认购倍数为1.66倍。

分析人士表示，相较于第二期铁道债（6月13日招标）的招标结果，本期7年期铁道债有所好转。其中，市场资金面有所回稳、上周以来二级市场出现反弹、本周利率品供应压力环比上周大幅下降等因素，在一定程度上提振了本期债券的需求。

本期铁道债采用单一利率荷兰式招标，按年付息，由铁路建设基金提供不可撤销的连带保证责任担保。经中诚信国际信用评级公司综合评定，发行人主体信用等级和本期债信用等级均为AAA。

10年期国债收益率走势



较上一交易日下行近4BP，较上周二的4.0735%则回落约11BP。中债网的信息显示，昨日银行间市场10年期固定国债到期收益率估值为3.9555%，较上周二的近两年高点4.0881%回落约13BP。与此同时，其他期限品种的估值也有不同程度的回落。

推动近日国债收益率利率下行的主要原因有两个。一是，上周三财政部招标的10年期国债中标利率低于市场预期，显示机构逐渐认可了持续调整后的中长期国债的配置价值，从而带动二级市

场交投热情回暖；二是，导致近期债市调整的资金面出现一定改善。特别是上周央行14天逆回购规模达到本轮重启以来最高水平，令市场上的流动性预期有所好转，加上财政缴税因素消退，货币市场融资难度缓解，资金利率呈持续下行态势，进一步加快了

中长期收益率的回调速度。与此同时，尽管近日收益率出现一波下行，但其继续回落的空间似乎也不乐观。有分析人士指出，今年5月底以来的利率上行具有基本面驱动的性质，主要与下半年经济和通胀双回升相吻

趋势性机会难觅

10年期国债收益率在短短四个交易日回调约10BP之后，是继续下行还是掉头向上、各自空间

有多大，成为当前市场新的关注点。目前来看，各方在债市行情和投资策略方面的主要观点较为一致，即，短期内债券收益率难现趋势性逆转，下一阶段可能会由此前的单边上行转向震荡盘整，因而从操作策略上看，债市配置价值优于交易价值。

值得注意的是，伴随10年国债收益率重破4%，市场上对其配置价值的认可度也逐渐提升，此前有多家机构提示这一位置附近的配置机会。航天证券曾表示，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%以上水平也仅有51个交易日，最高也不过4.13%，因此接近4%水平的10年期国债收益率已经具有较高的投资价值。最近数日债市收益率的快速下行，也印证了市场的看法。这或预示着，未来10年期国债收益率即使再次突破4%，也将引来新一轮的配置需求释放，从而制约其继续上行的空间。

与此同时，尽管近日收益率出现一波下行，但其继续回落的空间似乎也不乐观。有分析人士指出，今年5月底以来的利率上行具有基本面驱动的性质，主要与下半年经济和通胀双回升相吻

明显偏弱。

机构需求疲弱，有来自于资金面的压力，央行连续对到期的3年期央票进行续作，锁长放短之势不改，在中性偏紧的货币条件下，资金面紧平衡状态制约机构债券配置需求。更主要的是监管压力下被动调整资产配置结构的结果：对商业银行而言，是资产负债被动自我调整、逐步修正期限错配的结果；对交易型机构而言，是监管趋严中被动去杠杆下资产需求的降低。

上周，作为标杆的10年期国债，中标利率为4.08%，低于预期，认购倍数达到2.53。招标需求的价格和量两个维度显示出积极信号，但是认购倍数达2.53尚不能反证机构长端配置需求的恢复，只是显示机构对当前收益率过高的国债价值的认同。

回暖尚需等待

对于后市而言，只有打破原有的熊市运行节奏，才能收获债

合，但推动本轮熊市形成的更深层次原因，则是利率市场化改革加速倒逼银行纠正期限错配和杠杆率，进而导致利率债的需求萎缩和供给增加。中长期来看，利率市场化改革仍在推动过程中，这就意味着本轮利率熊市的周期可能会被拉长。

综合正反两方面因素来看，在货币政策保持中性的背景下，下一阶段利率债市场呈现震荡格局的概率较大。而信用债方面，鉴于利率债难有起色，而经济调结构延续、增长重心下移又使得信用风险挥之不去，再加上信用利差处于相对低位水平、信用债潜在供给不小，信用债市场整体下跌的趋势可能还未结束。

就投资策略而言，东莞银行等多家机构表示，利率债方面，对于资金富余的机构来说，配置价值已经相当明显，但对于交易性资金来说，近阶段可能只有小幅度和短时间的行情，因此需要交易型机构做好目标、止损、流动性以及把握好时点，在控制风险的前提下进场交易；信用债方面，则更需要投资者以安全边际第一为主旨，在流动性、信用风险、供给压力等中期因素明确好转之前保持谨慎。

券供给。短期内，经济数据依旧向好，8月汇丰PMI超预期回升，基本面在方向上还会对债券形成压力。9月季末效应再度来临，资金紧张局面或更加严重，央行需加强对冲强度。此外，还要观察央行对锁长放短的态度。

但是，从目前的情况看，四季度债券市场或有好转的可能。首先，8月汇丰PMI看似光鲜，实则暗藏隐忧，8月新出口订单下降至46.5，仍远低于荣枯线。融资增速正在下滑，四季度会影响到基建、地产投资增速。从这些先行指标来看，三季度持续观察的两大信号地产和出口面临悲观走向，四季度经济下行压力增大。其次，四季度向来是流动性比较宽裕的时间段，万亿财政存款的下拨有助于改善资金面。最后，就提到机构投资预期不稳定的问题，在基本面、资金面可能反转的情况下，机构投资预期将正反馈，有利于需求的恢复。

济注入活力。利空因素有：短期内流动性紧平衡状态没有改变，利率中枢缓慢上移；近期印度、印尼等新兴经济体股市汇市出现剧烈波动，增加了投资者的担忧。综上，我们判断市场短期内仍将维持震荡格局。就投资策略而言，建议投资者多看少动，控制仓位，配置型投资者可择机谨慎配置。

宏源证券：周期转债最佳时期或翻过

中报接近尾声，9月份市场能否出现趋势性行情将会逐渐明朗化。理由有二：一是9月份中上旬公布的8月份经济数据将决定中国经济是否出现真正的回暖以及回暖的力度；二是9月中旬美联储FOMC会议将提及退出QE的节奏，中国央行基于此也将出台更为明确的货币政策。我们认为中报密集期已接近尾声，上半年公司业绩对转债负面影响的坏坏期或将翻过。在8月底中报公布结束后和9月中旬趋势明朗化前，进行一定仓位配置是以不变应万变之法。石化转债具有较大配置价值，中鼎和东华存在一定交易性机会。（葛春晖 整理）

央行周一续作515亿三年期央票 负面影响或减弱

□本报记者 王辉

与大多数机构的预期一致，本周一（26日）央行对3年期央票10央票74进行了到期续做，续做量为515亿元，利率3.50%。市场人士表示，央行继续续做3年期央票，打击了正缓慢恢复的市场信心，不过考虑到本次续做量有所减少，对市场的影响可能呈现边际递减的态势。

续作力度降低

央行昨日晚间发布公告，称对2010年第74期央行票据开展了到期续做，续做量为515亿元，期限3年，利率3.50%。至此，自上周以来，一直悬在投资者心中的疑问得到了解答，虽然结果并不是市场愿意看到的，但也符合大多数市场机构的预期。

此次操作前，央行在7、8月份已三次对部分到期3年央票进行了续做。Wind数据显示，7月15日、29日，央行先后对到期的10央票60、10央票65进行续做，续做量分别为1103亿元和735亿元，分别占当期央票到期规模的69%和86%；8月12日央行又到期续做了755亿元的10央票69，占该期央票到期规模的88%。

从这三次操作情况看，央行一般选择单只规模较大的3年央票进行续做。而8月下旬到底前，单只到期规模在500亿元以上的3年央票只有8月27日到期10央票74和8月10日到期的10央票79（1000亿元）。因此，此前市场非常关注央行是否会否对10央票74进行到期续做。

值得一提的是，本次到期续

今年下半年到期三年期央票一览				
名称	发行日	到期日期	发行总量(亿元)	利率/参考收益率(%)
10央行票据79	2010-9-9	2013-9-10	1,000.00	2.6500
10央行票据60	2010-7-15	2013-7-16	1,600.00	2.6500
10央行票据65	2010-7-29	2013-7-30	850.00	2.6500
10央行票据74	2010-8-26	2013-8-27	800.00	2.6500
10央行票据69	2010-8-12	2013-8-13	860.00	2.6500
10央行票据55	2010-7-1	2013-7-2	220.00	2.6800
10央行票据99	2010-11-11	2013-11-12	100.00	3.0000
10央票104	2010-11-25	2013-11-26	10.00	3.0000
10央行票据94	2010-10-28	2013-10-29	60.00	2.8500
10央行票据84	2010-9-21	2013-9-27	50.00	2.6500
10央行票据89	2010-10-14	2013-10-15	160.00	2.6500

货币市场利率全线回落

尽管周一央行仍坚持“放短锁长”、继续对到期3年期央票续做，但对市场资金面影响不明显，各期限货币市场利率全线回落。

Wind数据显示，26日银行间市场质押式回购利率普遍下跌，其中主流隔夜和7天期质押式回购加权平均利率分别报3.05%和4.06%，较前一交易日分别下跌2.22个1个基点。中长期资金方面，除21天期回购利率微涨3个基点至5.19%外，14天、1个月、2个月、3个月期限的回购利率全

面走低。不过从绝对水平来看，14天及以上期限回购利率仍维持在5%附近，显示出中长期资金价格的高企状况仍然没有出现实质性缓解。

来自申银万国的测算数据显示，本周公开市场资金注入量有1020亿元央票到期（包括800亿元三年期央票）和1500亿元的国库现金存款招标，流出量有前期640亿逆回购到期及本周的3年期央票续做，可预期的净投放规模约在500-1000亿元左右。（王辉）

流动性制约一级市场回暖

□渤海银行 蔡年华

而需求的持续改善需要资金面保持平稳宽松。必须注意的是9月份后资金面将面临严峻的考验。首先是美国QE退出安排可能明朗化，近期美国国债收益率以及新兴市场国家货币的走势表明，热钱已开始撤离新兴市场，外部流动性中长期趋紧将成为常态。其次，公开市场到期资金大幅缩水，9-12月净到期量分别为

810亿、220亿、110亿和0亿，同时还可能面临央行继续“锁长放短”操作的冲击。最后，商业银行资产负债结构调整尚未结束，月末、季末等短期流动性冲击影响加大，因此备付金水平将长期保持高位。值得注意的是，财政部今年可能将财政资金提前投放使用，这将改善商业银行流动性状况，预计这部分资金在1-2万亿。整体而言，外部流动性收紧使得资金面长期处于紧平衡，财政存款投放平滑了这一冲击的影响程度，但流动性能否真正改善还有待于央行货币政策的放松。

无论从近期宏观经济数据还是央行的表态都可以看出，当前货币政策将继续维持中性偏紧的状态，降准和降息等政策难以出台，因此后期央行可能继续通过逆回购来满足市场流动性需求。同时逆回购利率可能维持高位，市场利率中枢短期难有下降。

综上，在流动性状况未实质改善的情况下，后期一级市场需求难有实质回暖。同时，由于商业银行等机构全年的债券投资规模已有限，这也限制了增量的扩大，因此收益率将维持高位震荡。

各品种收益率估值涨幅介于5至11个基点之间，15年、20年和30年等超长期限品种涨幅介于2至7个基点之间。其中，3年期估值涨幅相对突出，平均为8.4个基点，该期限AA估值收益率比上周上涨11个基点。

分信用等级看，各等级收益率估值涨幅比较一致，AA+品种

平均上涨约6个基点，其余各等级平均涨幅在5个基点左右。

与上一周比较，本周各期限、各等级收益率估值涨幅有所收窄。市场人士指出，经过近段时间的持续调整，目前信用债收益率已具有一定吸引力。高等级品种安全边际较好，性价比比较高。

□本报记者 张勤峰

据中国银行间市场交易商协会周一发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示，本周各期限各等级收益率估值均延续上行态势，但涨幅较上一周有所收窄。分期限品种看，10年以内（含）

本周交易商协会定价估值涨幅收窄

□本报记者 张勤峰

据中国银行间市场交易商协会周一发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示，本周各期限各等级收益率估值均延续上行态势，但涨幅较上一周有所收窄。分期限品种看，10年以内（含）