

10年国债4%关口浅尝辄止

单边转向震荡 配置胜过交易

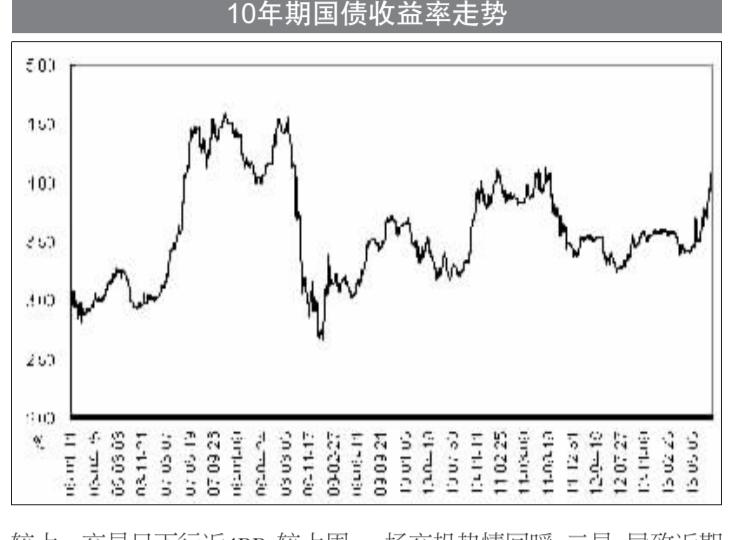
□本报记者 葛春晖

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%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，成为本轮债券牛市确立的重要标志。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%，



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

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

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。

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。

周一银行间货币市场上，在 3 年期央票如期续做的背景下，货币利率水平比上周五仍出现较明显下行，其中主流隔夜和 7 天期质押式回购加权利率分别降至 3.3% 和 4.4% 附近。

来自交易员消息显示，本周一公开市场一级交易商可继续上报正回购、逆回购和 3 个月期央票需求，其中逆回购期限为 7 天和 14 天，正回购为 28 天期。按照央行

“放慢锁长”的操作思路，市场普遍预期，央行可能继续保持较高逆回购力度，以推动公开市场在月末实现净投放操作。

上周，央行公开市场操作实现资金净投放 720 亿元，较之前一周的 475 亿元增加超过一半，以缓解缴税及月末因素对短期资金面的冲击。

值得一提的是，本次到期续

四季度市场或有好转可能

□中航证券 杨鹏飞

2011 年 9 月，尽管房地产调控已于上半年开始，但难挡 4 万亿刺激计划后遗症发生，经济增速虽逐步回落，通胀却不断走高，2011 年 7 月 CPI 高达 6.45%。

上述两次 10 年国债收益率冲高均有极强的实体基础，过去两周 10 年国债收益率重上 4% 却显得有所不同，当前工业增加值增速在 10% 以内，CPI 在 3% 以内，与彼时动辄两位数的增速，5% 以上的通胀相差甚大。即便考虑到 7 月工业增加值增速有所超预期，但阶段性超预期推导出经济恢复强势增长的基础不存在，另外后续通胀预期比较一致，四季度通胀虽有高点，但还在可控范围。基本面驱动长期国债收益率如此大幅度上行的说服力不足。

基本面解释效用不足

10 年国债收益率超过 4% 的情况，除了今年 8 月之外，在过去八年中只出现过两次，一次是在 2007 年 5 月到 2008 年 8 月之间，另一次出现在 2010 年 11 月到 2011 年 9 月。

2007 年 5 月到 2008 年 8 月，处于金融危机前中国经济高速增长时期，体现为 GDP 增速为两位数，CPI 最高达 8.7%。2010 年 11 月到

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充裕的时段，万亿财政存款的下拨有助于改善资金面。最后，就提到的机

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。

回暖尚需等待

对于后市而言，只有打破原有熊市运行节奏，才能收获健

券收益。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充裕的时段，万亿财政存款的下拨有助于改善资金面。最后，就提到的机

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。

货币市场利率全线回落

尽管周一央行仍坚持“放慢锁长”，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 22 和 12 个基点。中长期限资金方面，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 500 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

受制于一级市场疲软，7 月份以来债券收益率呈现波段上行的走势，10 年国债一度达到 4.1% 的阶段高点。上周，新发 10 年国债中标利率低于预期，一级市场出现一定的回暖迹象。但是，后期流动性状况难有实质改善，债券回暖或难以持续。

单纯从需求角度看，一级市场能否回暖主要看两个因素：一是商业银行资产负债表调整步伐以及超额准备金水平；二是目前债券收益率水平是否具备较高的配置价值。

经历 6 月“钱荒”后，商业银行都加强了流动性管理，对前期同行业务期限错配进行适当地修正，拉长负债久期、缩短资产久期”成为主流做法，同时为应对短期流动性冲击都提高了备付金水平。目前来看，银行的资产负债结构调整还未完成，整体的备付金率在 2.1%—2.5% 附近，流动性状况较为良好。

与此同时，当前债市的收益率水平配置价值较高。从近三年债市走势看，10 年国债收益率突破 4% 仅在 2011 年出现三次，而彼时货币政策处于紧缩期，基准利率持续走高，而今年货币政策偏中性，目前收益率相对价值较高。另外，虽然资金成本上行导致银行对债券收益率要求也相应提高，但长期看当前收益率能覆盖相应成本，配置价值较高。因此，债市短期来看具备回暖的条件，上周以来的市场走势也符合这一判断。

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，同时还将可能面临央行继续“锁长放短”的操作。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，当前债市的收益率水平配置价值较高。从近三年债市走势看，10 年国债收益率突破 4% 仅在 2011 年出现三次，而彼时货币政策处于紧缩期，基准利率持续走高，而今年货币政策偏中性，目前收益率相对价值较高。另外，虽然资金成本上行导致银行对债券收益率要求也相应提高，但长期看当前收益率能覆盖相应成本，配置价值较高。因此，债市短期来看具备回暖的条件，上周以来的市场走势也符合这一判断。

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（8 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责任保证担保。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券信用等级均为 AAA。

利率产品

广发银行：

长端宜配置不宜交易

目前债券收益率曲线较平坦，我们对市场上追逐买入长端的操作心存担忧。当然投资盘配置价值不错，尤其是 10 年品种，但不适合交易盘参与。收益率的全面下行，必须要靠大量投资盘集中参与一级市场带动二级利率下行，目前还看不到这种迹象。

短期来看，市场结束调整的时候，必然伴随着曲线的陡峭化。在资金利率持续偏高的情况下，长端上行的概率更大，所以建议交易类资金买入 5 年以下品种，回避长端。

申银万国：

年内可能看不到大机会

今年 5 月底以来的这波利率上升，方向上具有基本面的驱动性质，主要是与下半年经济和通胀双回升相吻合，并非是脱离基本面调整”。情绪化市场调整”，而幅度上

更体现出历史价值重估的特征。主要是随着下半年资金利率底部趋势性抬升确认、钱荒后银行资产负债

信用产品

中金公司：

下跌暂停段落 机会仍需等待

高等级信用债配置价值良好，风险已经不大，收益率基本达到企业能够接受的信用融资成本上限，将抑制其进一步大幅上升；从需求角度看，目前高等级品种收益率对于配置盘已具有吸引力，随着配置盘资金的增加和市场负面情绪的消退，需求有望逐步恢复。不过，由于信用利差仍处于较低水平，进一步压缩空间有限，高等级信用债收益率的下行仍有待狭义流动性的好转、利率债收益率的下行，交易性机会仍需等待。对于高收益债，我们仍然持中长期谨慎态度。

中信证券：

收益率趋势性下移概率低

目前市场情绪较为脆弱，资金利率可能仍将维持在相对较高的水平，使得当前短端利率仍然没有明显的下行空间，但考虑到前期短融收益率水平已有明显上移，因此仍具有一定的相对配置价值。

基本面方面，目前市场环境并无根本性改善，基本面短期内可能小幅回暖并对通胀形成一定压力，将对市场形成直接的不利影响，并限制货币政策腾挪空间，因此，收益率出现趋势性下行的概率不高，对于交易型投资者来说，我们建议快进快出。

城投债方面，因其与 AA 中票利差仍然处于相对较低水平，同样难有明显的趋势性机会，另外，需密切关注一级发行利率可能上移以及信用事件可能发生的冲击。

可转债

渤海证券：

多空交织 上下两难

目前市场处于多空力量平衡，上下两难的境地。利多因素包括：8 月汇丰 PMI 初值重返枯荣线上；美国复苏势头强劲、欧洲正在走出低谷，增加了我国外需改善的预期；政府改革措施不断推出，为经

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持续震荡格局。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：

周期转债最坏时期或翻过

中报临近尾声，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。我们认为中报业绩将临近尾声，上半年公司业绩对转债负面影响的最坏期或将翻过。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）