

## 一年期国债中标利率创近十年新高

# 恐慌情绪面临修复 谨慎把握交易机会

□本报记者 葛春晖

在月末资金面波澜再起、市场谨慎心态浓郁之际，财政部30日招标的1年期国债中标利率高达4.01%，创下逾10年来同期限国债招标最高纪录。分析认为，综合考虑经济通胀基本面稳定、资金面保持紧平衡的整体环境，短期内市场情绪存在修复的可能，当前债券绝对收益率水平已具有较好的配置价值，但对交易性机会的把握仍需谨慎。

### 资金紧张致短债利率飙升

财政部30日就13附息国债22进行了利率招标。据中国债券信息网公布，本期计划招标额为280亿元的1年期固息国债，中标利率为4.01%，首场认购倍数为1.21倍，当期追加发行2.5亿元，实际发行总量为282.5亿元。

由于近期资金面再起波澜且未见缓解迹象，二级市场上1年期国债收益率29日已飙升至3.79%附近，机构对本期国债给出的中标利率预测也相对保守，多数认为会落在二级市场水平附近。然而，超出市场预期和二级市场逾20BP的最终中标利率，仍然令市场大跌眼镜。

值得一提的是，本期国债利率创下了2000年以来的最高纪录。Wind数据显示，2000年以来截至本次发行前，1年期国债发行利率介于0.89%-3.90%之间。高点3.90%产生于2011年9月，当时处于货币政策收紧过程中，市场资金面紧张在央行连续提高存款准备金率后达到白热化，与资金面

状况联系紧密的1年期国债备受影响。

就本期国债招标而言，资金面紧张对利率债短端的负面冲击也显而易见。此外，市场人士表示，本周债券供给依然较多、供需矛盾仍未有效缓解，而且1年期国债没有基本承销额，承销团投标意愿不高，对其利率的走升有一定影响。

市场人士亦指出，没有基本承销额的干扰，也使本期国债招标结果更接近市场真实情况。据交易员称，昨日国债招标边际中行利率高达4.10%，边际倍数达到6.59倍，显示出机构在弱市格局下以博边际心态为主。

二级市场方面，一级招标不利再次点燃悲观情绪，短端品种收益率在招标结果出来后一度出现近30BP的飙升。

### 情绪修复或可期待

10月以来，债券市场的熊市步伐未曾停歇，银行间标杆品种10年期国债收益率一度攀升至4.22%左右的2008年2月以来最高水平。在此期间，三季度经济回暖、9月份通胀反弹以及资金面趋紧，成为债券市场收益率节节走高的主要原因。

值得一提的是，30日下午随着资金面略有好转，债券市场交易活跃度有所增加，收益率升幅亦小幅收敛。市场人士表示，预计跨月后资金面将有所改善，当前利率债的绝对配置价值已经较好，但考虑到四季度资金面紧平衡格局难破，资金利率下行幅度以及市场情绪的修复程度仍有待观察，在交易性机会的把握上仍需谨慎。

经济有望稳定增长给了货币政策不放松的理由，促使金融机构降杠杆也让货币政策保持中性偏紧。但经济和通胀基本面的总体稳定，也同样限制了货币政策收紧的空间。因此，在中性偏紧的货币政策下，虽然资金面全面宽松难以重现，但流动性枯竭也不是管理层所乐见。

国泰君安证券表示，当前的流动性紧张可能由于机构预期的自我实现而造成的，而央行在停发两周后重启逆回购操作，向市场发出了稳定流动性预期的信号，有利于恢复投资者对市场的信心，收益率曲线小幅下行的概率在上升。

兴业证券报告也指出，考虑到资金面紧张有望缓解、11月利率债供应压力环比下降、经过税收与资本调整的利率债收益率已经超过贷款基准利率等因素，再加上银行在明年年初的配置需求以及融资成本大幅上行增加经济回落风险，预计短期内市场存在修复空间，尤其是利率债。不过，该机构同时指出，鉴于信用利差拉大是中长期趋势，中长期限的低评级资产仍不被看好。

值得一提的是，30日下午随着资金面略有好转，债券市场交易活跃度有所增加，收益率升幅亦小幅收敛。市场人士表示，预计跨月后资金面将有所改善，当前利率债的绝对配置价值已经较好，但考虑到四季度资金面紧平衡格局难破，资金利率下行幅度以及市场情绪的修复程度仍有待观察，在交易性机会的把握上仍需谨慎。

### 观点链接

#### 浦发银行：等待资金面好转和供给回落

11月至年底，随着外汇占款改善和财政存款下放，预计市场资金面将呈现预期偏紧但实际偏松的局面。目前制约债券收益率下行的主要因素一是资金面的偏紧或预期偏紧，二是债券供给量的压力，而这两个因素在11月至年底期间可能会逐步有所好转，到时可能存在一定的交易性机会。

#### 中投证券：配置机构或已悄然进场

月末利率债收益率再度大幅上行，这固然受到逆回购一度暂停导致市场疑心再起的影响，利率债市场自4月份以来流动性羸弱也是重要原因。从表现来看，利率债成交规模一直处于低迷状态，二级市场上超过70%的交易资金在5月份后离场。而从金融机构的交易情况来看，全国性商业银行在三季度的净卖出，可能也导致了利率债收益率的明显上行。但从已经公布三季度季报的商业银行报表来看，有两家银行持有到期的证券规模大幅上升，其增加幅度是2011年以来的最高水平。交易类金融资产的增加则出现分歧。如果以利率债作为商业银行持有到期主要投资标的的话，利率债配置机构或已悄然进场，利率债市场已然超调。

兴业证券报告也指出，考虑到资金面紧张有望缓解、11月利率债供应压力环比下降、经过税收与资本调整的利率债收益率已经超过贷款基准利率等因素，再加上银行在明年年初的配置需求以及融资成本大幅上行增加经济回落风险，预计短期内市场存在修复空间，尤其是利率债。不过，该机构同时指出，鉴于信用利差拉大是中长期趋势，中长期限的低评级资产仍不被看好。

兴业证券报告也指出，考虑到资金面紧张有望缓解、11月利率债供应压力环比下降、经过税收与资本调整的利率债收益率已经超过贷款基准利率等因素，再加上银行在明年年初的配置需求以及融资成本大幅上行增加经济回落风险，预计短期内市场存在修复空间，尤其是利率债。不过，该机构同时指出，鉴于信用利差拉大是中长期趋势，中长期限的低评级资产仍不被看好。

#### 海通证券：耐心等待机会

目前利率债收益率已创阶

段新高，安全边际上升，但趋势性回落尚需等待：首先，目前10年国债利率升至4.22%，一级市场利率也创新高，主要缘于政策转紧、货币利率高企和供给压力。其次，本周利率债净供给将降至500亿左右且期限较短，11月后供给减小，且信用利差处于历史低位，国债安全价值已明显上升，但在稳增长背景下，融资需求大将制约利率下行。再者，三季度中国整体债务率继续上升，产能过剩、房产泡沫加剧，意味着信用风险在不断累积，因而需战略性重视安全资产。最后，从美国经验看，国债利率下行需两大前提：货币利率趋势性下降及信用违约事件的出现，但目前均不具备，利率债仍需耐心等待机会。

#### 中金公司：或有阶段性交易机会

我们认为到财政存款明显投放之前，如果央行“宽中性、实偏紧”的态度不变，则流动性的改善和收益率的回落可能会有所反复。在收益率处于历史高位的情况下，如果投资者是看重一个中长期趋势或者一个相对长的考核周期（例如半年到一年），则目前可以介入。而如果投资者是看重年内的交易机会或者考核周期是剩余的2个月，则适合进行波段交易。在12月前，预计收益率的波动仍有起伏，三中全会前的时段可能存在阶段性的交易机会。（张勤峰 整理）

## 口行下周发行两期固息金融债

进出口银行30日发布公告称，该行将于11月4日招标发行2013年第三十七期、三十八期金融债。两期债券发行规模均不超过60亿元，分别为2年和5年期固息品种。两期金融债均将采用单一价格中标（荷兰式）招标，以全价价格招标方式发行。

其中，第三十七期金融债为该行2013年第三十三期金融债的增发债券。该行2013年第三十三期金融债券为2年期固定利率附息债券（按年付息），起息日为10月28日，票面利率4.94%。两期债券上市后，均将分别同该行第三十三期、三十四期金融债合并交易。

发行时间安排方面，此次发行的第三十七期、三十八期口行金融债缴款日分别为11月6日和11月7日，上市流通日分别为11月12日和11月13日，发行手续费率分别为发行总额的0.05%和0.10%。（王辉）

## 200亿铁道债31日招标发行

中国铁路总公司30日发布公告，该公司将于10月31日招标发行2013年第六期中国铁路建设债券，总规模200亿元。本期铁道债包含10年期和20年期两个品种，其中10年期品种发行规模为150亿元，20年品种发行规模为50亿元。

本期铁道债采用固定利率方式，10年期品种的票面年利率为Shibor基准利率加上基本利差，基本利差区间为0.40%-1.40%。Shibor基准利率为公告前5个工作日一年期Shibor利率的算术平均数，基准利率保留两位小数。

本期债券招标方式为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。本期铁道债招标日为10月31日，缴款截止日和起息日为11月1日。（王辉）

### 资金利率短升长降

## 短期回购利率创下半年新高

30日银行间市场资金面延续了上周以来的紧张局面，其中短端资金利率进一步走高，隔夜与7天期质押式回购利率双双改写下半年以来的纪录。

Wind数据显示，截至10月30日收盘，银行间市场隔夜、7天、14天、21天、1个月、两个月期限的质押式回购加权平均利率分别为5.30%、5.69%、6.35%、6.14%、5.88%和6.12%。相较于前一交易日（10月29日），隔夜与7天期品种分别大涨73和65个基点。其中隔夜回购利率创今年6月27日以来的新高，7天期回购

利率则站上6月28日以来的最高水平。不过，当日市场14天至2个月的中长期限资金利率则有不同程度回落，显示出市场对于月末时点因素的消解以及货币当局有意继续稳定资金面紧平衡格局仍有一定预期。

市场人士表示，财政部当日在一年期固息国债中标利率飙升至4.01%，显示短期内市场对现券收益率及市场价格存在强烈悲观预期。不过从更长时间来看，年末最后两个月财政存款的大量释放，或将有助于改善投资者的心理预期。（王辉）

## 波段操作窗口或将出现

### 上海证券 胡月晓

意，这将迫使美联储推迟缩减QE规模的时点，目前国际投行均将预期最早时点推迟至2014年一季度，所以年内暂时不用担心外汇资金流向重新逆转的风险。

基于以上两点判断，我们认为目前的困难只是黎明前的黑暗，市场或许已经出现过度反应。引用电影《华尔街》中的经典台词“别人贪婪时我们要恐惧，别人恐惧时我们做贪婪”，也许现在就是别人恐惧时我们要贪婪，别人恐惧时我们需要做贪婪准备的时候。但是，我们还要在贪婪之前加上一个限定性形容词——适度”。

我们注意到，央行公布的资产负债表显示，9月央行新增外汇占款激增至2682.04亿元，环比增加1703.32亿元或174%，增幅触及5个月新高。这意味着，9月份央行

通过收购外汇向银行间市场累计投放了近2700亿元的人民币流动性。但是奇怪的是，整个9月份流动性仍然维持偏向紧张的局面，资金市场价格仍然居高不下。显然，9月份央行试图通过外汇占款途径为流动性营造一个偏向宽松的环境，但市场并不领情。那么，流动性到底去了哪里呢？

结合之前我们对今年债市脱离宏观经济基本面原因的分析，商业银行债券交易行为模式已经清楚的显示，流动性还是遵循其逐利的本质流向更高收益率的领域去了，比如信托、房地产或者其他场外高收益资产。之前债市与股市的“跷跷板”效应已经演化为场内资本市场与场外市场的“跷跷板”。因此，如果当前房价保

持持续上涨及信托市场持续保持无违约的积极增长，那么债市将很难有真正的起色。这也是为什么我们强调只能“适度贪婪”的原因，即流动性改善不假，但是财政存款下拨及外汇占款流入带来的新增流动性有多少会流入债市，从目前的情况来看则存在疑问。由此也意味着，未来两个月债市的反弹高度将受到限制。

另外，我们还注意到，29日央行意外开展逆回购仍然无法平抑市场的紧张情绪，当日短期Shibor利率继续上涨，甚至已经超过了9月末的水平，这说明市场情绪难以在短期内回归理性。

考虑以上各方面因素，我们认为，11月初是有抄底的机会，但需要保持适度谨慎。

### 评级追踪

#### 中债资信 给予中国建筑AAA评级

中债资信评估有限责任公司近日发布了对中国建筑股份有限公司主体信用评级结果。

中债资信指出，虽然中国建筑工程业务领域较集中，房建工程业务易受国内房地产市场影响而波动，但作为中国建筑工程和房地产业的龙头企业，公司工程业务高等级施工资质多、种类丰富，具备极强的技术和规模优势，施工能力很强，项目储备充足，区域分散；房地产业务开发物业类型和区域分布多样，项目土地成本安全边际较高，公司整体经营风险极低。盈利能力很强的房地产业务令公司盈利指标高于一般建筑企业，财务杠杆近年来虽有上升趋势但在大型建筑

企业中仍处于相对较低水平，公司资产流动性和财务弹性强，偿债指标表现良好，整体看，公司财务风险极低。

中债资信认为公司偿还债务的能力极强，违约风险极低，评定公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

#### 中诚信国际 维持金茂集团AA+评级

中诚信国际日前发布了中国金茂（集团）有限公司2013年度跟踪评级报告。

中诚信国际指出，2012年以来金茂集团酒店服务业务在同区域竞争中处于领先地位，在高星级酒店供给量持续上升的情况下，基本保持稳健经营；金茂大厦写字楼继续保持较高的出租率，为其贡献稳定的租金收入；伴随着旗下各个

代建项目剥离工作的陆续完成，资产负债率及总资本化比率均显著下降，公司经营更为稳定，继续保持融通的融资渠道。

中诚信国际同时表示，关注到我国一线城市高档酒店市场竞争日趋激烈、公司与关联方资金往来频繁、虽然目前金茂集团承诺于2014年8月前解除对外担保及资产抵押，但未来该项工作实际推进情况仍存在不确定性等因素对其经营及整体信用状况带来的影响。

综合考虑，中诚信国际决定维持金茂集团主体信用等级为AA+，评级展望为稳定；并维持“13金茂CP001”的债项信用等级为A-1。

#### 大公维持三友碱业AA评级

大公国际资信评估有限公司

日前发布了唐山三友碱业（集团）有限公司2013年度跟踪评级报告。

大公指出，中国经济增速受欧债危机和固定资产投资增速下降等因素影响有所放缓，预计未来1-2年，中国经济增长水平将阶段性放缓。化工等周期性行业影响很大，产能结构性过剩、高能耗等是目前及未来一段时间中国部分企业面临的问题。公司主营业务为氯碱化工、纯碱及粘胶短纤，均为周期性行业，整体盈利能力受外部因素影响较大，公司在循环经济、科研等方面在行业内均有较高地位。预计未来1-2年，公司主营业务将保持平稳。

综合分析，大公对公司2013年度第一期中期票据信用等级维持AA，主体信用等级维持AA，评级展望维持稳定。（张勤峰 整理）

### 交易员札记

## 债市弱势整理 收益率维持高位

### 长江证券 斯竹

得益于逆回购重启，周三早盘短期资金稍显紧张，午盘后逐渐松动。债市早盘招标发行了1年期国债，中标利率4.01%，边际利率4.10%，高于市场预期。现券交易维持疲弱行情，整体收益率小幅上行但略有企稳。

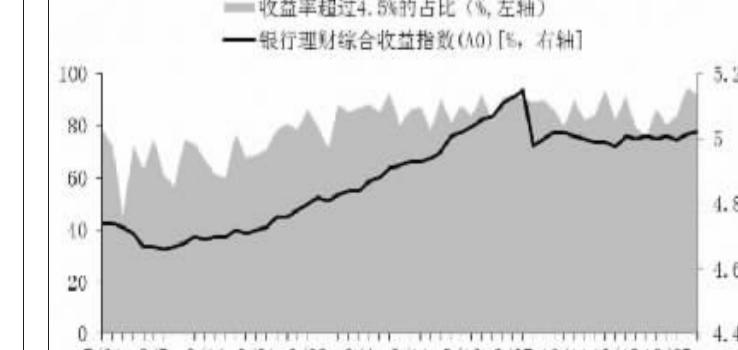
国债方面，受一级招标影响，1年期品种从3.85%-4.05%均有成交，

以上短券较受关注，如12川龙蟒CP002成交在5.70%，AAA的12冀建投CP001成交在5.30%，中票维持清淡行情，成交收益率持续上行，3年期AAA券种交投相对较多，如13南网MTN1成交在5.20%，13中粮MTN1成交在5.40%；企业债成交集中在6年附近及高等级券种，如6年多的AA券种10常德经投债成交在7.25%，资质稍弱的12济源城投债成交在7.5%，不到9

年的12中石油02成交在5.65%。

由于央行政策的偏紧缩态势，资金利率处于高位，导致机构普遍持谨慎观望态度，一级招标创新高，二级现券交投显得较为清淡。信用债由于供给压力的逐步增加，一级发行及二级交投热情均受到较大影响，随着信用债市场的继续深调，中低等级信用品种压力进一步加大，债市短期内将维持弱势行情。

### 金牛银行理财综合收益指数走势图



注：2013年10月30日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.02%，环比上涨0.05%，预期收益率超4.5%的产品占总发行量的92%。 数据来源：金牛理财网