

# 债市加速上涨 需居安思危

银行间十年期国债及国开债收益率跌至2010年以来低位

□本报记者 王辉

在流动性回归宽裕、资产配置荒解的背景下，近期债券市场再掀升势，长债收益率屡创本轮牛市新低。分析人士指出，当前经济增长偏弱、货币政策宽松，加上汇率趋稳推动流动性风险下降，债券市场利率风险有限，在大类资产中仍受到相对青睐。后期如果经济更差、货币更松，债券利率水平仍有继续向下空间。但需要指出的是，债券绝对收益率已低、股债相对价值修复，股市回暖可能造成的扰动需提前防范，而信用债市场局部过热的现象也需警惕，债市投资者需居安思危。

## 乐观情绪高热不退

9月下旬以来，债市再度掀起一轮上涨行情，并在10月之后涨速显著加快。从上周以来利率债市场的表现来看，市场收益率曲线整体平坦化下行，做多热情高涨。

具体看，上周1年期固息国债收益率上行2BP，1年期国开债下行1BP；3年期国债下行6BP，国开债下行3BP，10年期国债下行9BP，10年期国开债下行3BP。至上周五收盘时，10年期国开债收益率已下行至3.67%，10年期国债收益率则下行至3.16%，双双创出年内新低。本周前两个交易日，利率债端收益率继续大

幅走低。截至周二（10月13日）收盘，10年期国债收益率已降至3.10%一线，跌回2010年低位。

值得注意的是，近期股市表现也可圈可点，量价回升，风险偏好有所改善，但仍无碍债市利率加速下行。国信证券指出，从历史经验来看，股市与债市“跷跷板效应”的关键在于实体经济融资需求是否扩张或收缩。近期股市的上涨并非宏观经济复苏、杠杆配置等因素推动，因此无碍债券牛市的继续展开。考虑到权益市场已经不可能像上半年一样提供充足配资等持续“正回报”的基础资产，其难以引发资产配置从债市重新大幅回流股

市的趋势。

9月债券托管数据显示，广义基金继续全面增持各类债券，主导7月以来的债市行情的格局继续演绎。9月除国债之外，其余主要品种广义基金净增持量均超过市场总的净增量。在消化债券供给增量的同时，也对接了商业银行减持的部分。整体来看，三季度以来机构投资者“缺资产”的态势仍在延续，其对资产回报率的预期也在继续下调，从而引发近期利率加速下行。

## 强势市场也需稳扎稳打

在现阶段市场情绪高亢的背景下，

分析人士指出，虽然短期内债市情绪可能继续高热不退，但投资者在策略的把握上同样需要稳扎稳打、居安思危。

综合主流机构观点来看，当前经济基本面偏弱、货币政策偏松、流动性较宽裕，有助债市继续处于多头环境之中。而市场风险偏好难以大幅提升、广义基金“资产荒”难解等因素，则使得债市收益率仍有继续向下突破的可能。但经过近两年的牛市，债市绝对收益率水平已低，对理财等机构负债成本覆盖不足，利率下行预计同样有底。此外，对信用债领域出现的局部泡沫化现象也需加以警惕。

中信证券近日表示，虽然债市收益率短期内将维持震荡下行的趋势，但阶段性下行空间可能已经有限，10年期国债收益率预计难突破3%。银河证券也认为，虽然基本面依然支撑债市行情，但随着财政发力稳增长以及市场风险偏好回升，长债收益率后续下行的幅度可能已经有限。

而在高收益信用债方面，兴业证券本周指出，目前高收益利差已经压缩至历史低位水平，由资金宽松推动的高收益行情可能将告一段落，未来收益率和利差变化仍然取决于基本面。从上市公司业绩预告来看基本面普遍不佳，未来应更加关注信用风险溢价的上升。整体而言，信用债投资在继续关注“缺资产”同时，也同样需要把握“防踩雷”的投资主线。

## 进口数据疲软 人民币汇率急挫

13日，人民币兑美元汇率中间价延续涨势，离岸、即期汇价则出现大幅回调。市场人士指出，目前人民币贬值预期已有所淡化，但也并没有出现单边升值预期，今后一段时间人民币汇率料以震荡为主。

13日境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3231元，较前一交易日大幅上调175基点，这也是自9月25日以来，该中间价连续第八个交易日上调，累计涨幅达560点或0.88%，并创两个月新高。然而13日即期市场上，人民币兑美元即期汇率低开低走，盘中大幅走跌，最终收跌199基点或0.31%，报6.3429元。与此同时，香港离岸人民币兑美元即期汇率也大幅走低，截至境内银行间市场收

盘（16:30），人民币CNH汇率报6.3427，大跌201基点或0.32%。外汇市场人士认为，昨日人民币即期汇率走软，是受到进出口数据拖累。海关总署13日披露，以人民币计价，中国9月进口同比降17.7%，为今年5月以来的最差表现。

分析人士认为，美联储升息预期降温等因素有利于人民币汇率保持稳定，但经济基本面才是汇率稳定的关键，在中国经济有效企稳之前，人民币汇率难言完全无忧，且出现趋势性升值可能性极低，因此对近期人民币升值的空间不应过度乐观。当然，考虑到国际化、内外市场环境等多种因素，短期内人民币汇率转为震荡是大概率事件。（王姣）

## “福娃债”招标结果偏暖

国家开发银行13日对该行2015年第16-20期金融债进行了新一次增发。本次发行的五期债券均为固息品种，期限依次为7年、3年、10年、1年、5年。招标结果显示，这五期国开债中标利率较低，机构认购踊跃。市场人士指出，近期银行间资金面稳中偏松，国开债招标结果较好也表明当前债市配置需求旺盛。

据中债网披露，本次国开行招标的1年、3年、5年、7年和10年期金融债，中标收益率依次为2.5327%、3.1307%、3.3342%、3.5954%和3.5302%。此前机构预计本次招标的1年期债券中标收益率或在2.48%-2.52%，3年至7年期品种认购尤其踊跃。

分析人士认为，近期利率债一级市场招投标情况，反映出尽管风险资产表现有所回暖，但并未影响到债市的配置热情。在资产荒明显改变之前，债券仍是机构释放配置压力的主要场所。（王姣）

## 期债犹豫后再拉升 投资情绪高亢 短期上涨难言结束

□本报记者 张勤峰

13日，国债期货在波动中继续上涨，收市前涨幅扩大，主力合约在连续10日上涨的同时，双双再创历史新高；市场交投活跃，期、现市场良性互动，债券投资热情高涨。市场人士指出，当前债市基本面支撑稳固，伴随流动性不确定性下降，理财等广义基金配置压力集中释放，在乐观情绪推动下，短期债市上涨行情难言结束。不过，在活跃资金不断加杠杆的过程中，债市可能已经埋下中期的波动隐患，对期债短期顺势而为，中期居安思危。

## 连涨十日 期债再攀新高

昨日，期债在犹豫后选择继续上行，五年期与十年期主力合约分别上涨0.33%、0.55%，盘中双双再创历史新高，且同为近期连续第10个交易日上涨。以5年期主力合约TF1512为例，13日早盘TF1512小幅高开后，转为震荡拉锯格

局，早盘甚至有较多时间在前一日结算价下方徘徊，午后期价逐渐回升，但上涨仍较犹豫，直至临近收市前，出现一波凌厉拉升，将涨幅明显扩大。

昨日国债成交火爆依旧，市场持仓水平亦继续上升，显示投资者参与热情高涨。数据显示，13日五年期国债各合约共成交约2.35万手，处于今年二季度以来的绝对高位，并较前一日增加近2700手，其中主力合约贡献了约2.24万手成交；此外，TF1512昨日持仓量增加近1400手至1.73万手。昨日，十年期国债期货共成交8985手，较前一日增加逾400手，连续三个交易日放量，其中主力合约T1512成交8400手，持仓再增344手至1.52万手，与TF1512的持仓量差距进一步缩小，活跃度持续上升。

昨日债券现货延续涨势，收益率“再下一城”。WIND数据显示，13日银行间利率债收益率全面走低，其中长端利率下行较明显，活跃品种如接近10年的“15附息国债16”从3.14%一路成交至

3.09%，较前一日下行约7bp；10年期“15国开10”最低成交在3.59%，最后成交在3.61%，“15国开18”最低至3.55%；10年期国债、国开债收益率均跌至2010年牛市低位水平。

## 短期可相对乐观

从近日盘面来看，在连涨多日后，债市也不乏犹豫表现。12日和13日期债早盘均以盘整为主，一定程度上反映出市场获利回吐的压力，但在犹豫后，债券期、现货市场均选择继续上行，且涨势进一步扩大，显示当前乐观情绪仍占据压倒性的优势。近期债券的强势还表现在，尽管风险资产有所回暖，风险偏好有所恢复，依然无碍债券利率加速下行。

近期债市面临多种刺激因素，包括进口数据低迷、汇率市场稳定、资金面转暖，等等。归纳起来，主要是两方面因素作用的结果：一方面，经济弱势运行格局不改，下行风险仍大，为债券牛市行情提供稳固的基本面支持；另一方面，汇率市场趋稳，

还看不到风险。而从长趋势看，仍然看好长端利率的下行趋势。

## 兴业证券：看好长端利率下行

由于汇率企稳，央行稳定资金意图明确，货币市场流动性仍然有进一步宽松的可能，而且10年期与5年期之间的利差快速下降，接下来5年期以下的债券收益率可能迎来下降。就长债本身而言，政策稳增长的动作近期有所增加，尽管这些措施未必能改变增长动能长期疲弱的局面，但缓解了经济加速下滑的风险，基本面在短期内对长债的推动可能有限，不过流动性宽松和钱多资产荒的背景下，长债短期

资金外流放缓，降低流动性的不确定性，加之货币政策取向偏松、季末效应消退，近期货币市场重归宽裕，市场流动性预期恢复乐观，提振债市交易热情。市场人士指出，目前资产再配置仍有后劲，广义基金缺资产的大格局未改，配置压力本身就很大，加之信用债无底线行情愈发受到诟病，亟需基础债券利率突破下行，随着市场形成共识，推动利率债收益率出现宣泄式地下行也就不难理解。

市场人士指出，10月流动性基本无忧，回购利率有望保持低位平稳运行，债券套息空间犹存，加之利率上行风险有限是市场共识，广义基金等机构仍有动力开展展期差交易，配合市场高亢情绪，短期债市上涨行情难言结束。不过，债券绝对收益率已低也是事实，且机构一致加杠杆，也为市场未来波动埋下隐患，另外，对权益市场阶段回暖，可能造成投资资金边际变化也需保持警惕。毕竟作为这一轮债市行情的主力，广义基金一向“来去匆匆”，助涨助跌的特征更明显。

## 华创证券：多头热情可能受限

上周末降准预期没有兑现可能会限制债券市场的多头热情。而央行推广信贷资产质押再贷款试点并不能简单的比喻为央行放水，而是加快了基础货币投放向信贷扩张的速度，宽货币“向宽信用”转变的速度也会更快，在目前债券利率过低的背景下，对债券并不有利。另外，节后债券和股票依然保持同步状态，如果债券市场利率继续下降，可能会对股市产生更大的推动力，而一旦股市继续上涨，反过来又会分流债市资金，因此前期债券市场的上涨将为后期股市的进一步反弹奠定基础。（王姣 整理）

## 资金面宽松 逆回购等量续做

市场人士指出，央行调整逆回购操作

力度，反映了当前流动性稳中向好的态势。该市场人士表示，长假后头两个交易日，或因机构集中偿还节前借款等因素，资金面仍呈现紧平衡，央行适时开展公开市场净投放，弥补了资金供给的短缺，此后大行供给逐渐恢复稳定，资金需求已不再得到满足，资金面逐渐恢复稳中偏松态势。在此背景下，央行等量续做逆回购，在公开市场实施中性操作，对市场资金面无明显影响，且有助减轻逆回购到期回笼压力，因此在意料之中。

13日银行间质押式回购市场上（存款类机构行情），各主要期限回购利率保持窄幅运行。其中隔夜利率加权值持稳于1.88%，7天利率略涨3bp至2.38%，跨月的1个月回购利率持稳在3.05%左右。

## 当前利率或是合意水平

市场人士指出，10月份流动性基本无忧，资金利率有望保持相对低位平稳运行。统计显示，10月初以来隔夜和7天回购利率均值分别报1.88%、2.37%，相比9月均值几无变化，尽管要略高于今年5、6月份的极低值，但仍处在最近几年的相对低位。此外，7天回购利率接近央行逆回购利率，或许也反映出目前资金利率是政策较

合意水平。从季节性规律来看，10月企业缴税的影响最值得关注。季度首月，企业按例需缴纳上季度所得税，当月财政存款净增量一般较多。2012年至2014年，这三年10月份的新增财政存款分别达4806亿元、6284亿元、6837亿元。因国庆长假因素，相应的税款征收会有所后延，届时可能会对本月中下旬的银行体系流动性造成一定影响。不过，数据也显示，由于季末扰动消退的缘故，10月份资金价格水平多低于9月份。

此外，近期交易所融资成本上行引发广泛关注。有业内人士认为，随着交易所融资需求不断上升，以及权益市场反弹可

能分流部分资金的情况下，交易所资金利率相对银行间有合理修正的要求，但不会对金融体系整体流动性产生太大影响。

而与此同时，近期人民币汇率渐趋稳定，即期汇率、离岸汇率反映的贬值预期明显下降，预示资金外流的压力可能减轻，缓解了流动性的一大忧患。更重要的是，央行积极干预助力流动性保持合理充裕。

总的来说，近期资金面保持相对宽松可期，当然由于资金外流势头尚未逆转，基础货币供给仍依赖央行主动供给，在近期央行净投放减少、准备金工具蓄势的情况下，资金利率要再下一层尚有难度，未来一段时间有望继续保持相对低位平稳运行。

## 近期央行逆回购操作一览

发生日期	期限(天)	回购方向	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	到期日期
2015-10-13	7	逆回购	400.00	2.3500	0.00	2015-10-20
2015-10-8	7	逆回购	1,200.00	2.3500	0.00	2015-10-15
2015-9-29	14	逆回购	400.00	2.7000	0.00	2015-10-13
2015-9-24	14	逆回购	800.00	2.7000	-1.40	2015-10-8
2015-9-22	7	逆回购	500.00	2.3500	0.00	2015-9-29
2015-9-17	7	逆回购	400.00	2.3500	0.00	2015-9-24
2015-9-15	7	逆回购	500.00	2.3500	0.00	2015-9-22
2015-9-10	7	逆回购	800.00	2.3500	0.00	2015-9-17
2015-9-8	7	逆回购	1,500.00	2.3500	0.00	2015-9-15
2015-9-1	7	逆回购	1,500.00	2.3500	0.00	2015-9-8

据截至10月13日已披露的发行公告文件统计，本周国开行和口行各将增发一批政策性金融债，发行金额合计300亿元。由于季末及长假等因素，9月底以来政策性金融债供给一直较少，在一定程度上也提振了一级招投标表现。市场人士指出，政策性银行一般把全年大部分发行量安排在上半年，下半年供给压力降低，扣减存量到期规模，预计四季度政策性金融债净供给将显著下降。数据显示，今年上半年政策性金融债的周发行额一般在500-800亿元之间，自7月以来已降至400-500亿元。（张勤峰）

海南省13日公开招标发行了该省今年第一批专项债券和第二批一般债券，发行面值总额87.20亿元。据招标结果显示，此次海南省发行的各期地方债中标利率均较招标下限高出20bp。

海南省今年第一批专项债券分为5年、7年和10年期三个品种，第二批一般债券分为3年、5年、7年和10年期四个品种，均为固息债券。招投标开始前，海南省披露此次3年期品种招标区间为2.87%-3.30%，5年期为3.00%-3.45%，7年期为3.20%-3.68%，10年期为3.19%-3.67%。据招标结果公告及市场人士透露的信息，此次海南省公开招标的3年期一般债券中标利率为3.07%，5年期专项债券和一般债券中标利率为3.20%，7年期中

央到期收益率曲线则显示，目前二级市场3年、5年、7年和10年期AAA级地方债收益率分别为3.18%、3.32%、3.52%、3.51%，大致较此次发行的各期海南债高11、12基点左右。市场人士指出，自8月初辽宁债定价与国债“脱钩”以来，地方债发行的市场化特征不断显现，但距完全的市场化定价仍有距离。目前地方债已完成全年发行额度的七成左右，但未来的发行频率仍不会明显下降，而明后的存量债务置换压力仍然较大，在高供给压力下，地方债实现完全市场化定价是大势所趋。（张勤峰）