

## 新发10年期国债利率破3% 为2008年12月以来首次

14日，财政部招标发行的10年期国债，票面年利率定在2.99%，跌破3%关口，为2008年12月以来首次。在二级市场利率快速下行的同时，一级市场招投标的暖势，为近期债券市场的火热再添佐证。

约为3.11%，此次新发债券票面利率定位比二级市场低了11bp，足见投资者认购之积极。

利率债招投标的暖势，为近期长端利率债市场的火爆再添佐证。而在二级市场上，同样可见投资者对利率长债的青睐。

自9月底以来，短短十来个交易日，银行间10年期国债收益率已下行约30bp。14日，银行间10年期国债成交利率一度下行7.8bp，盘中最低成交于3.00%，参考中债估值，为2009年1月以来最低。

市场人士指出，资产再配置余温犹存，机构欠配置压力不减，而近期流动性风险缓解、经济通胀数据低迷、企业信用风险渐次暴露，为无风险利率下行添油加醋，令债券市场火势愈旺。(张勤峰)

## 人民币即期价两日跌近250基点

14日，人民币兑美元汇率中间价和即期价双双走低。与此同时，离岸与在岸即期汇价的汇差有所扩大。

分析人士表示，疲软的9月经济数据显示中国内需不振，经济基本面压力较大，伴随市场波动性下降，预计短期内人民币将比较稳定，汇率维持窄幅震荡概率偏大。

14日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3408元，较前一交易日大幅下调177基点，下调幅度为8月13日以来最大，结束了此前连续八个交易日上涨的势头。

分析人士指出，近期疲弱的经济数据再度不及预期，9月份生产者价格指数创纪录地连续第43个月维持负增长，而消费者价格指数增速也有所减缓，拖累人民币表现。不过总体来看，在人民币日益市场化和国际化的趋势下，人民币汇率预计保持稳定，短期内料将窄幅震荡整理。

据公开数据，过去1个月内，部分机构对2015年第四季和明年第一季的人民币汇率预测做出了不同程度的上调。截至10月13日，65家机构对于今年第四季人民币兑美元预估中值为6.45，而在1个月前，其中63家机构的预估中值还在6.50。展望2016年第一季度，分析师们的预估中值也从9月的6.55提高到了6.50。(王婧)

## 银行间资金面宽松依旧

14日，银行间市场资金面延续平稳偏松态势，主要期限回购利率窄幅波动。市场人士指出，10月流动性基本无忧，而在多种因素影响下，今年流动性季节性波动明显下降，预计今后一段时间，在偏松货币政策支持下，流动性将保持平稳。

市场人士指出，企业缴税的影响可能于下周逐渐显现，在此之前流动性没有外部冲击，在央行扶持下，资金面波动风险有限，结合季节性规模，10月份流动性保持平稳偏松无太大悬念。而今年以来，在多种因素影响下，流动性的季节性波动减弱，加上当前经济增速下行、融资需求低迷、政策取向偏松共同推动市场利率中枢下移，预计未来一段时间流动性将改相对宽裕格局。

昨日银行间质押式回购市场上，主要期限回购利率均维持窄幅波动，其中核心品种隔夜回购利率持稳在1.91%，7天利率小涨约2bp至2.47%，中等期限的14天和21天回购利率此消彼长，波动不超过5bp，更长期限的1个月回购利率略降至3.04%。交易员表示，昨日早盘各期限资金供应充足，需求主要集中在隔夜和7天，融入需求基本得到满足，宽松态势直至尾盘。

### ■交易员札记

## 二级同步向好 债市如火如荼

□中银国际证券 斯竹

周三资金面延续宽松态势，早间披露的9月CPI数据低于预期，进一步刺激债市交投情绪，整体收益率震荡下行。

信用债短端收益率小幅波动，中长端收益率显著下行。短融表现活跃，高等级券种较受关注，整体收益率震荡下行。

昨日财政部早盘招标的10年期国债，中标利率为2.99%，远低于此前3.10%的预测均值，并创七年新低。受CPI数据及10年期国债招标结果带动，利率债收益率早盘一度快速下探，午盘后有所反弹。国债方面，短端有所上行，整体收益率下行约5bp，收益率10年期收益率快速下行，成交在3.0%-3.05%，降幅一度达7bp。此外，1年期国债成交在2.38%，3年期成交在2.80%-2.77%，下行约3bp，5年期下行5bp，成交在2.89%-2.84%，7年期成交

节后流动性维持宽裕，宏观经济延续疲态，PPI同比已连续43个月维持负数，而CPI年底之前或将维持低位徘徊，债市配置动力增强，后市进一步宽货币政策预期加大，债市行情支撑因素仍在，但长端利率债已达低位，继续下行幅度或将放缓。

## 农发行19日增发三期金融债

农业发展银行14日公告，定于10月19日下午利用中国人民银行债券发行系统在全国银行间债券市场增发该行2015年第十二、十八和十九期金融债券，均不超过80亿元，总量不超过150亿元。

农发行上述三期债券均为固定利率金融债，期限依次7年、3年和1年，票面利率分别为4.18%、3.55%、2.70%，起息日分别为2015年5月4日、7月17日、8月21日。本次三期增发债券缴款日均为6月3日，1年期品种上市日为6月5日，3年和5年期品种上

## 政策是“定海神针” 回购利率“难上青天”

□本报记者 王姣

7月份以来，交易所资金利率中枢持续缓慢抬升，9月下旬开始其隔夜利率重新高于银行间隔夜利率，近几个交易日波动加剧，回购利率的大起大落，挑战着高度依赖杠杆套息交易者的神经。

分析人士认为，交易所与银行间资金利率的利差本身有合理修正需求，而节后资金集中到期后，股市反弹吸引资金回流、风险偏好转暖等因素进一步增添了近期交易所回购利率波动，投资者需警惕交易所公司债去杠杆风险。然总体而言，交易所资金还需同时看“央妈”和股市的脸色，在整体资金面稳中偏松的背景下，货币市场利率将较长时间维持低位，交易所回购利率也难持续攀升，流动性冲击较为有限，最近几日交易所回购利率有所回落也验证了这一点。

### 交易所回购利率大幅飙升

国庆节前后，交易所质押式国债回购利率出现大幅波动，其中GC001加权从9月28日的2.8742%快速蹿升至9月29日的7.7111%，9月30日稍有回落，10月8日又重拾涨势至4.7978%；GC007加权则从9月30日的0.5123%升至10月9日的2.9840%。

利率盘中波动更为明显，9月29日，交易所隔夜利率最高涨至13%；10月8日，隔夜利率尾盘再度蹿至11%。交易所回购利率连续两天出现飙升，令交易所债券投资者绷紧了神经。毕竟眼下很多债券的收益率已经处于历史低位，而市场又高度依赖杠杆套息的赚钱模式。

交易所资金面为什么会突然紧张？一定的季节性和时点因素被视为重要原因。业内人士表示，9月底恰逢季末，银行业监管考核对流动性有季节性的影响，且节后各期限资金集中到期增加了资金滚动的需求。

不过，分析人士认为，资金集中到期并非此次交易所资金面波动的全部原因。事实上，回顾交易所资金利率的走势，GC001自7月份以来就出现中枢缓慢抬升的现象，如7月13日GC001加权仅为0.8745%，至8月13日已升至1.5551%，8月末一度超过2.1%，同期银行间隔夜利



率中枢也在抬升，而9月下旬开始，交易所隔夜利率攀升速度明显加快，迅速超过了银行间隔夜利率。

在此过程中，股灾之后沉淀的股票交易资金，或伴随着股市好转而回流至股市，被视为本轮交易所资金收紧的主要原因。据光大证券分析，从9月下旬开始，交易所资金利率开始出现小幅回升，与银行间利率之间的负向差值较之7、8月份缩窄，可能是出现了之前股市资金回流的逆过程。

10月以来，股市热情有所恢复，截至10月14日收盘，上证综指已累计上涨逾240点，涨幅达6.87%。业内人士指出，在此背景下，资金供给方选择放弃逆回购，转为持币等待，进一步加剧了交易所回购资金的紧张程度，而尾盘时随着购买股票机会的减少，选择融出资金的投资者增多也解释了交易所回购利率尾盘快速回落的现象。

考虑到两个市场资金的联动性，银行间流动性先收紧可能是引导交易所变紧的更主要原因。”兴业证券认为，从需求层面上，债市走牛以及债券供给增加，导致债券杠杆增加，进而推动资金需求上升，使得资金变紧的解释应该是符合逻辑的。但银行间利率上升更多来自汇率贬值导致的供给收缩。

### 货币宽松未变 资金面整体无忧

分析人士认为，尽管交易所回购利率有一定的底部抬升趋势，但节后出现

的异常波动只是短期表现，而眼下股市趋势性回暖和IPO重启都尚难出现，且银行间市场仍然在货币市场定价中占据主导地位，在货币市场利率将较长时间维持低位的背景下，交易所回购利率也难持续攀升。

从整体资金面来看，多数业内人士认为，经济基本面仍弱、通缩风险犹在、汇率企稳均利于货币宽松，整体流动性无忧。光大证券就指出，在经济低迷、通胀回落的情况下，央行偏宽松货币政策稳定流动性预期的操作下，资金利率的系统性抬升趋势尚未见到。

该券商同时指出，未来交易所资金价格会否趋势性回升取决于股市能否趋势性回暖。“在短期内我们认为这种可能性较低，因此交易所资金利率继续回升的概率较小。总体来看，交易所市场资金利率仍处在历史较低水平，流动性冲击较为有限。”

不过中投证券认为，如果股票市场阶段性回暖，或者IPO重启，不排除交易所回购市场资金供求进入供不应求的阶段。交易所货币市场的波动性将会较7月份以来有明显增加，交易所的回购利率将重新寻找新的平衡点。

### 警惕公司债去杠杆风险

毋庸置疑，近期权益市场回暖加剧了交易所资金价格的波动。不少市场人士开始担心，股市回暖，资本市场风险偏好回升，导致交易所回购利率上行，会否

### 对交易所公司债造成冲击？

“交易所公司债当前利率很低，3年AA+品种仅比同期限国开债高20bp，源于公司债可质押加杠杆。但交易所回购利率波动高于银行间，资金面受股市回暖影响更大，且公司债信用利差过低，建议关注交易所回购利率，警惕公司债回调风险。”海通证券在最新研报中表示。

银河证券同时表示，目前公司债发行井喷，发行利率也屡创新低，甚至出现公司债与国开债利率倒挂的情景，主要是由于股市资金回流股市，加上央行护航资金面维持流动性宽裕，机构通过将公司债抵押放大杠杆操作使公司债流动性风险溢价大幅压缩，使得公司债过度上涨。

申万宏源证券进一步指出，目前交易所公司债收益率与交易所隔夜资金利率的利差已经明显低于7月以来的25%分位，而这25%中还未排除每周四资金时点性的走高，这使得交易所公司债收益率的上行压力在整体供给量没有明显减少的情况下显得尤为现实。

业内人士认为，在股市连续调整一个季度之后，风险偏好上升的风险正在逐步超过进一步下行的可能性。而交易所资金易受股市影响波动，目前不确定性增加，投资者需警惕交易所公司债去杠杆风险，也需重点防范因个券违约而导致的信用尾部风险。

“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。”兴业证券表示。

不过国泰君安证券相对乐观，其分析师认为，交易所资金面宽松和融资便利也支撑了公司债估值，而这可能是长期趋势。从保增长和降低实体融资成本考虑，资金利率会在相当长时期内维持低位，信用债去杠杆踩踏暂不会出现。当然，信用尾部风险不断增大的背景下，信用利差走势内部分化是大概率事件。信用债投资仍然是“防踩雷”和“缺资产”两条主线，估值相对安全。

## 期债成交猛增 赢利了结阻上行路

□本报记者 王姣

14日，国债期货冲高回落，盘中一度泛绿，尾盘顽强翻红，主力合约再创历史新高。与此同时，投资者参与期货市场热情继续高涨，十年期国债期货成交量一举增至207万手，创历史纪录，五年期国债期货亦以418万手的成交量创历史第二高位。

市场人士指出，当前内外需双双陷入疲态，通缩风险仍然主导债市舞台，降息降准预期再度升温，整体来看经济基本面和资金环境皆有利于债市，但长利率债收益率也已经快速下行较低水平，后续下行速度或放缓。从市场本身来看，在连续上涨11个交易日之后，期债继续上涨稍显乏力，短期市场可能有获利了结压力，建议投资者等市场整理后再介入。

### 涨势乏力 成交量猛增

经历连续十个交易日的上涨后，昨

日国债冲高回落，涨幅稍显乏力，尾盘震荡加剧，最终五年期与十年期主力合约分别勉强收涨0.02%、0.14%，盘中最高分别触及100.565元、99.245元，双双再创历史新高。以5年期主力合约TF1512为例，13日早盘TF1512高开高走，不到10:20即触及全天最高点100.565元，此后却迅速回落，午后一度转绿，日内最低探至99.965元。

市场交投活跃度进一步提升，昨日五年期国债期货和十年期国债期货成交量分创历史第二高和最高纪录，总体持仓水平则略有下降。

数据显示，14日五年期国债各合约共成交约4.18万手，是前一交易日的近两倍，为历史第二高位，其中主力合约成交量高达4.06万手，日增逾1.8万手。十年期国债期货共成交2.07万手，较前一日显著增加近1.2万手，创历史最高纪录，其中主力合约T1512成交1.91万手，持仓再增306手至1.55万手，较TF1512的持

仓量仅少1169手。

现券市场上，因9月CPI表现不及预期，PPI连续43个月为负，通缩风险再度凸显，降息降准预期刺激长端利率再度下行，昨日新发的10年期国债中标利率为2.99%，为2008年12月以来首次跌破3%。

二级市场上，10年期国债收益率一度下跌10个基点，接近10年的“15附息国债16”最终成交下行2BP至3.07%。

### 获利了结压力渐增

从近日的盘面表现来看，在连续上涨多日后，债市继续上冲动力有所衰竭。12日和13日期债早盘均以盘整为主，13日期债早盘冲高回落和尾盘震荡加剧，无不反映出市场分歧加大，获利回吐的压力有所增强。尽管未来利率仍有进一步下降空间，但期债投资者应注意高位调整风险。

目前从基本面和资金环境方面来

说，都有利于债市。一方面，经济疲弱，通缩风险上升，也意味着宽松空间打开，降息降准可期。另一方面，人民币汇率企稳，资本外流得到抑制，也有助于维持资金面的平稳。

中金公司指出，短期来看，房地产投资继续疲软，内需不足背景下通胀将保持弱势。后期需要关注企业和政府部门将压力转移到居民部门，导致失业上升，收入下滑，消费放缓和物价通缩的风险。引导实际利率下降刺激经济信心回升才是正道。尽管近期利率下行较快，但通胀也有回落，未来利率仍有进一步下降空间。

光大证券同时指出，长期利率债收益率已经快速下行较低水平，逼近2008年低点，而目前的环境相比2008年并未有显著的利好，利率债仍在比较安全的阶段中，仍有空间，但后续的下行速度或放缓。

## 资金成本决定长债上涨“钱景”

大幅贬值，外汇占款的流出压力很大，银行间市场流动性因此受到影响。进入10月份后，人民币走势稳定，甚至出现离岸汇率与在岸价格的倒挂，外汇占款的流出压力大为减轻，银行间市场流动性已不存在太大的负面因素。

资金成本存在下行趋势，但隔夜和7天回购利率难以回到前期低点。在流动性平稳后，隔夜和7天回购利率存在下行动力。但是与4-5月份相比，现在资金面最大的变化是，市场的杠杆率已经远高于当时，导致隔夜和7天的回购利率存在下行幅度。如果7天回购利率在2.2%-2.3%，利差空间保持在当前60BP的水平，那么10年期国债的利率在2.8%-2.9%，如果利差回升至70BP左右，那么10年期国债的

利率在2.9%-3.0%。其中，3%是关键点位，不排除在3%-3.2%的区间震荡一段时间。

后期在10年期国债的收益率越来越向3%靠近的过程中，操作难度不断加大，继续增持的风险加大，反而可视机会进行减持。而如果行情出现调整，10年期国债重新回到3.2%或以上，可进行加仓。从时点上来看，明年一季度出现阶段性行情的概率较大，今年12月份是较好的增持时点。

银行间十年期国债收益率逼近3%

统计2008年7月以来，10年期国债与7天回购利率的利差，均值大致在60BP。利差走势呈现以下特点：第一，在流动性趋紧时，7天回购利率上行更快，会导致利差迅速缩减，甚至出现负值。第二，在流动性趋宽松时，往往10年期国债的反应更快，利差也会收窄。第三，在流动性逐渐平

□鄞州银行 段苏

国庆节后几个交易日，国债收益率出现大幅下行，10年期的收益率由节前的3.25%最低下行至3.10%，有效突破年内前期低位。在此关键的点位上，市场非常关注10年期国债的收益率到底能到什么水平。我们认为，未来10年国债上涨空间很可能视资金成本的下行幅度而定。</