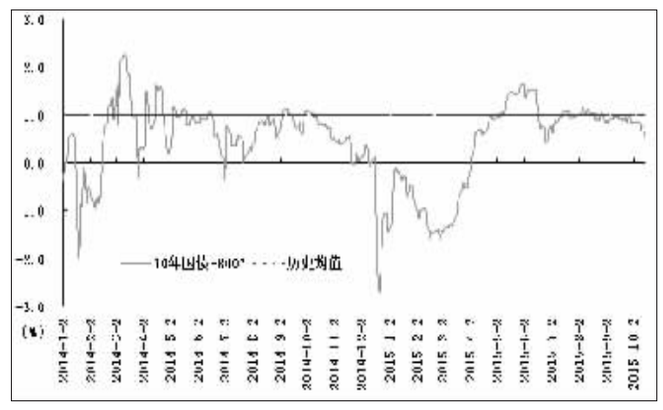
债牛歇脚 休整才能走得更远

□本报记者 张勤峰

在出乎意料地一路飙升之后，债市快牛终于放慢脚步。15日，银行间市场中长期利率债收益率止跌回升，国债期货亦自高位回调。市场人士指出，短期内债市进一步上行并非不可能，但在市场高亢情绪得到宣泄后，随着绝对收益率不断下降、曲线回归平坦化、市场杠杆率提高、交易户获利筹码增多，短期波动风险也在积累，市场进行合理整固的需求在上升，对短期内利率继续下行的空间不宜过度乐观。

银行间十年期国债及国开行金融债利率降至2010年以来低位

银行间十年期国债与7天期回购收益率差值



超长牛市再传捷报

三季度末前后，债券市场悄然间走出一波快牛行情，上半年表现不多的利率长债强势突起，带动收益率曲线迅速平坦化下行，10年期关键期限国债收益率突破了之前久攻不下的3.2%关口，最低探至3%，逼近2009年以来低位。

国债期货先知先觉，自9月24日以来连续十余个交易日上涨，上涨时间长、阶段涨幅大、成交显著放量，积极调动现货情绪，造就了期、现货联袂上涨的良性格局。数据显示，10月14日，10年期国债期货主力合约T1512最高涨至99.245元，连续4个交易日改写上市以来新高；5年期主力合约TF1512一举破百，最高涨至100.565元，亦刷新历史纪录。

虽说此轮行情来势汹涌，但事实上是“天时、地利、人和”所注定的结果。其一，当前债券身处牛市氛围，在大类资产中仍最被看好。经济形势偏弱、货币政策趋松、流动性持续稳定宽松，意味着利率风险相当有限，若经济更差、政策更松、流动性更好，则利率也不无继续下行的可能，在流动性、安全性、风险收益比方面，债券仍有相对优势。其二，IPO继续暂停、权益衍生资产稀少，市场缺资产的局面不改，而风险偏好总体不高，资产再配置余温犹存，加上理财等广义基金负债成本下行偏慢，等待成本并不低，在债券牛市氛围中，早投资早受益的观念愈发深入人心，积极进入债市的资金规模甚为可观。新近披露的9月份债券托管数据显示，广义基金和券商机构继续“买买买”，尤其是以银行理财为首的广义基金类机构全然是疯狂扫货的架势，当月债券资产增仓量飙至8000亿元的天量。其三，在机构入场意愿高涨的同时，随着季末效应消退、美元升息预期减弱、外汇市场走稳，银行体系流动性恢复宽裕，市场流动性预期恢复乐观，进一步打消了投资者的顾虑。其四，自月初开始，9月份及三季度经济数据陆续公布，经济并无明显起色、消费品价格涨势重新放缓，而工业品通缩形势严峻，加之市场对GDP破7有一定预期，也为市场发动一轮行情提供了契机。

在品种方面，此轮行情以中长期利率债为主，一则是因为经济弱势运行预期成为共识，长债利率在上半年持续盘整后，存在下修空间；二则是四季度，长期限国债、政策债净供给压力下降，供需关系存在改善预期，一级招投标容易点燃二级行情；三则是信用债利差偏低，愈发受到诟病，加之近期风险事件较为密集，凸显利率债相对投资价值。

短端渐成羁绊

市场人士指出，在“天时、地利、人和”格局中，投资户配置热情释放，交易户跟风助涨，因此推动债市收益率在短期内出现快速下行。短期内债市进一步上涨并非不可能，但是鉴于阶段涨幅较大、持续时间已长、市场整体杠杆率已高，且债券期限利差大幅收窄，长债已处阶段高位，市场也需要合理的整固休整，对短期内收益率继续下行的空间不宜过度乐观。

15日，债市早盘延续前日午后回调势头，10年期国债一度成交至3.10%，后重新回落至3.06%左右，与前日尾盘相当。期货市场上，5年期和10年期国债主力合约早盘均低开低走，后收敛跌幅，但收盘均录得小幅下跌，终结“十连涨”行情。从盘面上看，债市上涨步伐已有所放缓，短线休整预期渐趋上升。

目前债市最主要的问题是绝对收益率已低。10月14日，银行间10年期国债收益率最低触及3%，上次10年国债收益率在3%以下还是2009年初。申万宏源债券分析师指出，目前的国债收益率可能也低于很多银行的综合资金成本，配置价值非常有限。实际上，债券合理的收益率范围最终与配置机构的资金综合成本有关。从这个角度，当前国债收益率的水平恐怕已经处于配置价值区间的下限区域了。

一位股份行交易员也向记者表示，若以存款利率等传统渠道资金成本考核，目前债券收益率显然偏低，理财等机构边际投资收益可能是负的，当然，今年债券市场的一个突出变化是，银行间流动性宽裕，回购融资成本较低，债券投资机构利用货币市场资金进行主动债券资产配置的现象较明显，但即便以回购融资成本衡量，目前利率长债的息差空间也已不高。近期虽然资金面宽松，但回购利率下行稳定，长债与回购利率及短债利率的利差大幅压缩，短端利率若不能有效下行，终将成为行情的羁绊。

机构人士表示，当利率身处阶段低位后，市场本身的波动风险就可能上升，而这一轮行情涨幅较大，积累的获利筹码较多，且以理财、基金、券商等机构为主，这类机构在成本约束和盈利压力影响下，交易频繁、流动较快，助涨亦助跌。值得一提的是，今年权益资产表现不俗，随着债券收益率进一步走低，投资股市的机会成本更低，即便是结构性机会，也可能促使资金出现边际上的回流。

前述申万宏源分析师就表示，利率债收益率在短期内的快速下行令人鼓舞，但市场需要一些时间的震荡来巩固当前的收益率水平，阶段性交易盘平仓还可能带来收益率的上行压力，不过该分析师也指出，在经济走势不确定性较强的情况下，收益率的上行风险有限。郑州银行债券交易员段苏也表示，从长期来看，随着经济增速中枢下行，中国正在步入低利率时代，利率降低是长期趋势，但并不意味着会一步到位降至最低，中间走势可能会有所反复。

CTD券存突变可能 两策略博取交易机会

□安信证券 程昊

14日利率市场情绪高涨，期货现货双双创新高。其中10年国债一级发行加权利率落于2.99%，为近几年来首次突破3%，二级最低下探至3.01%。眼看国债收益率曲线就要突破3%，CTD券（国债期货最便宜交割券）突变的可能性逐渐上升，如何利用CTD券突变捕捉交易机会值得思考。

目前国内国债期货分为两个品种，5年期和10年期，其以票面利率为3%的名义中期国债作为标的。其中10年期合约可交割券期限从6.5年至10.25年。由于近几年10年国债一直处于3%以上，自国债期货重启以来，市场一直未考虑过CTD券突变的情况。而随着收益率逐步下行，这种可能性应该引起市场的关注。

一般来说，大家普遍认为当实际利率在3%以上时，CTD券更大概率会是久期最长的国债，而在3%以下，为久期最短的国债。简单理解的话，可以认为3%以上债券在跌，跌得越多的越便宜，所以选择久期越长的，反之则选择久期越短的。但这里暗含了一个假设，即零息收益率曲线是水平的，同时零息收益率曲线在3%。而这两点目前在国内都不成立。首先，目前收益率曲线是向上倾斜的，在7-10年两个点还有倒挂；其次，收益率也不都在3%；再次，我们看到的收益率曲线也不是零息曲线。这就导致在国债收益率刚刚下3%时，理论上CTD券不会发生变化。当然，CTD变化情景需要精确的计算，在此只做粗略分析。

那么假设收益率到了突变的区间，会有什么样的交易机会呢？

如果市场上投资者主要做套保，当CTD券突变，剩余期限从10年变到7年后，投资者需要更改套保比率，调整国债期货的头寸数量，空方就会多开空单。同时，因为是套保，投资者滚动移仓、没有持有现货的需求，故不会导致他们放弃10年，追捧7年国债。在这种情形下，如果当时净基差不大，则可以提前布局做空国债期货。

如果市场上投资者主要做套利，他们会持有现货。在CTD突变区间，投资者会综合考虑换交割券的交易成本，来决定要不要卖出10年买入7年国债。如果综合收益不高，套利投资者可能还会用相对较贵的10年国债进行交割。如果套利投资者切换交割券，则会有两种操作方法来博取曲线斜率变动带来的收益。

其一，买入7年国债，通过债券借贷卖空10年国债现货，保持DV01（基点价值）中性。此策略有双重“保护”。首先，7-10年曲线目前是倒挂的，7年期相对低估。根据理论，收益率曲线可以有多种形态，我们一般所说的倒挂不能持续实际上意思是远期收益率不能为负，远期收益率需要从零息收益率曲线来得出，而国内市场看到的一般是付息债的加权到期收益率曲线，就算这个曲线有小幅的倒挂也不一定构成套利机会。但总的来说，无论从国内还是海外的经验来看，这种倒挂的出现至少应该关注，或者值得做一些风险套利。其次，此策略还可以博取CTD券切换的“期权”收益。

其二，买入7年国债，卖空10年国债期货，保持DV01中性。目前10年期国债期货T1512的IRR为负。我们知道影响IRR的因素大致有三类，套保需求、持有期收益和净基差（期权价值）。由于套保需求不好量化，一般认为回购利率减去IRR就是期权的价值，目前IRR为负代表市场预期期权价值较大。观察美国市场，由于标的券名义利率在6%，导致过去十几年美国国债期货期权价值一直很小，期货和远期更加类似。而我国名义利率定得较低，目前收益率处于3%附近，结合曲线形态简单推测，现货应该还需要降几十基点才会使CTD券在最高久期和最低久期之间切换，待到那时如果净基差不大，买入期权成本不高，做此操作应该会有一定利润。

总而言之，随着市场上“迎接10年国债利率2时代”的呼声越来越高，相信CTD券终会有切换的那天，如何提前布局获利值得思考。

逆回购缩量 公开市场小幅净回笼

顺应短期流动性宽裕现状，本周央行小幅调整公开市场逆回购操作力度，全周净回笼700亿元。银行间市场资金面仍保持偏宽松格局，主要期限回购利率窄幅运行。市场人士指出，下周后半周，10月企业缴税对短期流动性的影响可能有所显现，但预计在偏松货币政策护航下，资金面保持平稳偏松可期。

央行15日上午开展了500亿元7天期逆回购操作，交易量较13日的400亿元增加100亿元，但仍不及日内到期逆回购回笼规模，实际净回笼资金700亿元。数据显示，本周央行公开市场共开展两次逆回购操作，合计投放资金900亿元，操作量较上周减少300亿元，另由于周内到期逆回购达到1600亿元，全周净回笼资金700亿元。

本周银行体系流动性恢复宽裕格局，为央行适时开展小幅资金净回笼提供了操作条件。本周以来，银行间市场资金面持续宽松，主要期限回购利率窄幅波动。昨日银行间质押式回购市场上（存款类机构行情），核心成交品种隔夜回购加权利率持稳在1.88%，7天利率小降约2bp至2.39%。交易员表示，近期资金供应充足，需求仍主要集中于隔夜和7天，融入需求基本得到满足，资金市场整体呈现供需两旺的格局。

市场人士指出，近期人民币汇率企稳，资金外流压力减轻，市场流动性预期乐观，而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受到外部冲击，央行通过公开市场小额回笼货币在预期之中，此举也可减轻下周的逆回购到期回笼压力。

经济数据显示，9月份经济企稳迹象仍不明显，通胀低位徘徊，生产领域通缩压力仍甚，货币政策偏松取向难改，预计央行将综合运用多种手段，继续保持银行体系流动性合理宽裕。央行公开市场操作将继续在平抑日常流动性波动，特别是平滑季节性波动上面发挥重要作用。鉴于实际利率仍有下引要求，未来央行继续降准降息的可能性不能排除。（张勤峰）

中性策略仍是优选

□国海证券 陈滢

近半个月来，债券市场再次走出一波平坦化下行的行情，行情推动力主要来自于市场对三季度基本面数据较为悲观的一致预期。虽然后市系统性风险不大，但进一步向下突破的动力正在弱化，由此判断目前收益率更接近区间震荡的下限位置。四季度，中性策略仍是优选。

首先，年内经济仍有望维持7%左右，年内大幅下滑的风险可控。从工业增速和固定资产投资的变化来看，经济增长继续维持弱势是不争的事实，但是也不能忽视其他方面的亮点，一方面是房地产销售先行指标和财政支出数据的持续好转仍会起到一定的托底效果，另一方面则是经济转型过程中第三产业保持的稳定增长也能起到明显对冲。9月份PMI数据其实已经体现出了上述变化，虽然下行压力仍然存在，但对年内GDP增速无需过度悲观。

其次，物价四季度仍将处于温和增长的区间。9月份CPI虽有明显回落，降低了市场对通胀压力的担忧，但此前持续低迷的非食品价格表现将有所改善，目前谈通缩为时尚早。具体来看，PPI环比与原油价格的波动相关性最高，近期原油价格已经明显低位企稳，进一步下行的空间十分有限，而去年四季度原油价格由90美元左右环比下跌接近50%，偏低的基数将作用于PPI同比逐步收窄。

第三，供求关系短期内不会形成更大利好。一方面，债券配置需求最大的阶段正在过去，从资金跨市场流动的角度出发，之前由股市下跌导致的资金回流最大的阶段已经过去；另一方面，前期债市向好加剧了金融机构的杠杆操作力度，从待购回债券余额/可流动的债券托管量数据看，今年以来债券投资的杠杆水平一直处于历史高位，在约束后续加仓空间的同时，可能会加大后市的波动。

最主要的原因还在于，目前市场对政策放松的预期反映过度。目前10年期国债收益率降至3%左右，相比8月末降息降准后的收益率水平下行近25BP，这一幅度已经达到再一次降息可能引发的收益率下行幅度，意味着了市场已包含了降息预期，未来即使央行再度出台强力的放松政策，对收益率的影响也将明显减弱。而对于央行最新的推广信贷资产质押再贷款试点政策，目的主要在于完善金融市场和央行政策制度框架，并非市场解读的全面QE。毕竟推广不等于全面实施，可质押再贷款也不等于一定会再贷款，央行可以通过内部评级以及质押比例等方面进行约束，调节再贷款的规模。而从风险控制的角度出发，放开口子可能刺激银行风险偏好过度增加而产生更大的坏账风险，央行大幅放松动力明显不足。

所以，债券收益率进一步下行空间不大，四季度中性策略仍是优选。利率债部分建议适度控制久期，保存力量，等待收益率小幅反弹带来的更好的建仓时机，目前以波段操作机会为主；信用债部分仍可维持杠杆操作，获取较好的套息收入，但需加大流动性更优品种的占比，并加强信用风险管理。

国开行20日增发五期金融债

国家开发银行15日公告，将于10月20日对该行2015年第19期、第17期、第20期、第18期金融债进行新一次增发行招标，依次为1年、3年、5年和10年期固息品种。同时新发行2015年第21期金融债，为7年期固息品种。

本次增发的1年、3年、5年和10年期发行规模分别不超过40亿元、40亿元、40亿元和100亿元。新发行的7年期固息品种，规模为40亿元。本次发行的5期国债缴款日均为10月22日，上市日均为10月26日，均为按年付息。本次增发行均采用单一价格/利率荷兰式招标方式。

据WIND数据统计，截至10月15日，本周以来国债、政策性银行金融债累计发行780亿元。（王辉）

浙江债中标利率与国债利差收窄

浙江省15日公开招标发行了该省今年第五至八期专项债券和第九至十二期一般债券，发行面值总额275.6亿元。据招标结果显示，此次发行的浙江债3至7年期债券中标利率均较招标下限（同期限国债利率5日均值）高10bp，10年期品种较下限高19bp。

浙江省此次招标的专项债券和一般债券均分为3年、5年、7年和10年期四个固息品种。招投标开始前，发行人披露此次3年期品种招标区间为2.84%-3.26%，5年期为2.94%-3.38%，7年期为3.13%-3.60%，10年期为3.12%-3.59%。

招标结果公告显示，此次浙江省相同期限的专项债券和一般债券定价一致，具体为：3年期债券中标利率2.94%，5年期3.04%，7年期3.23%，10年期3.31%。虽然发行总额多于上一日的海南债，但中标利率与国债利差却有所收窄，市场人士认为该定价部分反映了浙江在信用资质上的相对优势。本月14日，海南省招标的两批地方债，各期限中标利率均高于下限20bp。

据Wind数据统计，截至10月15日，今年以来各地已累计发行地方债693期，发行总额为25776.51亿元，接近完成全年发行额度3.8万亿元的七成。不过，由于发行安排可能相对集中于10月、11月，今后两月的地方债供给压力仍然较大。（张勤峰）

国债期货 高位震荡回调

□本报记者 王辉

15日国债期货市场出现高位震荡回调迹象，5年期及10年期主力合约均录得小幅下跌。

昨日期债5年期主力合约TF1512早盘微幅高开后一度出现较明显下挫，但随后市场低位承接力量稳住跌势。截至收盘，TF1512收报100.005元，较前一交易日小跌0.16%或0.16元，连续第三个交易日稳定在100元上方。此外，期债10年期主力合约TF1512收盘报98.53元，跌0.17元或0.17%。

宝城期货认为，随着10年国债收益率下行至3%附近，T1512逼近百元关口，短期内多头获利了结盘或将增加。但整体来看，虽然国债期货短期的上行步伐可能放缓，但未来期价仍有一定上行空间。在一级市场新发10年期国债中标利率时隔7年重新跌破3%关口后，国信证券表示，如果后期货币政策保持稳定，则货币市场上7天期回购利率将会回落到2%，10年期国债收益率将有望进一步降至2.7%至2.8%一线。

信用事件频现 风险从未远去

低评级债“饮鸩止渴”不可取

□本报记者 王姣

“二重债”兑付危机余温犹存，新一轮信用债违约风险又集中爆发。

本周以来，“12雨润MTN1”发布兑付不确定公告，珠海中福提示“12珠中富MTN1”存加速到期风险，“10英利MTN1”未能全额兑付债券本金而违约，即将面临回售的10中钢债也被列入预警名单……

虽然市场对于上述“问题债券”违约已有较充分预期，但此番集中爆发仍在一定程度上加剧了市场的担忧情绪。“近期英利中票、雨润中票、中钢债等信用事件频发，刚兑打破的历史趋势未变且有加速之势。”有业内人士如是点评。

分析人士指出，在宏观经济不景气、周期性行业遭遇“滑铁卢”的背景下，信用风险事件的点状爆发势难避免，债券违约的个体事件发生频率将会增大，但不会构成系统性风险。尽管各类信用债收益率一度打破预期，但风险也在累积，投资者应重点防范因个券违约而导致的信用尾部风险，对低评级信用债保持谨慎。

一波未平一波又起

“08二重债”和“12二重集MTN1”被国机集团兜底，安全度险不到半月时间，信用债市场风险事件竟是一波未平一波又起。10月9日以来，包括“12雨润MTN1”和“10英利MTN1”两只债券相继出现兑付危机。

12日，南京雨润食品有限公司发布公告称，因公司创始人祝义财被执行监视居住，间接影响公司生产经营，该公司10月18日到期的13亿元中票本息兑付，存在不确定性。无独有偶，同日，珠海中富发布风险提示公告称，公司资金流动性风险未见缓和，发行的“12珠中富MTN1”存加速到期风险。13日，保定天威英利新能源有限公司发行的“10英利MTN1”未按期足额兑付本息，构成实质违约。此外，中钢股份10日公告将“10中钢债”回售登记期延长至10月16日，公司偿债能力基本丧失，只能依赖外部救助。

警惕低评级信用债

分析人士指出，从宏观层面来看，信用债市场进入兑付/违约风险事件集中爆发期，归根到底是经济增速下行引发的“后遗症”。考虑到稳增长依然会成为下半年经济政策的重点，货币宽松政策料将延续，债市继续走牛将是大概率事件。但与此同时，经济下滑的过程也是信用风险集聚的过程，前期积累的很多风险暴露的可能性很大，建议投资者对低评级信用债保持谨慎。

中金公司等机构指出，由于信用基本仍在恶化之中，加上股市调整和IPO暂停使得不少企业通过股市或股票质押融资的便利性降低，再融资压力相比上半年加大，四季度信用风险仍在发酵而非收敛。考虑到低等级债券信用利差相对其实际风险覆盖仍不充分，目前通过信用下沉追求相对收益并非明智之举。中信建投证券报告亦强调，经济下滑的过程也是信用风险急剧的过程，“纸”终将包不住“火”，刚性兑付打破过程在加速。

值得注意的是，近几日，在利率市场风生水起的同时，信用债尤其是交易所的信用债走势相对较弱，信用利差或被动或主动在扩大，加上高低等级之间的评级利差依然较大，在一定程度上也反映出市场的谨慎情绪。

不过，国泰君安证券认为，信用风险担忧通常只有在市场整体调整、流动性枯竭的情况下，作为放大器加剧市场调整、拉大信用利差，而在目前市场环境和流动性状况下，信用风险的积累尚难系统性拉大信用利差。“高收益资产稀缺的局面仍未逆转，有利于维持信用债良好的工序关系，对于违约风险较低的高等级债券以及融资环境改善的城投债而言，信用利差有望继续维持低位”中金公司亦认为，四季度信用利差出现系统性大幅提升的风险暂时有限。国泰君安证券建议，短期信用债投资要依循“缺资产”和“防踩雷”两条主线。