

收益率太低又不忍离场

探寻利率“2时代”的债市洼地

□本报记者 张勤峰

近期指标十年期国债收益率一度突破3%关卡,降至2.98%,将债市收益率利率重新带回“2时代”。对比历史数据,当前债券绝对收益率已普遍低企。随着利率不断下移,继续向下的想象空间也在收窄,投资者获利了结以及替代资产分流等带来利率波动风险正显现苗头,但要跟债市彻底说再见,绝非易事。

从趋势上看,债券风险可控,利率仍存下行可能,而环顾大类资产,汇市风云突变、商品熊途漫漫、股市情绪修复尚待时日,更凸显债券安全性和流动性的优势。

如果承认短期波动风险加大,而中期趋势安全,那么在当前位置上,选择离场或许并不明智。机构建议寻找“洼地”,增厚收益。机构认为,在低利率时代,债市已不存在绝对的“洼地”,但部分期限、券种的相同投资价值仍值得关注。

收益太低 想象空间收窄

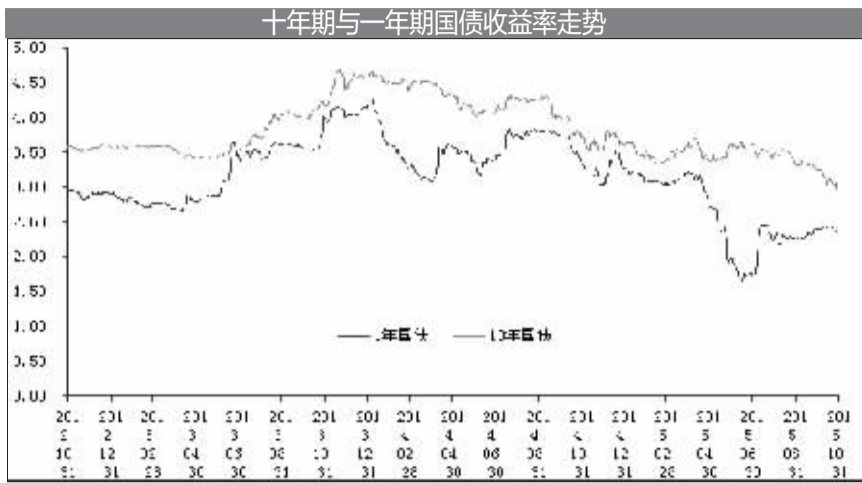
临近10月末尾的急促调整,宣告始于三季度末的这波长债行情已暂告段落。回顾本轮行情,债券涨势几乎贯穿整个10月,持续时间较长、阶段涨幅较大,尤其是上半年表现不多的利率长债强势突起,担当上涨主力,带动收益率曲线持续平坦化下行,10年期关键期限国债收益率不仅突破了之前久攻不下的3.2%关口,还一度跌破3%关卡,最低至2.98%。上次10年期国债利率低于3%是在2008年底、2009年初全球性金融危机蔓延之时。

10年期国债利率跌破3%,本身就是一个标志性事件,而随着长期利率债的估值“洼地”被填平,债市收益率整体上已来到近些年较低的位置上。中债到期收益率曲线上,目前1至10年期各关键期限国债到期收益率已全面低于历史均值10—60bp,即便没有全部降至2009年低位,也大多接近2012年牛市的最低点。国开债收益率全面低于历史均值35—65bp,10年期国开债收益率同样降至2009年初低位。而早于利率长债发动行情之前,在贯穿三季度的资产再配置

■观点链接

中投证券:长债行情暂时遇阻

国内债券市场中短期利率对长债的影响日益显著。究其原因,一方面是2013年以来央行利率政策偏离原有通胀目标制,意图通过高回购利率抑制金融机构加杠杆,导致债券市场对短期利率高企长期化预期增强,从而对长期利率产生影响;另一方面,利率市场化也使得金融机构中负债盯住货币市场的占比明显上升,从而在资产配置上更易受成本约束。在OMO利率逐渐基准化的未来,短期利率对长债利率的影响将更加明显。而央行的非QE倾向也使得短端利率暂难下行;预计在未来3—5个月,



浪潮中,信用债行情如火如荼,收益率已率先出现显著下行,表现为不仅绝对收益率低,信用利差也纷纷收缩至历史偏低水平。

对比历史数据,当前债券绝对收益率已普遍低企。随着利率不断下移,继续向下的想象空间也在收窄,风险收益变得越来越不对称。市场人士指出,虽然10月底债券期、现价格快速调整,有内外多方面的诱因,但症结还是利率太低。债券天然具有收益有限、风险无限的特征,利率太低本身就是一种风险。

趋势安全 想说再见不容易

如今,债券低收益已是客观现实,“零利率”中短期内难以实现,利率继续往下的空间和时间未知,投资者获利了结以及替代资产分流等带来利率波动风险正显现苗头,但要跟债市彻底说再见,绝非易事。

机构近期调研显示,在大类资产中,债券依然是机构最看好品种,汇市风云突变、商品熊途漫漫、股市情绪修复尚待时日,凸显债券安全性和流动性的优势。

从趋势上看,债券依然安全,牛市难言到头。南京银行报告指出,三季度GDP虽略好于市场预期,但投资、工业增加值等中频数据均明显走弱,CPI也再度降至1.6%的低位,基本面对债市形成较大支

利率债长期端将呈现区间震荡格局,即便是通胀水平在11月将进一步下行。

南京银行:趋势安全 短期警惕风险

虽然测算的债市杠杆率整体不高,但从货币市场成交来看,银行间和交易所质押式回购成交量均在放大,意味着“以短套长”的期限错配现象不容忽视。货币市场资金利率对债市的影响力提升,当前7天逆回购利率定在2.25%,根据利差均值测算的10年国债和10年国开的收益率分别为2.96%和3.54%,意味着当前收益率下行空间可能有限。不过基本面对长端利率的支撑作用仍在,通胀低速局面至少延续至明年上半年,此间长

撑。除了基本面的疲软之外,更大的支撑来自充裕的流动性。央行降准降息周期尚未结束,成本端利率下行虽然缓慢,但趋势较为确定,稳定的“套息”收益吸引机构不断提高债券配置。退一步,或许利率向下的空间未知,但在基本面支撑下,尚不具有趋势性走升的条件。在当前的众多资产中,债券风险可控,收益仍有一定想象力,自然很难让人拒绝。

事实上,这一轮债券牛市,不断突破市场利率预期下限,在时间和空间上本就空前。

寻找洼地 那些被遗忘的角落

如果承认短期波动风险加大,而中期趋势安全,那么在当前位置上,选择离场或许并不明智,如国泰君安报告所言,提前“下车”意味着未来会面临在更低的利率重新建仓的风险。既然如此,机构建议不妨换个思路,寻找债市尚存的估值“洼地”。在普遍低利率的环境下,债市已不存在绝对的“洼地”,但部分期限、券种的相同投资价值仍值得关注。

从期限上看,随着长债利率大幅走低,期限利差压缩,短债的相对价值重新受到关注。据中债收益率曲线数据,目前10—1年期国债期限利差约65bp,2002年以来均值则为113bp。相对长债而言,短债收益率仍然较高。市场人士

端利率趋势性回升概率较小。因此,建议交易盘保持谨慎,不过分追低,若利率明显反弹可择机介入。配置盘仍建议规避大幅加仓长期久期,若配置需求旺盛,可以选择中期品种过渡。

兴业证券:寻找确定性机会

债市在经历了9月底以来的快速上涨后,中短期震荡加大的概率上升,在这样的背景下,投资者既需要保住收益,避免波动造成损失,也需要寻找一些相对确定的机会,增加收益。可行的途径有:寻找估值洼地,比如地方政府债目前相对利率债有较好的价值;利用国债期货衍生品的特殊性进行套期保值和构造策

指出,偏低的期限利差,使得短端收益率安全边际更高,下行想象空间也更大;目前震荡市道下,机构亦有缩短久期的动力;随着通胀下行,央行或继续引导货币市场利率下行,从而有望为短端收益率打开下行空间。从近期一级招标情况看,机构对短期金融债的需求已逐渐高于长期品种。

从品种上看,国泰君安认为,在绝对收益率下降、相对交易空间逼仄的情况下,债券投资需要开始压缩流动性溢价,即一些过去流动性不佳、溢价较高的品种将越来越受青睐,包括PPN、资质相对较好的私募债、资产证券化产品、金融机构二级资本工具等。在整体资金宽裕的情况下,流动性问题暂时不是债券投资的主要约束。此外,兴业证券建议关注地方债,虽然同为利率产品,但因过去流动性差,地方债较国债一直存在稳定的溢价。在今年高额供给之下,地方债较国债利率波动加大,投资机会增多,而随着存量规模上升,且可抵质押,未来地方债流动性也可能上升。

此外,中金公司报告提示,随着境内债市收益率快速下行,离岸债券市场恐将成为最后的“洼地”。曾几何时,离岸点心债是一类收益率明显低于国内同类型债券的品种。但今年以来,情况发生了很大变化,人民币汇率贬值等因素,导致离岸人民币流动性收紧,离岸市场融资成本优势不再,加上境内市场低利率环境和外汇波动风险,离岸点心债对境内企业的吸引力下降。离岸的美元债也存在类似的情况。反过来理解,当市场环境对发行人不利的时候,对投资者是一件好事。一方面供给在减少,另一方面,其收益率水平明显高于境内债券。中金报告指出,在国内普遍缺资产以及资产收益率逐步走低的环境中,离岸债券市场成为了估值洼地,也将是下一步各路资金追逐的对象。随着人民币国际化以及资产账户开放,离岸债券市场的供需关系将进一步改善,离岸债券的表现会明显超过国内债券,境内投资者可以通过合规渠道把握这一投资机会。

略。利用期货进行套期保值,有利于保持净值稳定。在市场波动较大的情况下,可以通过期现货的组合来构造期权。

中金公司:离岸债券具备估值优势

离岸债券收益率相比于国内仍具备估值优势,在国内信用利差和期限利差都已经明显压缩的情况下,离岸市场成为最后的估值洼地。即使在离岸市场价格近期快速上涨之后,其平均的收益率水平仍明显高于国内债券收益率。以点心债为例,离岸点心债指数的平均收益率最近两个月大幅回落,但仍 在4.5%以上,其中高收益品种的平均收益率还有5.5%以上。(张勤峰 整理)

期债继续回调 短期以震荡为主

短期料继续震荡

市场人士指出,基本面的持续低迷,使得货币政策进一步宽松可期,未来利率仍存下行的空间。但收益率前期快速下行加之利好政策兑现,短期收益率下行动力不足,加之近期公布数据显示经济企稳,债市短期可能面临震荡调整。

宏观层面上,银期货研究员胡明哲指出,“10月财新制造业PMI和9、10两个月份的官方PMI都显示制造业存在企稳迹象,结合上个月消费数据或也存在企稳迹象,以及相关企业中长期融资数据反常增长,我们合理有理由谨慎地修正未来宏观经济下行幅度的预期。”

本周是双降后的第一周,资金面仍较为宽松。昨日进行了100亿的7天逆回购操

料机构参与热情高

1%来计算,预计债底87元,保护相对一般。

值得注意的是,15国盛EB溢价28%发行,开创国内公募转债/交换债发行记录。业内人士分析称,此举相当于成本转移给债券持有人,在一定程度上减少了其吸引力。

“此前宝钢EB发行时几乎无换股溢价,天集EB溢价约5%,清控EB溢价约12%,国盛EB换股价的溢价率较高,反映发行人不愿以过低价格减持股份,高溢价降低期权价值,一定程度减少了国盛EB的吸引力。”海通证券表示。

预计发行相对容易

尽管溢价发行,但分析人士多认为,在转债供给稀缺和资本市场“资产荒”的背景下,预计15国盛EB的发行仍相对容易。

公开市场延续地量逆回购 资金面宽松态势料将持续

□本报记者 王辉

公开市场操作本周二(11月3日)延续了10月末以来的地量操作格局,当日7天期逆回购操作规模及操作利率均符合市场预期。对于短期内央行的常规数量调控及市场资金面走向,分析人士指出,现阶段公开市场预计仍会以少量逆回购操作为主,并继续稳定各方对于货币宽裕环境的信心。从资金面角度来看,在政策宽松基调持续的背景下,市场流动性总体仍将继续保持宽裕。

公开市场操作延续“低调”

在上周四进行100亿元7天期逆回购后,在11月3日的11月首次公开市场操作上,央行也延续了上周的“低调稳健”风格。当日央行继续开展100亿7天逆回购操作,操作量与上周四持平,中标利率也持稳于2.25%。来自WIND的统计数据显示,本周公开市场共计仅有200亿元逆回购到期,如果本周四逆回购维持当前的地量规模,则本周公开市场将会实现全周资金净投放或净回笼的均衡。

此外,数据统计进一步显示,截至11月3日,年底(12月31日)之前公开市场除下周有100亿元逆回购到期外,无其他资金到期。有市场人士就此指出,这将有利于11月、12月公开市场保持较大的自由操作空间。

而在市场资金面最新变化方面,11月3日银行间市场各期限资金利率整体波动有限,继续维持在相对低位水平。数据显示,当日银行间隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别为1.76%、2.32%、2.63%和2.61%。相较于本周一(11月2日),隔夜品种利率环比持平,7

人民币汇率整体持稳

□本报记者 王辉

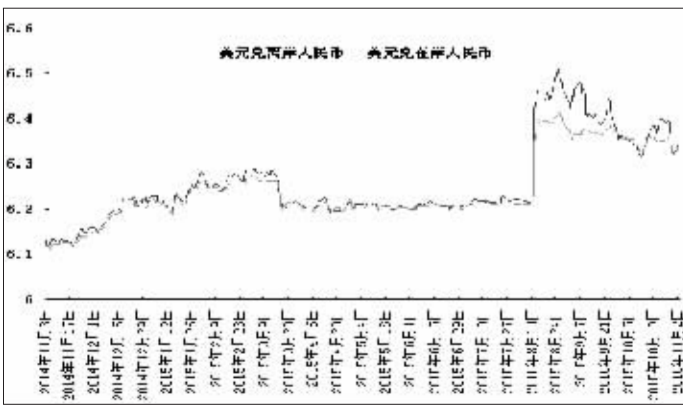
在经过上周五及本周一的两日大幅震荡后,人民币兑美元即期周二(11月3日)盘中走稳,波动幅度明显收窄。而在离岸市场上,当日香港市场上人民币对美元CNH汇价水平也出现窄幅震荡。

中国外汇交易中心周二公布,11月3日银行间外汇市场上人民币对美元汇率中间价为6.3310,较前一交易日的6.3154走软156个基点,贴近前一交易日人民币即期汇价的收盘水平。而在周二即期交易上,当日人民币对美元即期汇价波动有限,收盘报6.3366,较周一

小涨13个基点或0.02%。离岸市场方面,周二香港市场人民币对美元CNH汇价也出现窄幅震荡。截至当日17时该汇价报6.3477,较周一收盘小跌16个基点或0.03%,与境内即期汇价的价差继续保持在100个基点左右水平。

对于周二人民币汇率的整体表现,市场人士指出,在经过此前两个交易日较为剧烈的波动之后,人民币汇率有一定短期休整需求,趋势性交投特征相对有限。就短期而言,各方面仍在等待本月即将进行的人民币加入SDR评估。预计在评估结果公布前,人民币汇率仍将保持整体稳健。

美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



国开债需求平稳 短债备受青睐

在债市行情陷入盘整之时,国家开发银行3日公开招标的五期增发债券需求总体平稳,体现了刚性配置力量的支撑,但个别券分化有所加剧,机构对长债的兴趣降温,短债逐渐受到青睐。市场人士指出,货币政策再放松后,目前较平坦的收益率曲线令短债的相对价值显现。

国开行昨日招标的是该行今年第18期、第20至23期金融债的增发债券,为一组覆盖1至10年关键期限品种的固息“福娃债”。据交易员透露,此次1年至10年期债券中标收益率分别为2.45%、2.9942%、3.1979%、3.4743%、3.4202%;投标方面,各期债券认购倍数分别为5.03、3.52、3.385、2.35、2.35。对比中债估值数据,此次除

10年期国开债与二级利率持平外,其余各期限均不同程度低于二级市场利率,尤其是1至5年的中短期期限品种,低于二级的利差达9至15bp,其认购倍数也高于7年和10年期品种。其中,1年期债券不仅利差最大,认购倍数也在各期限中居首,交易员更指出,此次1年期债券边际认购倍数高达11.89倍,足见机构的追捧热情。

市场人士指出,国开债总体需求平稳,显示尽管债市收益率已低,但在缺资产环境下,仍受到需求端的支撑,而经过9月底以来一轮行情,长债收益率大幅下行,收益率曲线变得非常平坦,加上货币政策宽松,长端债券利率将进一步向下的想象空间上升。(张勤峰)

□本报记者 王姣

11月3日,国债期货市场延续震荡回调,五年期和十年期国债主力合约分别收跌0.18%、0.24%。与此同时,市场成交量依然保持在较高水平,但多空博弈越发激烈。分析人士指出,尽管稳定偏松的资金面继续支撑债市,但长端品种配置热情有所降温,短期利率下行空间受限。就期债而言,由于近期利好兑现,期债冲高动能有所减弱,预计短期将维持震荡格局。

主力合约全线下跌

本周二,国债期货延续上周以来的震荡态势,所有合约悉数收绿。从盘面上看,国债期货五年期主力TF1512昨日平开后震

15国盛EB溢价发行

□本报记者 王姣

上海国盛(集团)有限公司11月3日公告,拟以持有的上海建工A股股票作为交换标的,公开发行50亿元的可交换公司债券,发行人和主承销商将于今日(T-1日)向网下机构投资者利率询价。这也是继10月下旬15清控EB发行后,第4只公募可交换债启动发行。分析人士指出,尽管15国盛EB溢价28%发行,但考虑到当前转债市场的稀缺性加上“资产荒”,预计机构的参与热情较高。与此同时,交换债发行加速将有助于改善转债稀少局面。

溢价28%发行

4日进行网下询价和确定票面利率

后,上海国盛(集团)有限公司将于11月5日发行50亿元可交换公司债券,其中网上发行代码为751993,简称为“15国盛EB”。公司主体信用评级为AAA,本次债券信用评级级别为AAA。

条款方面,本次债券为6年期品种,票面利率预设区间为1.00%—2.50%。预备用于交换的股票标的为上海建工A股,初始换股价格为10.52元/股,较11月2日上海建工收盘价8.22元溢价28%。到期后公司将以本次发行的可交换债的票面面值的103%(不含最后一期年度利息)的价格向投资者兑付全部未换股的可交换债。

多位分析人士预计15国盛EB最终票面利率大概率为1%。据海通证券研究,若以6年期AAA企业债的收益率3.9%和固定票面