

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%关口，降至2.98%，将债市收益率重新带回“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%关口，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



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，尚不具有趋势性上升的条件。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，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

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。即使在离岸债市价格近期快速上涨之后，其平均的收益率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）

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

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松环境的信心。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

天及14天期品种分别小涨2和3个基点，1个月期回购利率则走跌7个基点。

资金面料仍维持常态化宽松

对于周二的公开市场操作和资金面状况，市场人士指出，在10月底央行“双降”政策之后，资金供需局面平稳，月末因素解除后资金面尚无明显不利因素，目前流动性整体宽松形势预计还将持续较长一段时间。而从公开市场操作角度来看，目前银行间市场资金供给充裕，因此预计央行还将继续采用基本中性的操作策略，未来逆回购可能仍会延续地量操作，不会出现超预期暂停或改推正回购。

此外，综合10月末以来市场资金价格中枢水平的反应，由于“双降”后货币市场利率下行幅度有限，且逆回购利率指引风向标作用进一步突出，市场对央行继续引导货币市场利率下行仍有较大期待。

海通证券表示，从10月下旬央行有关利率市场化的最新表态来看，操作相对频繁、利率及时公布、对银行间主流7天期回购利率有直接作用的公开市场正逆回购招标利率，更适合作为基准利率。从具体操作来看，央行可能将会把正逆回购招标利率直接作为货币利率的目标值，结合中国央行（PBOC）正逆回购利率、SLO、SLF、MLF和PSL的利率，将市场利率引导在合理范围内。而国信证券则进一步表示，最新一次“双降”之后公开市场7天期逆回购利率后期仍有不断下调空间，预计最终调整到2.2%附近。

整体来看，在市场宽松心态平稳的背景下，考虑到公开市场逆回购操作利率及银行间回购利率仍有一定下降空间，未来较长时间内市场资金面仍将会继续保持宽松。

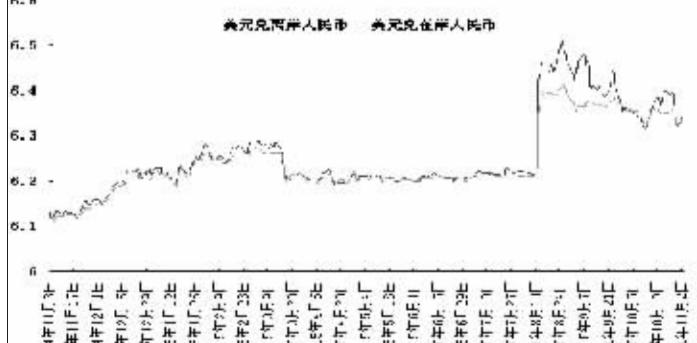
人民币汇率整体持稳

□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。

对于周二人民币汇率的整体表现，市场人士指出，在经历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“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。

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，但在资产负债环境下，仍受到需求端的支撑，而经过9月以来一轮行情，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，令短端债券利率进一步向下的想象空间上升。（张勤峰）

期债继续回调 短期以震荡为主

□本报记者 王姣

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“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。不过基本面对于长端利率的支撑作用仍在，通胀低迷局面至少延续至明年上半年，此间长

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，未来利率仍存在下行的空间。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，加之近期公布的数据显示经济企稳，债市短期可能面临震荡调整。

宏观层面上，银河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，以及相关的企业中长期融资数据反常增长，我们有理由更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，资金面仍较宽松。昨日进行了100亿的7天逆回购操

作，对冲了当日到期的100亿逆回购，中标利率保持低位2.25%。财政部周三将招标续发行10年期固息国债。不过业内人士指出，国开债最新招标情况显示一级市场上长端品种配置热情有所降温，加上本周10年期利率债供给放量施压，预计需求平平。

总体而言，方正中期期货研究员季天鹤认为，双降带来的乐观情绪昙花一现，多空双方对比正在发生变化。“一方面交易所回购利率保持在较前期高的位置，同时交易量不断放大，波动也有所加剧。另一方面央行逆回购利率保持稳定，规模并未扩大，价格也并未降低，显示央行并无进一步推低利率水平的意愿，股市的企稳也对债市有所不利。目前国开债冲高的动能已经减弱，后期仍将在目前水平附近维持震荡态势。”

15国盛EB溢价发行 料机构参与热情高

□本报记者 王姣

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751983，简称为“15国盛EB”。公司主体信用级别为AAA，本次债券信用级别为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

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。

从正股角度来看，兴业证券指出，上海建工受益于基建投资增速较快和国企改革有望先行，此次国盛溢价发行交换债，本身也包含了发行人对标的股票的预期较高。

从转债角度看，目前转债市场筹码依旧稀缺，当前转债存量4只，交换债3只，尽管接连发行的新债对筹码有所补充，但仍然很难改变当前的定局格局，转债整体估值仍然偏高。在当前市场环境下，业内多预计15国盛EB上市价格将超过120元。

兴业证券表示，尽管15国盛EB溢价发行，但机构的参与热情仍会很高，由于发行规模较大。中签率可能略高与15清控EB，中签率估计在0.15%-0.2%。即使按照上市价格120元和中签率0.15%计算，网下年化收益仍在8%以上。

溢价28%发行

4日进行网下询价和确定票面利率