

# 10年国债利率逼近4% 暴跌背后:真假利空酿恐慌

□本报记者 王姣

这一波债市调整的猛烈程度显然超出了多数投资者的预期。10月30日,10年国债收益率最高冲到3.94%,4.0%的整数关口已近在咫尺;10年期债盘中最大跌幅超过1.2%,并创上市以来新低。

“怕什么,就偏偏来什么!我们此前担心10年国债突破3.7%之后会有止损盘出现导致多杀多,近两周不幸出现。”市场人士无奈地表示。

市场人士分析称,9月底以来,国债收益率持续上行,固然有来自基本面、政策面、流动性和海外市场扰动等利空因素,但近期债市“遇利好而不涨,遇利空而快速下跌”,反映了市场情绪的脆弱和投资者信心的缺失。多数机构依然认为,中期而言,债市收益率并不具备系统性向上的动力,随着市场情绪修复,债券配置价值逐渐显现,后续机会也在孕育之中。

## 跌跌不休超预期

“按照这个利率上行的速度,我觉得我们可能根本不用担心人工智能机器人会取代我们,大概率不久就要转行了……”10月30日,面对10年期国债收益率再创本轮调整新高,业内悲观情绪蔓延。

30日,债市期现货加速下跌,10年国债收益率盘中最高升至3.94%,离4.0%整数关口仅一步之遥;10年期债主力合约T1712盘中最低触及92.23元,创10年期品种上市以来新低,且盘中最大跌幅达1.24%,刷新去年四季度以来单日跌幅纪录。

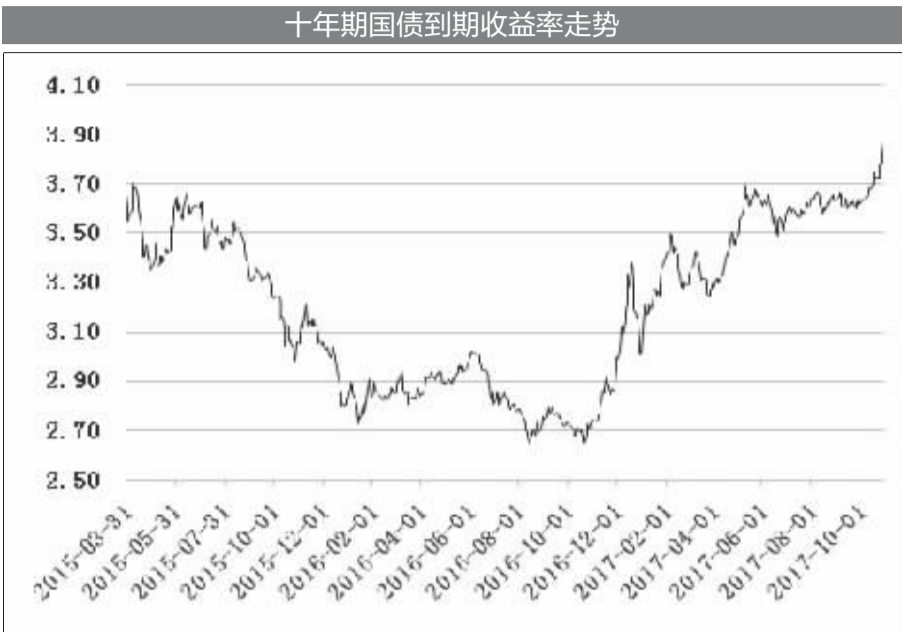
至此,国庆假期后16个交易日,10年国债收益率接连突破3.7%、3.8%、3.9%关口,累计上行幅度已超过30BP。

从盘面上看,这一轮债市调整可细分为三波:一是节后首日(9日),因资金面意外收紧、对定向降准政策解读变化等,市场信心遭遇冲击,10年国债收益率上行逾3BP至3.65%;二是12日、18日,随着9月进出口、社融、信贷等数据公布,再度验证了经济基本面稳中向好,16日10年期国债收益率盘中一举突破3.7%的心理关口,17日、18日,170018盘中均成交到3.75%,而19日三季度经济数据虽符合预期,但10年国债收益率仅回落2BP;25日至30日以来的调整则被视为第三波,26日10年期国债最高成交到3.82%,3.80%关口告破,市场悲观情绪随之蔓延,30日加速突破3.9%关口。

“历史上,债市在四季度的波动率明显高于前三个季度,但收益率出现如此之快的上行依然超出了绝大部分投资者的预期甚至是监管机构的预期。”业内人士表示。

## 内外环境偏利空

业内人士认为,此次债券市场跌跌不



休,客观上应归因于近期国内外真假利空迭出。

招商证券认为,近期中国债市持续暴跌主要有四点原因:从基本面来看,国内经济有韧性,货币政策难转向。虽然四季度经济增速有下行压力,但回落幅度慢于预期,且市场对通胀上行的忧虑加重。从流动性来看,市场对流动性宽松的预期落空。央行“削峰填谷”维护流动性的基本稳定,也意味着流动性环境不会出现大幅宽松。从监管来看,市场对年底前金融监管政策会不断落地的预期陡然增强。从全球来看,今年加拿大央行两次加息、英国央行11月较大概率加息,欧央行明年初削减一半资产购买计划;美国基本面稳健,税法改革只是时间问题,而10月缩表、12月迎来年内第三次加息也对美元、美债收益率形成支撑。国外央行货币政策的调整也对全球利率构成上行压力。

“近期债市疲弱和大幅调整的因素,包括但不限于:对未来金融监管政策继续出台的担忧、海外风险偏好上升导致海外债券收益率也有所上升、海外货币政策逐步退出宽松、部分投资者担心未来通胀压力上升、银行配置盘需求偏弱而四季度利率债发行量仍不算低导致供需关系不利等。”中金公司指出。

但多数机构认为,10年国债收益率在突破3.7%关口之后,市场并无实质性的利空,然而收益率仍快速突破3.8%、3.9%,交易层面的因素和市场预期可能是引发债市加速调整的主要原因。

招商证券指出,无论从基本面、流动性还是政策面上,都难以解释近期债市收益率出现如此大幅的上行:下半年基本面边际走弱,流动性和政策面大概率偏中性,中期来看债市仍然存在机会。短期的“超跌”说明目前债市更多地受到了投资者担心政

策和监管趋严的预期或者说是情绪的影响。

中金公司亦认为,撇开基本面或政策面的因素不提,导致收益率快速上升的是止损压力和去年四季度债券大幅上升带来的心理阴影。

“连续的突如其来的调整使得交易型机构很难抗住这一轮的调整,尤其是今天(30日)收益率一下上了10BP以上,恐慌的心态会导致投资者抛售债券止损,从而触发更多的止损。”中金公司分析师表示。

## 继续上行空间有限

市场人士指出,在当前悲观情绪蔓延的情境下,很难说短期内债市是否已经跌透。但从基本面来看,不少机构依然认为,中期而言,经济走弱和温和通胀的基本面,

## ■ 观点链接

### 国泰君安:债市谨慎为上

市场心态已变,利空短期难被证伪。针对此前的一致预期,市场投资者是抱有证伪的心态:只要没有明确的证据证伪经济下行趋势,就选择继续相信。目前市场已经转为求实:一旦切实担忧起基本面和监管,市场的情绪好转可能要等到比较明确的利好出现才行。当前疑问颇多,题材大概率不会很快水落石出,债市谨慎为上。

### 东方证券:黎明就在眼前

上周债市大幅调整,市场对于监管升级,流动性难松的担忧犹在。从历史情况看,在制造业升级过程中,一般都会看到货币政策偏松的格局。之所以货币政策目前难见宽松,核心原因在于货币政

策叠加长端利率债的配置价值凸显,决定了长端利率债收益率难以大幅上行。随着市场情绪修复,债券配置价值逐渐显现,后续机会也在孕育之中。

中信建投证券研报指出,从9月份经济数据来看,整体仍然超预期,后续市场对经济增长的分歧可能难于形成一致预期,在基本面对债市影响扩大的情况下,经济数据的月度扰动也将扩大债市的波动。与此同时,在整体收益率较为平坦的情况下,长端利率受到短端利率掣肘,下行空间进一步缩小。货币政策将围绕金融监管主线波动,继续保持稳健中性的预调微调。供给侧结构性改革与防控金融风险仍将是未来一段时间的政策重点,中性货币+强监管是最佳组合,后续一系列监管政策未来仍将陆续落地。

中金公司进一步指出,目前国内利率债无论绝对还是相对收益率,都处于不低甚至偏高的水平,虽然一些短期痛点暂时无法消除或者证伪,从中期来看,配置价值的提升使得其回报可能逐步改善,收益率目前处于磨顶过程。随着近期利率债收益率水平的进一步抬升,其绝对价值和相对价值都已经较为突出。如目前5-10年期国债收益率都在3.8%甚至以上的水平,不仅明显高于历史均值,如果考虑免税价值,税前收益率在4.8%以上。

“现在看来,我们认为债市整体方向仍然没问题,只是在这个过程中会有煎熬,市场的不理性也会加剧下跌的幅度。目前只能慢慢等待利好出现,监管会有明朗的那一天。基本面下行趋势会逐渐确立,资金面偏紧但是也不会继续往上,会呈现先平稳后下行的走势。静待监管,资金面、基本面预期明朗化打破当前债市僵局。”申万宏源证券表示。

策对内“独立性”受到了约束,也就是说,在宏观审慎大框架还未完全搭建完毕之前,货币政策难以全面宽松,只有等到监管体系相对完备,宽松出来的公司才能定向支持需要支持的行业和公司。也就是说,监管落地之前,货币难见宽松;但一旦监管落地,货币宽松可期。维持目前是债券熊市的“卧时阶段”的判断,黎明就在眼前。

## 中信建投:仍处于筑顶阶段

债市整体“做我力量”整体仍然势均力敌,长端利率债收益率难以选择方向。当前债市仍处于筑顶阶段,利与配置,但缺乏交易性机会。未来何时会出现交易性机会,取决于经济何时会超预期下滑,进而引致政策边际转向和监管趋缓。(王姣整理)

示投资者博弈利率继续上行的心态较重。当日银行间市场上,5年期国债收益率也进一步走高,活跃券170021尾盘成交在3.94%,较上一日大幅上行12BP,再次反超一级市场水平。

值得注意的是,四季度利率债存在供给压力,近期市场需求转弱,对供需关系造成进一步不利影响。机构提示,当前债市供求偏弱,加上情绪不佳,需要警惕一级带动二级市场利率上行的风险。

但短期市场异常波动进一步提升债券票息收益,债券配置价值终将受到关注。中金公司研报就称,近期债券绝对和相对价值提升,目前利率债收益率水平,已远高于历史均值,无论与贷款还是非标资产、信用债相比,性价比都已经比较高,甚至与基本面相比,都已经具备足够的安全边际。从中期来看,这种价值将会得到相应体现。

中金公司进一步指出,短期内,可观察监管机构对利率上升的态度,是否有一定的缓和情绪措施,同时也观察配置型机构在收益率具备配置价值情况下是否会开始增加配置。另外,从技术层面来看,止损盘止损压力释放后,市场情绪可能会有所改善。当市场都悲观的时候,也许可以冷静下来,等待机会。

## 短期资金面维稳压力犹存

□本报记者 张勤峰

10月30日,央行继续通过

公开市场操作(OMO)实施净投放,但难以满足机构旺盛需求,市场资金面延续紧张态势,货币市场利率继续走高。市场人士指出,月末时点流动性季节性偏紧,加上逆回购等到期量大、政府债发行较多等影响,流动性继续承压,料央行将继续平抑市场波动。

## 紧张态势有增无减

30日早间,央行开展1500亿元逆回购操作,包括700亿元7天期、300亿元14天期和500亿元63天期,连续两日同时开展3个期限的逆回购操作,中标利率分别持稳于2.45%、2.60%和2.90%。在对冲当日逆回购到期之后,当次操作实现净投放400亿元,为连续第3日净投放。但相比机构旺盛的需求,400亿元净投放量仍不能满足“胃口”。

30日,市场资金面延续紧张态势,资金供求压力有继续加剧的迹象。某城商行交易员称,昨日早间大额融入不足,甚至有个别大行也在融入资金,资金面压力有增无减,短期资金方面,机构直接报限价融入,但融入依旧困难;午后,融入需求持续旺盛,临近收盘时,仍有不少机构在顶格借。总的来看,昨日市场资金面持续紧张,机构对各期限资金需求都有浓厚兴趣,两天到7天可跨月资金是“香饽饽”,但融出甚少,长期限资金缺乏供给,成交寥寥。

货币市场利率方面,昨日银行间市场债券回购利率全线走高。据货币中介公布,10月30日,隔夜回购利率(R001)上涨近11BP至3.01%,重返3%关口上方,7天期回购利率(R007)大涨23BP至3.83%,14天到2个月回购利率亦出现不同程度上涨。

## 丹东港集团中票兑付违约

丹东港集团有限公司30日晚表示,未能按期兑付该公司2014年第一期中期票据(债券简称“14丹东港MTN001”)回售部分本金,已构成实质性违约。“14丹东港MTN001”由丹东港于2014年10月发行,规模10亿元,期限5年,第3年末附发行人上调票面利率及投资者回售选择权,2017年10月30日为回售行权日。据发行人23日公告,10月16日-20日期间,“14丹东港MTN001”回售数量为1000万张,回售总金额10亿元,未回售总金额0元,投资者选择回售全部债券,致使本期债券本金兑付提前。

## 国开行临时调减债券发行规模

债券市场利率波动对债务融资行为的影响正在持续显现。10月30日晚,国家开发银行发布公告,下调了该行10月31日金融债券发行量。

国开行原定于10月31日通过中国人民银行债券发行系统增发2017年第六期5年期、第十一期1年期和第十五期10年期金融债券分别不超过70亿元、60亿元和150亿元,总量不超过280亿元。

据前述公告,此次调整后的发行计划为:增发2017年第六期5年期、第十一期1年期和第

## ■ 评级追踪

### 鹏元上调大明宫集团评级

鹏元日前发布跟踪评级结果,将西安曲江大明宫投资(集团)有限公司主体信用等级由AA-调整为AA,评级展望为稳定,维持该公司2013年公司债券信用等级为AA+。鹏元指出,跟踪期内,西安市及曲江新区经济和财政实力较强,为公司发展提供了良好支持;公司营业收入持续增长,收入来源较为丰富,且收入具有一定持续性;2016年地方政府及股东给予公司支持力度大,公司资本实力增强;第三方保证担保仍能有效提升其2013年公司债券的信用水平。

### 中诚信调升济宁银行评级

中诚信国际日前发布公告,

存款类机构方面,昨日隔夜回购利率(DR001)涨2BP至278%,代表性的7天回购利率(DR007)涨近10BP至296%。

业内人士称,DR系列回购利率走高,显示当前资金面系统性承压,但R系列明显波动更大,显示非银机构融资难、融资贵是市场利率上涨的重要推手。

## 持续存在维稳压力

这一轮资金面收紧始于10月缴税。有交易员表示,10月税期靠后,目前缴税刚过,资金面尚未恢复又迎来季末时点,故资金面持续紧张。

交易员进一步指出,10月财政收支可能有超预期表现,使得机构对央行流动性投放存在较大的需求。过去月末因有财政支出供应流动性的,央行通常在月末转为实施流动性净回笼,资金面一般不会很紧张,但上周以来,央行持续开展净投放,资金面却持续收紧,或表明10月财政收税规模超预期,也可能表明支出规模不及预期。之前曾有券商提示,今年上半年财政支出力度超预期,受此影响,下半年支出力度可能有所减弱,对流动性的正面作用下降。

此外,本周面临大量央行流动性工具到期,加剧市场谨慎心态。数据显示,本周到期逆回购和MLF合计超过1万亿元,在月末月初时点上,增添了流动性的不确定性。事实上,央行流动性工具对流动性的最终影响,需结合央行对冲操作来考虑,从近期来看,央行一直在开展净投放。但有交易员认为,短期市场紧张情绪加剧了流动性波动。

就短期来看,月末资金面紧张料难明显缓解,跨月后不利因素将有所减少,但仍面临大量逆回购到期,本周政府债发行缴款也不少,资金面持续存在维稳压力,预计央行将保持必要的公开市场操作力度。

丹东港30日晚表示,“14丹东港MTN001”应于2017年10月30日付息及兑付回售部分本金,由于公司息债务负担重,短期支付压力较大,截至10月30日终,公司已向托管机构划付应付利息5860万元,尚未能按照约定将“14丹东港MTN001”的回售部分本金按时足额划至托管机构。Wind数据显示,除本期中票之外,丹东港发行的尚未到期的债券还有5只,包括2只中票、2只定向工具和1只公司债,本金总额54.5亿元,均未设担保。据悉,本期中票兑付违约是丹东港首次发生公募债券违约事项。(张勤峰)

# 价值提升 等待市场情绪修复

□本报记者 王姣

周一(10月30日),债券期货、现货市场再遇重挫,10年期国债期货盘中一度跌逾1.2%,10年国债收益率最高上行至3.94%,创逾三年新高。分析人士指出,债市短期持续大幅下跌更多受到市场情绪的影响,机构止损和降杠杆的操作也会强化下跌的动能。在此情境下,很难说短期内债市是否已跌透,债市收益率暂难言到顶。但随着市场逐渐消化利空因素,投资者情绪修复,债券配置价值提升,后续市场仍有望企稳反弹。

## 债市遭遇黑色星期一

继上周突破3.8%关口后,本周伊始,10年国债收益率加速上行,债市下跌的速度和幅度再次超出市场预期。

周一早盘,中金所10年国债期货主力合约T1712低开低走,上午最低触及92.695元,创国债期货10年品种上市以来新低;银行间现券同步大跌,10年期国债活跃券170018盘初就跳空成交在3.87%,上午最高至3.8950%;10年期国开债活跃券170215盘初成交在4.46%,近午间收益率达到4.495%,逼近4.50%关口。午后市场加速下跌,T1712一度下跌1.24%至92.23元,再度刷新历史最低纪录;170018开盘不久就突破3.9%,并震荡上行至3.94%,再度刷新逾三年高位。

截至收盘,期债T1712合约大跌0.88%报92.56元,国债170018成交利率上行8BP,最新报3.9050%,10年国开活跃券170215成交利率上行逾11BP,报4.52%。

业内人士称,上周以来并没有明显利

空消息,但市场对基本面、政策面、流动性的预期整体偏利空,尤其债市连续大跌后市场情绪极其脆弱,止损压力加大进一步加重期现货跌势。

## 短期难言调整到位

10年期国债收益率达到3.94%后,4%关口已近在咫尺,后续还有多少上行空间?这一问题成为市场人士关注的焦点。分析人士认为,在市场情绪脆弱的当下,预测10年国债的顶部意义不大,因投资者情绪的脆弱可能会加剧下跌的幅度。但综合各方面因素分析,10年国债不具备继续大幅上行空间,短期慎言抄底,但也不必过于悲观。

华创债券指出,目前已明确的利空因素都尚未出尽,金融监管政策未来将陆续出台;政府对经济增长更看中质而非量,货