

美10年国债收益率逼近年内低点

近日来,在欧债问题再起波澜、美国6月非农数据差于预期的背景下,美国国债再度受到资金热捧,各期限美国国债收益率较7月初有不同程度下行。其中,美国10年期国债收益率已逼近2.88%的年内低点。

数据显示,截至7月12日,美国2年、5年、10年、30年国债收益率分别收于0.37%、1.47%、2.92%和4.19%,较7月1日下行13BP、33BP、30BP和21BP。分析人士表示,近期美国国债受到资金青睐的原因主要有两个:一方面,欧债危机再度蔓延引发避险情绪急剧飙升,而纵观全球资本市场,虽然债务上违约问题最近对美国国债构成一定困扰,但市场认为美国国会最终将在8月2日大限来临之前达成一致,因而美国国债仍被视为最安全的避风港;另一方面,上周五公布的非农就业数据显示的,美国6月非农就业人数仅增长1.8万人,预期增长9.0万人,而6月份失业率上升至9.2%,连续第二个月上升,并触及年内最高水平。疲弱的就业数据提升了市场对美联储再施刺激措施的预期,随着美国债务上限提高,美联储推出第三轮购买国债计划(QE3)并非不可能,这将会推动美债收益率继续下行。

市场人士表示,短期内避险需求可能会推动美国国债收益率继续下行,10年期国债有测试前期低点2.9%的风险;如果欧债危机进一步蔓延,甚至不排除该收益率跌破年内低点的可能。(葛春晖)

■ 外汇市场日报

市场情绪快速转换 美元指数冲高回落

□ 东航国际金融公司 陈东海

13日隔夜,由于对于欧洲债务危机的担忧,欧洲三大股指大幅下跌,美国三大股指微幅低开并收跌,加上美国贸易数据不理想使得市场情绪低落,避险情绪强烈,美元指数盘中创出了3个月来的新高。但是随后由于美联储会议纪要显示部分委员对于继续采取宽松货币政策保持开放态度,市场风险情绪好转,美元指数快速下跌。

13日,澳大利亚公布7月Westpac消费者信心指数自101.2降至92.8,该数据打压澳元。评级机构穆迪表示,澳大利亚碳税不会令相关公司评级大幅承压。在亚太市场时间,澳综综合、日经225指数等主要股指上扬,使得市场风险情绪继续上行,澳元、纽元等货币随之回升。日元方面,日本财长野田佳彦声称将密切关注汇市;日本内阁官房长官枝野幸男表示,疾速、剧烈的汇率波动并不是所希望的,日本政府将严密关注外汇市场动向;日本经济财政大臣与谢野馨表示,日元走强很明显不是因为国内因素,同意财务省忧虑外汇市场波动的说法;日央行白川方明也认为日元升值短期内对日元经济造成下行压力。多位日本官员相继发表关于日元的讲话,给予日元的强势造成了一些压力。此外,当天日本公布的5月工业产出、产能利用率等数据较前月改善,日本央行和政府对于经济的看法稍有好转,日经225指数收盘上涨0.4%,风险情绪改善,美元兑日元温和反弹。

欧洲市场时间,欧洲三大股指小幅低开,但是随后走高。穆迪表示,若无序的希腊债务违约引发市场混乱,将引发进一步的评级下调压力。同时,穆迪下调爱尔兰评级至Ba1,前景仍为负面,表示爱尔兰经济持续疲弱,爱尔兰仍面临极大的政策执行风险,爱尔兰政府不能达到财政整顿目标,将考虑进一步下调其评级。此外,欧元区公布的5月工业产出不及前期值与预期,欧元的涨势一度阻滞。不过,由于风险情绪保持良好,欧元继续反弹。

13日英国公布5月和6月就业数据,打压英镑。英国5月三个月ILO失业率7.7%,与前值和预期持平;英国6月失业率为4.7%,而前值为4.6%,预期值为4.7%;6月失业金申请人数变化为2.45万人,前值为1.96万人,预期值为1.50万人。英镑在高于预期的就业数据公布后一度下跌,但是由于风险情绪较好,英镑随后持稳。

由于最近风险情绪转换较快,外汇市场或继续震荡。不过由于美元指数已经突破了2010年6月初以来的下降趋势线,未来前景可以谨慎乐观。

■ 新债定位 | New Bonds

11国开42					
预测中标利率区间【3.82%,4.00%】					
债券期限	1年	计划发行额	150亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一利率 荷兰式 密封	招标时间	7月14日
起息日	7月20日	上市日	7月22日	手续费率	0.05%

11国开43					
预测中标利率区间【4.33%,4.40%】					
债券期限	5年	计划发行额	200亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一利率 荷兰式 密封	招标时间	7月14日
起息日	7月19日	上市日	7月25日	手续费率	0.10%

国海证券: 在经济增长放缓和CPI即将回落的前提下,政策进一步收紧的概率不大,债券市场谨慎乐观,但同时需关注物价新变化。目前资金面虽有所缓解,但回购利率仍较高,短端收益率受到的影响较大,短期内还难以下行。预计11国开42招标利率将略高于二级市场,预计中标利率区间为3.95%-4.00%,预计11国开43中标利率区间为4.33%-4.38%。

徽商银行: 在经济增长放缓和CPI即将回落的前提下,政策进一步收紧的概率不大,债券市场谨慎乐观,但同时需关注物价新变化。目前资金面虽有所缓解,但回购利率仍较高,短端收益率受到的影响较大,短期内还难以下行。预计11国开42招标利率将略高于二级市场,预计中标利率区间为3.95%-4.00%,预计11国开43中标利率区间为4.33%-4.38%。(王辉 整理)

新债招标需求淡 债市行情继续盘

□ 本报记者 张勤峰

本周,债券市场重新陷入胶着,资金面依旧偏紧成为掣肘行情发展的主因。周三(13日),一级市场新发短期国债需求清淡,利率高企。市场人士表示,当前期待紧缩政策转向尚不现实,债市依然缺乏系统性的机会,而资金面似乎也无法让人十分乐观,短期内债券市场或将维持盘整格局。

1年期国债发行遇冷

在今年首批地方债招标意外部分流标之后,最新招标的1年期国债表现同样不尽如人意。

周三,财政部就今年第十八期记账式附息国债进行了招投标。本期国债为1年期固定利率,计划发行300亿元,可追加。招标结果显示,当期债券加权中标利率为3.48%;竞争性招标阶段共获397.8亿元有效投标,对应投标倍数为1.33,首场招标后未获追加,最终实际发行总量为300亿元。

就中标利率而言,本期国债明显高于二级市场水平,而且基本超出了所有机构的预测范围。根据中债收益率曲线,12日银行间1年期国

息国债收益率在3.41%附近,相比本期国债发行利率低约7个基点。根据机构定价报告,机构此前预测本期国债中标利率区间大致为3.34%-3.44%,中值在3.37%,相比实际中标利率低11个基点。就认购情况而言,本期债券认购倍率处在今年新发国债的倒数前五名之列。

资金成本抑制短债需求

高定价、低认购,实质反映为需求的萎靡。值得一提的是,本月加息之后,一级市场上一度人气渐增,周四三债发行亦获得高认购。然而,进入本周形势急转直下,先是地方债流标,后是1年期国债遇冷。有分析人士表示,本周利率产品相继遇冷,既是市场情绪重回“纠结”的体现,更与产品自身期限收益特征存在很大关系。

就本期国债而言,相对偏低的收益水平即构成一大短板。国海证券分析师高勇标表示,近期资金面虽有所缓解,但回购利率依然偏高,短期债券收益率受影响较大,难以下行。而下半年由于到期资金较少,资金面仍存在较大的不确定性,因此市场对短期债券的需求并不是很强。上周五的6个月贴现国债发行就

出现了流标,本周1年期央票的发行量也只有110亿元。

高勇标表示,周三银行间7天回购加权利率为3.79%,考虑到资金价格中枢上移的趋势,未来资金价格即便下行回落空间也有限。与资金成本相比,1年期国债3.48%票面利率不具备太大的吸引力。

另外,鄧时银行分析师段苏指出,最近一段时间,由于投资者预期不一致,加之资金成本高企,一级市场的需求以配置型为主,而配置型机构往往对收益率有底线,不会随意压低往收,因此一级市场的中标利率往往会高于二级市场。

债市尚难有突破

在一级市场重回谨慎之际,现

年内短期国债发行情况一览						
名称	招投标日期	期限(年)	中标利率(%)	中标价格	实际发行总额(万元)	认购倍数
11贴现国债01	2011-4-15	0.25		99.38	100.00	2.13
11贴现国债02	2011-5-13	0.50		98.59	96.30	1.21
11贴现国债03	2011-7-8	0.50		98.21	117.60	2.15
11附息国债01(续发)	2011-5-13	1.00		100.81	117.10	0.72
11附息国债09(续发)	2011-6-17	1.00		99.82	133.50	0.72
11附息国债01(续发)	2011-4-15	1.00		100.78	200.00	1.49
11附息国债11	2011-5-4	1.00	2.77		301.80	1.58
11附息国债01	2011-1-12	1.00	2.81		300.00	1.73
11附息国债09	2011-3-23	1.00	2.80		300.00	2.05
11附息国债24	2011-7-13	1.00	3.48		300.00	1.33

一条主线 两种演绎 通胀回落方式主宰下半年债市走向

□ 安信证券 景晓达

展望下半年,通胀回落路径的方式将主宰债券市场资金面和资产配置方式。在通胀有效回落路径下,紧缩政策有望渐次退出,银行间市场的流动性将出现自然的恢复,商业银行资金面久速的宽松将为债市拐头向上创造必要的条件。

而在另一种情况下,若拉动通货膨胀趋势性下行的力量未能如期实现,则下半年的通货膨胀仅进入一个技术性的同比回落通道。这种情形下,可以预想到的是持续紧缩的货币政策继续抽干银行体系内的流动性,同时,实体经济依旧较强的增长动能将推动长债收益率向上摆动,最终失却上半年收益率上端的刚性。此时,债券类资产的转暖在今年内都将成为泡影。

由于上述的两条路径将导致截然相反的数据配置,同时,基于预期经济数据的内在矛盾性,我们倾向性地认为,对主线鲁莽的预判可能由于资产发生错配而遭受损失。

通胀回落的两种路径

回头审视过去半年整个资本市场的整体表现,我们认为自2010年下半年起,高企的通货膨胀是其中最为关键的影响因素。通货膨胀中枢的持续抬升,导致了货币政策在中期内持续的收紧,信贷控制及央行对于银行体系流动性的持续回收对股票和债券资产的估值形成压力,因而这两类资产在今年以来以来的表现都难以令投资者满意。

站在如今的时点展望下半年,我们仍然认为通货膨胀将继续成为研判市场趋势的主线。对于通货膨胀中期走势的判断,将决定性地影响货币政策的取向,并开启或拧紧债券市场流动性的阀门。

一种情况下,若通货膨胀进入一个实质性的下降通道中,

那么上半年以控制物价为核心的货币政策,将有望在趋势上渐次转入观察期,甚至在较晚的时候引来小幅的放松。在这种情形下,随着公开市场操作的放量和外汇占款的流入,银行间市场的流动性将出现自然的恢复,商业银行资金面久速的宽松将为债市拐头向上创造必要的条件。

而在另一种情况下,若拉动通货膨胀趋势性下行的力量未能如期实现,则下半年的通货膨胀仅进入一个技术性的同比回落通道。这种情形下,可以预想到的是持续紧缩的货币政策继续抽干银行体系内的流动性,同时,实体经济依旧较强的增长动能将推动长债收益率向上摆动,最终失却上半年收益率上端的刚性。此时,债券类资产的转暖在今年内都将成为泡影。

由于上述的两条路径将导致截然相反的数据配置,同时,基于预期经济数据的内在矛盾性,我们倾向性地认为,对主线鲁莽的预判可能由于资产发生错配而遭受损失。

资金面宽松或在三季度末

站在现在的时点,一个很清楚的事实是商业银行的流动性情况已经呈现出了相当脆弱的局面。这不仅体现出了货币市场的一系

列利率上,也体现在了债券市场一级市场上。

如此脆弱的资金面,使得之前并不太重要的外生冲击的影响显著加大,比如说准备金率、财政存款等等。我们基于通货膨胀的不同路径,计算了商业银行超额准备金的发展情况。有以下三点需要注意的结论:

第一,若准备金不调整,银行系统资金面将经历缓慢修复的过程。但由于7月份季节性的财政存款等等,以及8月份公开市场到期资金大幅减少,三季度内资金面的状况仍不乐观,真正的宽松将在三季度末出现;第二,通胀压力居高不下,若央行在未来两个月内仍维持准备金率上调的频率,则此后银行系统流动性将迅速干涸;第三,无论央行决策如何,三季度末宽松的时点看来可能是资金面转宽松。通胀路径将决定银行流动性恢复的具体时点及宽松的程度。

债券操作策略方面,由于我们认为短期内(比如一个季度左右的时间)由于银行系统流动性无法改善,甚至存在负面发展的可能,以及通货膨胀有效回落路径仍需确认,因此建议资产配置以防御性为重点;中期内,如果通胀路径确认,尽管高票息资产同样可以提供优异的持有期回报,但鉴于杠杆操作的可能,推荐长期限的利率产品。

艰难时刻渐去 债市行情可期

□ 财富证券固定收益部 陈鹏

近期欧洲债务危机出现反复,与去年二季度相似,在外围环境恶化的背景下,国内对外部环境的呼声往往占据上风,总体看欧洲债务危机也有利于债券市场。

二季度GDP同比增长9.5%,增速如期继续放缓,但依然明显高于年初制定的8%的增长目标,因此硬着陆概率较低。同时,通胀数据显示,6月份CPI创近3年来新高达6.4%。尽管我们预期7月份会有所回落,但三季度月度CPI仍难大幅回落,因此三季度依然可能再次加息。从7月份的对称加息看,管理层对经济增长的担忧已经消退,即使再度加息,该政策也不应被解读为紧缩力度增强,仅仅表示紧缩的延续。而一旦7月份CPI低于预期,通胀见顶回落成行,债券市场将迎来阶段性机会。

三季度公开市场到期资金量明显小于一、二季度,同时近期央行扩大了公开市场回购资金的力量,本周有望首次实现公开市场净回笼,当前公开市场操作替代准备金政策意图明显。今年1月份和6月份央行上调存款准备金率给资金面形成明显冲击,央行又紧急实施逆回购向市场投放资金才得以缓解,准备金政策已成众矢之的。预计准备金政策进入暂停期。

看,商业银行的存贷比压力可能增大,使得资金面短期难以回归宽松。不过,长期看,理财产品可能集中于债券投资,从而对债券市场形成利好。

6月份新增贷款6339亿元,高于5月份,也高于市场预期。如果按照上下半年放贷节奏维持在3:2来测算,全年新增贷款预计略小于7万亿,明显小于去年全年新增贷款规模。从贷款结构来看,新增短期贷款占比继续攀升,这与短融存量在整个企业债中占比攀升相一致。这可以从三个角度来解释:其一、由于实体经济受到拖累,企业扩大再生产动力不足,从而使中长期投资需求减弱;其二、在连续加息的作用下,企业债务负担沉重,更加倾向于使用短期成本较低的资本来满足中期资金需求;其三、市场预期当前正处于本轮加息周期的末期,未来加息幅度有限,此时企业进行长期融资并非明智之举。上述三个方面对债券市场均有利。

当然,在贷款利率高企的背景下,更多的企业可能转向债券融资以替代银行贷款,因此未来信用债供给压力依然存在。但在保障房贷建设债券等低评级供给规模增加的衬托下,高评级债券或更受欢迎。

券市场也停下了反弹的步伐。经济数据的密集披露,导致债券再度纠结于通胀与经济增长而裹足不前。分析人士表示,短期政策有望步入观察期,但是放松紧缩尚难出现;经济增速可能延续回落,但是“硬着陆”风险不大。基本面与政策面形势复杂,都无法为债市提供明确的方向指引。目前阶段,债市运行还需看资金面脸色。

实际上,6月下旬之后债市这波反弹行情的导演者正是“资金面”。6月23日起,随着货币市场利率冲高回落,债市收益率曲线出现了明显的陡峭化下行修正。不过,在隔夜和7天资金利率相继跌破4%之后,资金面已经没有太大的改善空间了。上海证券分析师许瑾表示,尽管近期

市场资金面紧张的局面有所缓解,但市场依旧脆弱,货币政策或者公开市场操作稍有动作就可能造成其再度趋紧,持续偏紧的资金环境和高企的资金成本基本封杀了收益率继续向下的空间。

许瑾表示,虽然加息落地后,投资者对债券市场的态度有所积极,但未来的一段时间(至少是三季度末),债券市场的一些负面因素难以消除,包括继续维持高位的CPI,为保障房担任融资重任的债券发行规模扩张等等。总体来看,债市的交易性机会,而缺乏整体的趋势性上涨。短期内若经济面和政策面保持平静,债市或将维持窄幅震荡整理格局。

央行今日发行510亿元央票

公开市场连续8周净投放终结

央行13日公告,将于周四发行460亿元3个月期央票和50亿元3年期央票。与上期相比,本周发行的3个月期央票增加160亿元,3年期央票减少100亿元,整体仍保持了相对前期较高的发行规模。分析人士表示,资金面的缓解为公开市场逐步放量奠定了基础,预计两期央票发行利率均将与前期持平。

周四央行发行的3个月期央票为2011年第五十一期央票,发行量460亿元,缴款日为2011年7月15日,以贴现方式发

行,向全部公开市场业务一级交易商进行价格招标。3年期央票为2011年第五十二期央票,发行量50亿元,缴款日为2011年7月15日,向全部公开市场业务一级交易商进行利率招标。

WIND统计数据 displays, 本周公开市场到期资金1250亿元,周二央行已回笼1100亿元,周四两期央票发行结束之后,本周央行将至少实现360亿元的资金净回笼。在此之前,央行已在公开市场上连续八周净投放资金。(王辉)

隔夜资金利率大幅上行

短期资金面难言乐观

在12日市场资金利率普遍显著走低后,13日中短期资金利率出现显著分化,其中隔夜质押式回购利率出现大幅上扬。机构交易员指出,当前市场资金面仍然难言十分乐观,谨慎心态依然在主导市场。

数据显示,13日银行间市场各期限质押式回购加权平均利率分别为:1天期3.4811%、7天期3.7858%、14天期4.6516%、21天期5.0760%、1月期5.2390%。其中21天期与14天期出现下降,而1天期资金利率则大涨了102个基点。

对于隔夜资金利率的大幅走高,上海一券商交易员表示,1天期资金成本的上涨可能受到深圳机场 000089)可转债申购的影响,其他并没有特别的原因。但整体而言,前期资金利率的大幅回落仍然显得过于乐观,本周二的990亿元28天回购操作仍然有些超出市场预期,因此机构对未来资金面心态依然较为谨慎。(王辉)

■ 交易员札记

短期资金趋紧

中长期利率品种受关注

□ 长江证券固定收益总部 斯竹

受到当日公布的经济数据超预期的带动,周三中期交投整体表现较为活跃,午盘后中长期品种买盘有所减弱,中票企业债抛盘加重。早盘招标发行的1年期国债最终中标利率3.48%,边际利率3.59%,获得1.33倍的认购,投机盘大量参与,一级市场大量成交在3.55%返手续费的水平。

二级现券成交来看,1年期国债高开约20bp,其余期限品种变化不大。3年地方债成交在3.83%水平,5年地方债成交在3.82%-3.84%、7年期11附息国债17成交在3.73%-3.77%、10年11附息国债15成交在3.79%附近;金融债方面,需求集中在4.5-7年品种。5年的11农发12成交在4.37%附近,上行约1bp,6.97年11农发11成交在4.51%-4.53%附近,较前一交易日上行约3bp。此外,3年Shibor债09农发11成交在0.25%附近,剩余期限不到1年的11进出08成交在3.88%-3.90%;央票成交相对冷清,需求集中在1年以内品种。

信用产品方面,整体抛盘较重,短

财政部20日续发第15期记账式附息国债

财政部13日公告,将于7月20日续发2011年记账式附息(十五期)国债。本期国债续发行部分的起息日,兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与2011年记账式附息(十五期)国债相同,从2011年6月16日开始计息,票面利率3.99%,按半年付息。

本期国债计划续发行面值总额300亿元,全部进行竞争性招标,甲类成员在竞争性招标结束后,有权追加当期国

债。时间安排上,本期国债于2011年7月20日进行续发行招投标,7月21日开始续发行,7月25日续发行结束,续发行部分从7月27日起与原发行部分合并上市交易。本期国债发行手续费率为承销面值的0.1%,采用多种价格(混合式)招标方式,标的为价格。本期国债通过全国银行间债券市场、证券交易所市场连续发行,其中试点商业银行柜台销售部分不再另行分配额度。(王辉)