

债市高潮迭起 机构渐生分歧

□本报记者 葛春晖

9月下旬以来,在利好因素的逐波推动下,债券市场“慢牛”变“疯牛”,各期限品种收益率全线下降。目前,标杆10年期国债收益率已逼近1年期定期存款利率这一理论铁底。考虑到信贷放松背景下经济基本面可能发生的变化,机构对于债市后期走势开始产生分歧。

“慢牛”变“疯牛”

自9月中旬开始,随着8月通胀、经济增速双降数据出炉,债市上对于四季度行情看多的观点逐渐增多,但基于通胀回落缓慢、政策短期难以转向的预期,市场普遍把可能产生的债市行情定义为逐步回暖的“慢牛行情”,认为债券收益率将以“双向波动、趋势向下”的方式运行。然而,在多个利多因素的逐波推动下,行情演变最终超出了大多数分析人士的预料,债券收益率整体单边快速下行,“慢牛”一下子变成了“疯牛”。

回顾前期行情,大概可以分两个阶段。第一阶段是9月底到10月



中旬,期间利多因素包括:其一,首轮保证金准备金缴款后,9月下旬资金面好于预期;其二,欧债危机恶化,出于通胀压力下降、经济压力上升的考虑,国内投资者对于政策放松的预期开始强化;其三,9月份CPI继续下行,通胀拐点确认。三项利好接力推动债市不同品种轮番上涨。9月下旬,利率产品收益率率先下行;国庆长假归来,高评级信用债开始上涨;10月中旬,交易所可转债启动。这一阶段,收益率曲线总体呈平坦化下移态势。

第二个阶段是10月下旬以来,经历了两轮上涨之后,各期限

有别于第一阶段的市场预期变动,10年期国债收益率是否还有下行动力?债市牛劲是否已透支之嫌?信贷放松是否会对债市基本面带来新的不确定性?对此,分析师们给出了不同的解读。

国泰君安认为,上周1年央票发行利率下行标志着持续两年的紧缩货币政策正式转向宽松,目前利率产品收益率曲线全面下降的空间已打开。另外,从信贷大幅放量到利率下行趋势发生逆转之间存在2-3个月的滞延,因此无风险利率下降的趋势仍将持续一段时间。乐观派

品种债券收益率均已积累了可观的降幅。目前,1年期央票二级市场收益率已低于发行利率约15BP;中长期利率方面,10年期国债标杆收益率上周一度探至3.55%,距离其理论底线水平1年期定期存款利率3.50%仅一步之遥;信用产品方面,高等级信用债的信用利差已经基本回到年初水平,只有高低评级信用债之间的利差因投资者对低评级债仍心存谨慎而维持在相对高位。

经济形势决定行情趋势

面对1年期定期存款的理论铁底,10年期国债收益率是否还有下行动力?债市牛劲是否已透支之嫌?信贷放松是否会对债市基本面带来新的不确定性?对此,分析师们给出了不同的解读。

国泰君安认为,上周1年央票发行利率下行标志着持续两年的紧缩货币政策正式转向宽松,目前利率产品收益率曲线全面下降的空间已打开。另外,从信贷大幅放量到利率下行趋势发生逆转之间存在2-3个月的滞延,因此无风险利率下降的趋势仍将持续一段时间。乐观派

的另一代表申银万国也表示,10月份中长期贷款增加较多可能是近期铁道信贷扩张所致,因此信贷反弹并不值得债券市场担心。

华泰联合等持谨慎观点的机构则认为,目前影响债市最关键的因素在于货币信贷即将企稳回升将使内需主导型经济增长重拾动力,正如今年以来基本面下行最终使资金“遏制”型行情得到释放,未来基本面回升也将使资金推动型行情“愈行愈窄”。有鉴于此,华泰联合认为债市大涨已基本到位甚至正趋透支,并建议配置型机构开始收缩战线。

此外,从估值的角度看,中金公司指出,目前收益率曲线的下降已经完成了债券牛市中“先平坦化再陡峭化”的一个轮回。虽然短端由于资金面继续宽松还有继续下行的空间,但中长期收益率已隐含了法定存款准备金率或定期存款利率至少下调一次的预期,在政策没有兑现或7天回购利率没有跌破3%之前,收益率的下降空间已不大。中金公司预计,市场在11月后半月出现技术性调整的可能性较大。

一年期央票发行量增逾四倍

本周或迎来资金净回笼

央行14日公告,15日(周四)央行将发行今年第八十八期中央银行票据。本期央票期限1年,发行量520亿元,发行数量较上周的100亿元猛增420亿元。Wind统计数据显示,本周公开市场到期资金560亿元,较上周的1090亿元大幅下降。在1年期央票发行规模上升至520亿元的背景下,本周公开市场有望迎来资金净回笼。

富滇银行分析师彭浩表示,近期债市持续强劲回暖,1年期央票市场的需求极

为旺盛,此次1年期央票的大幅放量,预计也是受市场需求推动所致。彭浩表示,本期1年期央票发行利率水平最终如何定位还有待观察,如果收益率水平继续下降,那么政策松动将会再度得到验证。

发行公告显示,本期1年期央票缴款日和起息日为11月16日,到期日为2012年11月16日。本期央票以贴现方式发行,向全部公开市场业务一级交易商进行价格招标。(王辉)

■ 债市策略汇

利率产品

国泰君安:收益率大降之后依然看好

上周1年央票发行利率下行1bp,标志着紧缩货币政策正式转向宽松,年底前下降存准率的机会将大大增加,也意味着明年降息的可能性大增。1年央票发行利率下行将打开短端利率的下降空间,而结合此前3年期央票发行利率下行,目前利率产品收益率曲线全面下降的空间已被打开。

另外,信贷多增导致利率下降的趋势仍将持续。

国海证券:10年国债收益率或降至3.3%

利率产品仍有下行空间,明年一季度初10年期国债或降至3.3%。首先,定期存款利率不是10年期国债收益率的强力支撑线。2008年一季度,在金融危机尚未全面爆发,加息预期仍然较强的背景下,10年期国债曾回落至4.0%,低于1年期定期存款利率4.14%;其次,2010年三季度

停止的担忧为时过早,一方面,信贷同比多增的趋势能否延续仍存疑问,另一方面,从08年的经验看,从信贷大幅放量到利率下行趋势发生逆转之间仍然存在2-3个月的滞延。在经济和通胀增速面临大幅下降、流动性趋于宽松、央票发行利率下降打开利率下降空间的情况下,无风险利率下降的趋势仍将持续。

信用产品

申银万国:中低等级信用债也有春天

本周信用债市场整体仍将继续走强,理由是:第一,宏观数据显示经济和物价仍处于下降通道,支持债券市场趋势行情。第二,10月中长期贷款增加达到3400亿元,但我们猜测可能是近期铁道信贷的扩张所致,若果真如此,那么信贷的反弹并不值得债券市场担心。第三,1年央票发行利率下

降或带动信用债收益率曲线陡峭化。第四,铁道信贷供给年内最后一期,对二级市场仍有推动。在后续资金面趋势性宽松和央票发行利率趋势性下行的背景下,估计1年AAA短融有望回到年初附近,大约在4.3%。高等级中票已经基本回到与利率的历史均衡位,后期低等级的空间将会更广一些。

华泰联合:经济将拾动力 债市不必过激

货币信贷即将企稳回升将使内需主导型经济增长重拾动力,债市大涨已基本到位甚至正趋透支,未来基本面回升将使资金推动型行情“愈行愈窄”。配置类需求在年内债市上涨已基本到位情况下可收缩战线。在“预调微调”对资金构成有利支持但对基本面带来可能隐患的背景下,目前配置类需求可供增持的估值优势品种主要包括各评级短融。交易盘

可转债

中金公司:近期缺乏大规模波段机会

如果民生转债想在年内发行,那么其上会时间应该为时不远。此外,上市公司弃非公开增发转向转债融资也表明,如果市场回暖,潜在的供给仍将陆续出现。在需求增量不足,而大规模供给虎视眈眈情况下,转债市场估值已经缺乏提升空间。相比而言,更关键的因素仍在于股市走势,情

国金证券:整体仍处于低价配置时期

供给压力是制约转债估值上升的关键因素之一,但动态地看,供需处于一个此消彼长的趋均衡过程中。理由是:2012年的融资环境优于今年,转债整体的供给规模将根据企业需求而变化,未来潜在的大额供给可能还是银行;一级市场恢复需在股市企稳之后,彼时转债投资价值也会得到认可;纯债回暖会逐渐增加转债的需求,同时逐步抬升其

广东首次自行发债18日成行

在上海市拔得地方自行发债头筹之后,广东省紧随其后,宣布将于本月18日起招标发行总额69亿元的政府债券。

根据广东省财政厅14日发布的通知,此次发行的69亿元广东省政府债券包括3年期和5年期两个固定品种,发行总额各为34.5亿元。时间安排方面,两期债券将于11月18日招标,11月21日开始发行并计息,11月23日结束发行。招标将采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率,全场

■ 交易员札记

现券收益率下行居多

□潍坊农信 刘大发

14日,银行间市场资金面较为宽松,现券收益率整体呈现继续下行的趋势。

进入11月,市场资金面逐步回归宽松,回购利率全线回落。14日,货币市场各期限回购利率仍以下行为主,市场对未来资金面的预期比较乐观。当日7天回购利率加权报3.3%,下行20BP左右。

受近期资金面宽松影响,再加上物价明显回落与经济增速放缓,债市收益率整体呈现继续下行的行情。

利率产品方面,剩余期限1.03年的05国债13号最优点击成交报价区间在2.56%附近,较上一交易日下行约1个BP左右;剩余期限2.55年的11国债13号成交报价3.07%~3.09%,较上一交易日下行约3个

BP左右;剩余期限4.57年的11国债14号成交报价3.28%~3.30%,较上一交易日下行约1个BP;剩余期限6.91年的11国债54号成交报价4.02%~4.03%,较上一交易日上行约6个BP左右;剩余期限9.77年的11国债19号成交报价3.57%~3.58%,最新成交在3.58%,较上一交易日下行约2BP。信用产品之中,剩余期限4.99年的11五矿MTN1号成交报价4.80%~4.83%,较上一交易日下行6BP左右。整体来看,除个别期限金融债之外,债市收益率整体仍呈现下行态势。

从周一盘面情况来看,国债收益率小幅下行,金融债收益率出现一定上行,信用债则继续下行。考虑到资金面的宽松状态,预计债市短端收益率继续下行的概率较大,而中长端下行的动力将逐步减弱。

我们认为,上周一年期央票发行利率下调,标志着央票利率与定期存款利率之间并未形成固定的领先或者同步关系,央票发行仍以市场供需作为主导。进入2007年以来,总共只有5次下调,其中4次出现在2007年,当时我国正处于加息周期,借鉴意义不强。可以说,此次调整在一定意义上是史无前例的。

观察一年期央票发行利率调整的历史,自其问世以来总共有过69次发行利率下调。幅度在2BP以内的则有15次,这其中绝大部分发生在2004年和2005年。彼时央票发行利率与定期存款利率之间并未形成固定的领先或者同步关系,央票发行仍以市场供需作为主导。进入2007年以来,总共只有5次下调,其中4次出现在2007年,当时我国正处于加息周期,借鉴意义不强。可以说,此次调整在一定意义上是史无前例的。

我们认为,上周一年期央票发行利率下调,标志着央票利率已回归以供需为主导的格局。月初以来,之前长期倒挂的央票二级市场

年内货币政策全面转向概率不大

□长江证券策略组

上周二,一年期央票发行利率下调1BP至3.5733%。债券市场对此反应积极,收益率全线回落,部分短期利率产品收益率的回落幅度达到了40BP以上。如今,市场普遍对年内货币政策全面转向持以乐观态度。不过,我们依然倾向于坚持谨慎的看法。

观察一年期央票发行利率调整的历史,自其问世以来总共有过69次发行利率下调。幅度在2BP以内的则有15次,这其中绝大部分发生在2004年和2005年。彼时央票发行利率与定期存款利率之间并未形成固定的领先或者同步关系,央票发行仍以市场供需作为主导。进入2007年以来,总共只有5次下调,其中4次出现在2007年,当时我国正处于加息周期,借鉴意义不强。可以说,此次调整在一定意义上是史无前例的。

我们认为,上周一年期央票发行利率下调,标志着央票利率已回归以供需为主导的格局。月初以来,之前长期倒挂的央票二级市

场利差完全抹平,并且开始出现一定的发行溢价。而在供给方面,考虑到未来公开市场到期资金较少,央行并不愿意在紧缩后期再盲目扩大1年期与3年期央票这样的长短期资金冻结工具的使用规模。此外,3年期央票已经停发,如果再停发1年期央票,市场将失去一个长期以来坚持的市场基准利率,这也是央行不愿意看到的。因此,在发行供不应求的情况下,发行利率最终出现小幅下调在情理之中。对于年内剩余七周而言,公开市场到期资金量仅1640亿元,预计央行将沿用此前的操作手法,1年期央票发行利率下调应该不止一次。

不过,即便后续1年央票发行利率继续下调,也并不意味着年内货币政策将全面放松。从数据上来看,当前经济并没有陷入衰退,而是更多地呈现出结构性调整的特征。通胀方面,尽管10月CPI重归6%之下,并有望在年内最后两个月连续回落,但是距离通胀中枢水平还有一段距离。如果货币政策转松,过去一年的紧缩调控成果就会化为泡影。

我们认为,上周一年期央票发行利率下调,标志着央票利率已回归以供需为主导的格局。月初以来,之前长期倒挂的央票二级市

场利差完全抹平,并且开始出现一定的发行溢价。而在供给方面,考虑到未来公开市场到期资金较少,央行并不愿意在紧缩后期再盲目扩大1年期与3年期央票这样的长短期资金冻结工具的使用规模。此外,3年期央票已经停发,如果再停发1年期央票,市场将失去一个长期以来坚持的市场基准利率,这也是央行不愿意看到的。因此,在发行供不应求的情况下,发行利率最终出现小幅下调在情理之中。对于年内剩余七周而言,公开市场到期资金量仅1640亿元,预计央行将沿用此前的操作手法,1年期央票发行利率下调应该不止一次。

不过,即便后续1年央票发行利率继续下调,也并不意味着年内货币政策将全面放松。从数据上来看,当前经济并没有陷入衰退,而是更多地呈现出结构性调整的特征。通胀方面,尽管10月CPI重归6%之下,并有望在年内最后两个月连续回落,但是距离通胀中枢水平还有一段距离。如果货币政策转松,过去一年的紧缩调控成果就会化为泡影。

我们认为,上周一年期央票发行利率下调,标志着央票利率已回归以供需为主导的格局。月初以来,之前长期倒挂的央票二级市

场利差完全抹平,并且开始出现一定的发行溢价。而在供给方面,考虑到未来公开市场到期资金较少,央行并不愿意在紧缩后期再盲目扩大1年期与3年期央票这样的长短期资金冻结工具的使用规模。此外,3年期央票已经停发,如果再停发1年期央票,市场将失去一个长期以来坚持的市场基准利率,这也是央行不愿意看到的。因此,在发行供不应求的情况下,发行利率最终出现小幅下调在情理之中。对于年内剩余七周而言,公开市场到期资金量仅1640亿元,预计央行将沿用此前的操作手法,1年期央票发行利率下调应该不止一次。

至北京时间周一19:30,美元指数报于77.31附近,欧元兑美元交投于1.3663附近,英镑兑美元交投于1.5944附近。

市场信心不足 欧系货币大跌

□天利恒丰 丁勇恒

受欧美股市上周五大幅走高影响,周一亚太市场主要股指纷纷高开,然而,风险偏好回升却未能掩盖汇市对后期走势的担忧和技术性调整的需要,主要风险货币在亚盘大部分时间都出现震荡回调,美元指数则自两个交易日低位上涨。

美国密歇根大学公布的数据表明,该国11月份消费者信心指数初值为64.2,此为今年6月份以来最高水平,经济学家此前的预期为62.0;10月份该指数为60.9。11月份现状指数初值为76.6,10月底为75.1。预期指数为56.2,10月底为51.8。美国商务部之前公布的数据

显示,由于出口再创纪录新高,且对欧元区的进口大幅下降,美国9月份贸易赤字环比下降4%,由8月份的449亿美元修正值收窄至431亿美元,为年内最低水平。在美国经济数据持续造好的情况下,欧债问题和欧洲各经济增长质疑被市场对比放大,欧系相关货币因此承受压力。

法国央行周一(11月14日)数据显示,8月法国经常账户修正为赤字24亿欧元,修正前赤字29亿欧元。9月商品贸易赤字从8月的46亿欧元走阔至64亿欧元,服务业盈余从前月的9亿欧元升至11亿欧元。法国8月直接投资为净流出,而9月为净流入47亿欧元。9月经常账户赤字走阔至40亿欧元,主要是商品贸易赤字大幅增

加。数据公布后不久,英法德相关股指上涨转跌,外汇市场上欧元兑美元大幅下跌,英镑兑美元大幅下跌,美元兑瑞士法郎则止跌回涨。

周一早些时候,日本公布的官方数据显示,日本1-9月实际国内生产总值(GDP)较前季增长1.5%,

为四个季度以来首次录得增长,符合之前市场预期。由于涨幅已经超

过震前水平,数据表明日本经济已经有所复苏,虽然这一数据对于日

元走势影响有限,但对市场风险承

受能力有较多暗示。

至北京时间周一19:30,美元指

数报于77.31附近,欧元兑美元交

投于1.3663附近,英镑兑美元交

投于1.5944附近。

国开行17日招标3年期浮息债

国家开发银行14日发布公告,将于本月17日招标发行该行今年第六十期金融债券。本期债券为3年期浮动利率债券,发行总量不超过150亿元。