# 10年国债收益率突破6月高点

# 调整难言结束 债市侧重防御

在经济疲软背景下,最近 一两周债券市场却持续调整, 10年期国债收益率已突破6月 高点。分析人士指出,近期债市 逆经济基本面而走弱,与市场 调整对基本面的预期、对流动 性预期偏谨慎以及新债供求阶 段失衡等因素密切相关。当前 主流观点对债市后期表现仍偏 谨慎, 但在基准利率大幅上行 后,已有部分机构建议逐步在 市场调整中建仓。

### □本报记者 王辉

### 调整背后存三大推手

对于近期债市持续调整背后 的原因,市场上众说纷纭,但基本 可以归纳为基本面、资金面和供 求关系等三个层面。

在基本面方面,一是市场对 前期过于悲观的经济增长预期有 所调整。国泰君安指出, 二季度 GDP7.5%的增速,环比一季度略 有上升,略好此前市场预期,加上 高层关于保下限的提法, 短期内 经济继续超预期下滑的概率大幅 下降。二是,市场对通胀上行的关 注升温。中金公司表示,一方面,6 月份CPI同比反弹至2.7%,高于市

受新债利率偏高带动

现券收益率全线上行

昨日上午农发行招标发行的两期

利率债方面,剩余0.96年的13国

金融债中标利率均远高于二级市场估

值,受此影响,银行间市场收益率整体

债14成交在3.51%,较前一交易日上

行4BP; 剩余6.51年的13国债03成交在

3.68%,上行6BP;剩余6.98年的13国债

15成交在3.67%,上行5BP。剩余0.87年

的13进出11成交在4.10%, 上行7BP;

剩余2.81年的13农发09成交在4.20%,

上行10BP; 剩余4.72年的13国开20成

交在4.30%,上行8BP;剩余9.99年的13

集中在高等级短融和中票上,短端收益

率较稳定,中长端上行明显。剩余141天

的12国电集CP004 AAA)成交在4.67%,

较估值下行3BP: 剩余期限2.83年的11

铁道MTN1 (AAA)成交在4.78%,较估值

上行4BP;剩余4.58年的13中石油MTN1

AAA)成交在4.80%,较估值上行7BP;

剩余4.84年的13铁道MTN1 AAA)成交

行迹象, 而央行进一步推进利率市场

化的政策可能导致中长端收益率波动

加剧, 过于平坦的收益率曲线面临进

一步修正,预计中长端加速调整后或

在高位盘整。但从未来3到6个月的角

度看,收益率曲线将继续变陡,建议维

交易所信用债

持续普跌

酵, 机构加速去杠杆与止损导致交易

所信用债成交价格普跌, 收益率整体

行幅度多达到10BP以上。城投类品种

方面,AA级09鹤城投到期收益率大涨

25.61BP, AA - 级 11 双 鸭 山 上 涨

13.95BP。产业类品种方面,AA级11蒙

奈伦收益率上涨11.38BP,评级展望被

活跃的AAA级11大秦01收益率上涨

16.02BP, AA级11庞大02涨18.45BP, AA-

级09名流债涨25.22BP, A+级09银基债涨

债压力重重: 首先,资金成本持续高

企,加剧去杠杆压力。其次,负面评级

行动多发,引发市场对信用风险的担

忧。再者,前期积压的供给压力释放,导

致供需失衡。此外,中证登颁布回购新

规,抑制基金对低评级债需求。最后,基

准债券利率大幅上行,对信用债同样不

利。目前看,信用债面临基准利率和信

用利差同时扩大的冲击,建议降杠杆、

降久期、提评级,规避风险。(张勤峰)

公司债普跌,收益率上行显著。比较

市场人士指出,短期交易所信用

下调的12春和债涨12.95BP。

大幅上行。

23.97BP<sub>o</sub>

周一,债券市场悲观预期继续发

企业债市场,活跃券种收益率上

持短久期、相对防守的策略。

近日债券收益率开始出现加速上

4.86%,较估值上行5BP。

昨日信用债交投较清淡,成交主要

农发13成交在4.33%,上行1BP。

■ 交易员札记

□潍坊农信 代长城

上行。

场预期;另一方面,极端天气使得 7月以来蔬菜价格快速反弹,带动 食品价格由跌转升。在此背景下, 近期市场通胀预期有所回升。

3. 90

3.00

3 70

3.60

3,50

3,00

同时,市场对未来流动性形势 始终偏谨慎。对央行货币政策偏 紧、监管层推动金融体系去杠杆的 预期,给市场资金面及投资情绪持 续带来不利影响。海通证券分析师 表示,由于金融机构更加重视流动 性管理,对备付率的要求提升,下 半年7天期回购利率预计将运行在 3.5%-4%区间,市场资金成本中枢

在债券供需方面,三季度是债 券传统的供给高峰,而机构投资计 划过半,未来配置的节奏可能放 缓,弱市环境下交易户参与的热情

也明显下降,使得供需关系可能阶 段性失衡。可以看到,一级带动二 级市场收益率上行是近期债市调 整中的一个主要特征。

除此以外,近期负面评级行 动高发,对相应债券形成不小的 压力,使得信用债同时面临基准 利率上行与信用利差扩大的双 重压力,交易所信用债调整尤为 明显。

### 谨慎观点占据主导

对于债券市场后期表现,多 数机构仍偏谨慎, 认为市场真正 企稳可能还需一段时间。不过,也 有部分机构认为宏观经济增速回 落趋势难以扭转,下半年货币环 境仍有一定放松可能,在当前市

10:00 0.00 11. DC 4.00 5. X

场调整格局中可以适度选择进取 策略。

申银万国表示,本周债券市 场走势可能依然难以乐观,需要 继续关注一级市场偏弱引发的二 级市场调整的压力。尽管市场收 益率较前期有一定的回升,投资 价值也持续好转, 但不建议立刻 入市,可以继续等待更好的买点。 国泰君安也认为, 近期债市中长 端出现了加速调整迹象,短期或 许会在高位盘整。但从3到6个月 的角度来看,中长期利率债的价 差甚至可能为负、曲线可能继续 变陡, 因此该机构建议仍然采取

中金公司、海通证券等机构 则相对乐观。中金公司认为,虽然

当前市场通胀预期有所上升,但 预计难以持续。而三季度商业银 行超储率的大概率上升, 以及四 季度货币政策可能出现主动放 松,都有望推动货币市场利率和 利率债收益率逐步回落。

海通证券进一步指出,下一 次投资机会可能需要等待9月后 经济再次下滑,但目前利率产品 风险已大幅释放,且已经过了货 币利率中枢提升的考验, 待银行 配置户进场后应有企稳希望。整 体而言,收益率调整得越到位,配 置的机会也就越大。具体策略方 面,海通证券认为,在经济回落的 大背景下,流动性风险属于短期 冲击,信用风险属于长期冲击,建 议提高组合信用等级展开配置。

# 首只减记型二级资本债25日问世

天津滨海农村商业银行22日 公告, 定于7月25日发行2013年二 级资本债券。这将是资本监管新规 正式实施后,首只发行的含有减计 条款的银行二级资本债券。

公告显示,本期债券为10年期 固息债券,在第5年末附有条件的 发行人赎回权,发行规模不超过人 民币15亿元,票面利率将根据市场 招标结果确定;发行日为7月25日, 缴款日、起息日为7月26日。经联合 资信评定,发行人的主体信用评级 为AA-级,债项信用评级为A+级。

银监会在去年6月发布的 商 业银行资本管理办法 试行)》中, 对银行资本提出了更高的监管要 求,重要内容之一便是从今年起发 行的次级债券必须含有减记或转 股条款,否则将被视为不合格资本 工具,无法计入监管资本,从而不 能起到提高资本充足率的作用。

减记条款是指,当触发事件发 生时,发行人有权在无需获得债券 持有人同意的情况下自触发事件 发生日次日起不可撤销的对本期 债券以及已发行的其他一级资本 工具的本金进行全额减记,任何尚 未支付的累积应付利息亦将不再 支付。触发事件指以下两者中的较 早者:其一,银监会认定若不进行 减记发行人将无法生存; 其二,相 关部门认定若不进行公共部门注 资或提供同等效力的支持发行人 将无法生存。

市场人士表示,减记型二级资 本工具相对于转股型而言推广难 度不高,得到了较多银行机构的认 可,因而成为率先推出的品种。截 至目前,工、农、中、建四大行均已 披露了各自的新型资本工具融资 计划,合计规模为不超过2900亿 元。(葛春晖)

# 资金价格整体上涨

周一,货币市场资金利率整体 继续上行。市场人士表示,短期在财 政缴款、国企分红、外汇占款负增长 等因素影响下,资金利率易上难下, 公开市场一级交易商需求不足,预 计央行公开市场将延续零操作。

周一银行间质押式回购市场 上,从隔夜到1个月各期限回购利 率均呈现上升态势。隔夜加权利 率收在3.12%,比上周五上涨 7BP; 7天回购利率上涨17BP至 3.94%。中等期限的14天和21天跨 月资金依旧十分抢手,加权利率 分别上涨约4BP、17BP至4.11%和 4.53%。长期限的1个月回购利率 亦跟随走高,加权水平涨回5%。

上缴、四大行分红、外汇占款负增长 是近期资金面出现收紧的主要原 因。在经历6月份资金紧张之后,商 业银行心态极为谨慎,资金融出意 愿下降,主动收缩杠杆,提高备付水 平以应对未来可能的流动性冲击。 因此,在商业银行谨慎心态恢复之 前,即使总体备付水平充足,资金面 也将延续紧平衡状态。报告同时指 出,在当前的货币条件下,公开市场 一级交易商需求仍显不足,预计公 开市场将延续零操作。

中信证券报告指出, 财政存款

央行周一未发布新一期央票 发行公告。而据Wind数据,本周公 开市场无到期资金。(张勤峰)

## 资金紧张预期升温

# 农发行新债1年期利率追平5年期

中国农业发展银行22日招标 发行了两期金融债,分别为1年和5 年期固息品种。两期金融债中标利 率均远高于二级市场水平,1年期 中标利率甚至追平了5年期品种。

据交易员透露,农发行这两期 债券中标利率均为4.30%,而上周 五同期限非国开政策债中债收益 率分别为4.05%和4.17%。两期债券 认购倍数分别为1.54倍和1.66倍。

进入7月份以来,一级市场利 率债发行频频遇冷,因此本次农发 行新债招标利率走高并不十分出 人预料。但值得注意的是,本次招 标的1年期与5年期品种中标利率

到的压力非同小可。对此,交易员 表示,近日资金面再次出现趋紧迹 象,而上周末出台的利率市场化新 政策,以及昨日上午发布的6月份 外汇占款数据,均再次加深了市场 对于未来流动性的悲观预期,1年 期农发债招标因而备受冲击。

对于近期一级市场的疲弱表 现,有分析人士指出可能缘于三方 面原因:其一,阶段性的供过于求 其二,资金面趋紧导致配置成本上 升,投资盘要求更高回报;其三,投 资盘在弱市中有放缓配置、拉高利 率的冲动。不过,利率产品经历了 近期的显著调整后,其配置性价值 持平,显示出当前收益率短端所受 也有了进一步的提升。(葛春晖)

# 交行25日招标100亿小微金融债

交通银行22日公告称, 定于7 月25日招标发行2013年第一期金 融债券,本期债券的募集资金将专

为5年期固息品种,票面利率由发行 人根据市场招标结果确定。时间安 排方面,招标日为7月25日,发行期 限为7月26日至29日,共2个工作日, 起息日、缴款日为7月29日。经大公 国际综合评定,发行人的主体评级

项用于发放小型微型企业贷款。 本期金融债发行总额100亿元,

为AAA级,债券评级为AAA级。 据Wind统计,包括本期金融

债在内,今年以来已有16家商业银 行发行了26期商业银行债券,发行 金额累计达到845亿元。其中,除个 别主体称将兼顾中小企业信贷服 务外,其他银行均表示,所募集的 资金将全部用于发放小型微型企 业贷款。(葛春晖)

# 200亿元铁路建设债今日招标

全年发行规模维持1500亿元

中国铁路总公司22日发布公 告称,将于7月23日下午招标发行 200亿元的2013年第一期中国铁路 建设债券。本期债券的招标利率区 间为4.15%-5.15%。

本期铁道债期限10年,发行规 模200亿元,将通过中国人民银行 发行系统招标发行。本期债券采用 固定利率方式,按年付息,票面年 利率为Shibor基准利率加上基本 利差,Shibor基准利率取4.40%,基 本利差区间为-0.25%-0.75%,即

终基本利差将根据招标结果确定。 招标日期为7月23日。 本期债券由铁路建设基金提

招标利率区间为4.15%-5.15%,最

供不可撤销的连带责任保证担保。 经中诚信国际综合评定,发行人的 主体信用等级为AAA,本期债券信 用等级为AAA。 据了解,国家发改委之前已

核准,今年中国铁路建设债券发 行规模为1500亿元,与去年相 同。(张勤峰)

# 两券商25日招标短融券

招商证券、中信建投证券22 日分别公告,定于7月25日各自 发行一期短期融资券,合计发行 规模49亿元。

招商证券将发行的是2013年第 六期短期融资券,发行金额33亿元; 中信建投证券将发行的是2013年第 七期短期融资券,发行金额16亿元。 两期短融券期限均为90天,固定利 率,发行利率通过招标系统招标决 定。时间安排上,两期短融招标日均 为7月25日,起息日、缴款日均为7月 26日,上市流通日7月29日。经相关评 级机构评定,两期短融券的主体信用 等级均为AAA级,债项信用级别均为 A-1级。两期短融券均无担保。

据Wind统计,今年以来已完 成发行的证券公司短融券累计达 59只、1449亿元。由于证券公司短 融券期限通常较短,截至7月25日, 市场上的证券公司短融券存量还 剩26只、648亿元。(葛春晖)

# 收益率曲线增陡

银行间10年期国债收益率突破6月高点

### □中国邮政储蓄银行 严敏

7月份以来,债券收益率不 断上行, 曲线熊市增陡趋势明 显。长期看,受经济增长利好影 响弱化、流动性偏紧、供需结构 失衡等因素叠加影响,收益率曲 线仍然面临向上调整的压力。

# 四因素打压短期债市

针对近期债市的大幅调整, 分析来看,可从经济基本面、市 场资金面、机构交易行为以及评 级调降四方面因素来解释。

一是宏观数据对债市影响 偏负面。二季度GDP同比增速虽 比一季度有所回落,但符合市场 预期,并没有像一些机构预测的 那么悲观,特别是李克强总理对 于经济增长下限的讲话,使得市 场对经济增长过分悲观的预期

二是资金面由宽转紧预期 隐现。虽然近期银行间市场流 动性有所缓解,但受7月下旬存 在财政存款上缴、定向逆回购 到期、银行分红等不利因素扰

动, 市场对于未来资金面的预 期依旧谨慎,资金价格仍维持 在较高的水平。

三是交易型机构的卖盘推 动。除了一级市场的传导外, 交易型机构的获利回吐和被 动减持,如6月中下旬部分补 仓机构和浮亏机构趁势止盈 和解套卖出,也给二级市场带 来一定压力。由于利率品种的 流动性较好,在目前整体市场 环境偏弱,资金面波动较为频 繁的情况下,可能成为部分机 构在面临流动性缺口时最便 利的减持品种。

四是信用评级下调推升信 用债收益率。在经济走弱的时 候,信用利差理应扩大,但由于 我国信用债市场始终存在隐性 的投资者保护和刚性兑付,信用 利差并未反映出经济的走强和 走弱。但今年以来,信用债市场 风险事件发生频率加大,催生近 期评级机构下调债券信用等级 频发,引致调降信用债收益率明 显上升,并带动同评级的信用债 收益率上升。

# 存在长期调整压力

配置交易慎行

长期来看, 受经济增长对 债市利好影响弱化、利率中枢 上移、供需结构失衡等因素叠 加影响,整个债市仍然面临 向上调整的压力。未来债市 若有机会,则要更多寄托政 策面的放松。

一是市场对经济增长的容 忍度提高。影响债券中长端收益 率走势的主要因素就是经济增 长,一季度债券收益率的大幅回 落多归功于市场对经济基本面 的悲观预期。但随着近期高层的 频繁表态,显示出决策层对经济 增速长期放缓已有充分准备。预 示未来一个时期,6%-7%左右 的GDP增速可能将成为常态。在 这种背景下,预计市场对经济下 行的容忍度会增强,即处在合理 区间的经济回落对债市的利好 影响会下降。

二是流动性将长期维持偏 紧格局。随着外围经济体复苏, 特别是美国经济持续向好,美联 储退出QE预期强化,此前套利

### 总量,用好增量,盘活存量"政策 指引下,预计央行再度放水的可 能性比较小。受内外两方面不利 因素制约,估计资金面在长期内 难以乐观,资金市场利率中枢的 抬升势必会推进债市收益率中 枢上移。

套汇的空间收窄,外汇占款回落

趋势明显。而在"合理保持货币

三是供给提速而需求不 足。从利率产品的历史供给情 况来看,三季度一般都是发债 的高峰期,而今年的情况尤为 突出。包括国债、政策性金融 债、地方政府债在内的利率债 净发行不下七千亿,单季度供 应占比估计接近全年的三分之 一;此外还有铁道债等准利率 品的配置分流; 另外,5、6月份 不少发债企业都推迟了发行计 划,这部分供给的释放必将加 大未来一段时间的信用债供 给。从需求端看,一级市场拿债 主要靠大型商业银行, 在银行 间市场流动性整体偏紧背景 下,预计下半年的银行配债力

申银万国:

今年针对的负面评级调整 案例明显多于往年同期。行业 不景气是评级下调的主因,二 伏、LED 有关。

显著改善的可能性较低,这些相 关行业的景气度可能在较长的 时间里处于低位,意味着这些行 业内的低评级券种评级遭到进 一步下调的可能性依然存在。对 于谨慎的投资者, 最好回避造 船、造纸、海运、钢铁、机械、光伏

从实际市场的表现来看,主 体评级调整而债项评级不变对 债券价格的影响较小。债项评级 被调至AA-的交易所品种,尤其 是公司债,价格往往调整幅度较 深。即使是相同品种,由于交易 所的价格变化往往比银行间估 值的变化幅度大得多,所以持有 相应交易所品种的机构所受的

# 可转债

由于当前转债市场的4只 大盘转债中有3只均为银行转

债,银行正股价格将大概率下 行,银行转债的机会亦不大; 唯有近期成品油提价事件对 中石化基本面有一定的正面 影响,由于石化转债离债底已 不远,下跌空间有限。另外,机 构投资者一旦达成对银行转 债采取 恒避"的一致预期,更 多的资金将流入唯一的非银 大盘转债,因此我们认为石化 转债在石化2期上市前将有一 波上行。

度普遍低于上半年。

中期来看, 虽然PPI已经连 续16个月负增长,但随着三季度 国内经济触底反弹,将有部分行 业出现价格拐点,因此可以密切 关注由行业提价带来的中小盘 转债的投资机会

# 弱势难改 整体低配

债市场缺乏趋势性上涨因素, 建议整体低配,不博短期反 跌风险。(葛春晖 整理)

# ■ 债市策略汇

# 利率产品

### 方正证券: 债市防御为上

支撑上半年资金面宽松的 条件已然不存在。外汇占款将受 到QE退出预期、外管局监管及 人民币升值预期下行的多因素 影响,在下半年将无法保持大幅 流入的态势。若央行仅想保持充 足超储水平,在下半年的公开市 场进行大幅投放的可能性也不 大,下半年流行性相比上半年将 明显收紧。

短期内, 利率债短端品种 收益率仍具高位,倒挂形态仍 存在, 收益率仍有下降的可 能,但回购利率保持在较高位 置也抑制了短端收益率的下 行空间。

从长期配置的角度来看,由 于下半年流动性偏紧,但基于经 济弱势复苏的支撑,中长端上行 空间有限,下半年配置债券以票 息收入为主,基于估值优势,建 议配置3-5年期国开债。

## 瑞银证券: 10年期国债配置价值改善

近期央行维持货币政策稳 定的意图已实现向市场的良好 传递,短期资金面好转,但跨月 资金成本仍在上行,反映市场对 于资金面的预期仍然谨慎。近期 10年期国债收益率上升的推动 力同时来自一级和二级市场两

### 个方面。我们认为10年期国债的 配置价值已进一步改善。

短期来看,由于资金面的预 期尚不稳定,债券市场可能会维 持弱势格局,10年期国债的收益 率可能仍面临调整的风险。从交 易的角度考虑,投资者可能还需 耐心等待从10年期国债投资中 获得资本利得收益的机会。

## 信用产品

### 中投证券: 新政利好高评级信用债

在目前贷款依然为稀缺资 源的背景下, 放开贷款利率下 限不能够有效降低企业的融资 成本,故而也不能将其定义为 货币政策放松。我们更倾向于 这是利率市场化的一个步骤。 存款利率的市场化将是关键, 贷款利率市场化的放开是中 点,不是终点。

中长期来看,随着经济增 速的下行贷款需求将出现下 滑,则信贷的需求方定价权有 望加强,如何甄别企业的信用 风险则更加考验商业银行的定 价能力,信用风险定价的专业 性进一步上升。 对于高评级信用债而言,

贷款利率下限往往是其估值 水平的基准,在银行争夺优质 客户的过程中,大客户的融资 议价能力上升,也同样将影响 到中高级信用债收益率的下

# 负面评级扎堆凸显信用风险

季度以来涉及负面主体评级行 动的公司较多的分布在钢铁、 机械、化工、纸制品等行业,半 导体产品行业的公司多与光 由于中国经济短期内出现

损失可能更大。

### 宏源证券: 整体机会缺失

# 中信证券:

# 正股弱势、估值承压,转

弹,仓位较高投资者应借反弹 减仓。个券方面侧重防御,中 行、民生转债具有低吸价值, 需做好中长期持有准备,国电 转债也可以底仓持有。就银行 转债而言, 由于贷款额度控 制、下浮利率贷款占比低,夹 行放开贷款利率管制对于银 行业绩的影响很小, 但意味 着利率市场化改革进入深水 区。存款端的改革将成为市 场关注的重点,银行股的估 值将承压,银行转债仍有下