

债市盛宴未散 乐观中留份清醒

□本报记者 葛春晖

9月初以来，债市行情可谓牛气冲天，收益率下行速度之快、幅度之大令不少市场参与者大跌眼镜。而随着中端利率产品收益率纷纷回到去年“钱荒”之前水平，市场上对于短期内的利率债行情不免产生了些许担忧。分析人士指出，在经济展现“新常态”的背景下，未来利率长期下行的趋势仍较为明确，债券市场牛市格局有望长期持续，不过，经历了最近一波快速下行后，短期内利率市场或进入窄幅震荡，以等待新的宽松货币政策出台。

货币宽松指方向 下行步伐“刹不住”

近段时间，9月初开启的新一轮债券牛市大有“刹不住车”的势头。11月11日，做多氛围继续笼罩债券市场，银行间现券收益率再现普降格局。截至当日收盘，利率标杆品种——10年期国债收益率再降1.51BP，其他期限国债和金融债收益率全面下行。

今年以来，利率债市场先后经历了两波收益率曲线整体下移的牛市行情，第一波是今年5—6月，第二波是9月初至今。其中，9月初以来这波收益率下行堪称近两年来速度最快、幅度最大、持续性最强的一次。中金网提供的数据显示，截至11月11日，银行间市场1年、3年、5年、7年、10年期固息国债收益率分别跌至3.1555%、3.2270%、3.3217%、3.4326%、3.4981%，较8月末分别下行65BP、73BP、



65BP、72BP、74BP；较去年末分别下行106BP、119BP、114BP、115BP、105BP。从中不难发现，国债收益率在9月初以来的短短两个月内累计下降65—75BP，占到今年全年降幅的60%左右。

央行货币政策从去年的“稳中偏紧”转向今年来的持续“稳中偏松”，被认为是推动今年以来利率债市场持续走牛的直接推手。中金公司指出，今年两次收益率的大幅下行都与央行的流动性投放有关，5—6月份的推动因素是央行的两次定向降准，而9月初以来则得益于央行连续两次向国有银行和股份制银行大规模注入流动性。

央行在三季度货币政策执行报告中透露，9、10月份曾通过MLF分别为银行体系提供5000亿和2695亿的资金，期限为3

个月，利率为3.5%。此举一方面向商业银行提供了堪比两次降准的流动性规模，另一方面，3.5%的MLF利率远低于同期限的同业拆借利率水平，彰显了央行引导中长期利率下行的态度。此外，央行9月、10月连续两次下调公开市场正回购操作利率，更是向全市场明示了利率方向。在此背景下，利率债的全面牛市行情顺势爆发。

收益率回到“钱荒”前 短期面临休整

目前来看，除了以1年期为代表的短端品种外，银行间市场上中长端利率产品收益率均已回到2013年6月“钱荒”前的水平，中长期政策性金融债更是纷纷接近2012年低位。市场上对于下一阶段的行情不免产生了一些担忧，毕竟今年以来的

利率下行主要依托于各种定向宽松工具的刺激，全面降息降准等力度更强的传统宽松货币政策尚未见到。有市场观点认为，当前的中长端利率已经至少包含了1—2次降息预期，对未来宽松货币政策有透支之嫌，而且在利率市场化环境下，机构资金成本易上难下，也将制约利率债收益率下行空间，因此，若短期内无新的政策利好兑现，利率债牛市行情或将遇阻。

不过，综合更多主流机构观点来看，利率中长期趋势性下行仍是市场共识。海通证券就表示，三季度货币政策报告显示各类创新工具对降低利率效果不明显，未来宽货币的道路还很漫长，从而支撑利率债牛市延续。申银万国证券指出，利率水平是由基本面而非资金成本决定的，一方面，当前债券利率水平仍远未反映出基本面的弱势，另一方面，未来随着地方债务软约束问题逐步改善，受政策利率影响显著的资金成本将受到基本面的倒逼而出现趋势性下移。

在策略方面，申银万国认为，只要经济不真正企稳，利率就难以言见底，因此，债券阶段性价值丧失并无疑问其未来的价值，而过于纠结短期价值，短期波动意味着踏空的风险，坚持仓位，守住长端，享受收益率的趋势下行，仍是当前的最优策略。中金公司的观点则多了一份谨慎。该机构表示，在收益率已经较低且曲线仍较平坦的情况下，未来若政策进一步放松，收益率曲线可能会出现牛陡趋势，因此投资者如果加仓可选择5年以内的中短期债券，未来此类品种仍有进一步下行的可能，回撤的风险也相对低一些。

十年国债利率离阶段底部已不远

□南京银行 郭伟

10月份以来，在央行政策利好下，债市收益率再度迅速下探。截止到11月10日，10年国债和10年国开债收益率分别降至3.5%和4.0%，与10月初相比，降幅高达50BP和72BP。在债市疯狂上涨的同时，我们不禁要问此轮利率下行的底在哪里？10年国债收益率还有多少下行空间？我们从多个角度的分析表明，在没有全面放松的情况下，10年国债收益率距阶段底部已不远。

三季度，当时货币环境极为宽松，10年国债最低收益率高于16家上市银行平均负债成本89BP。当前10年国债收益率已降至3.5%左右，而今年三季度上市银行的平均负债成本为2.46%，两者只有约104BP利差，明显低于历史均值；此外，与城商行负债成本相比，当前10年国债收益率仅高出19BP，非常接近历史最低的12BP。由此来看，除非上市银行负债成本进一步降低，不然10年国债距离底部（测算值在3.4%左右）已经不远。

其次，考虑基本面是否与国债收益率匹配。10年国债收益率受基本面影响较大，我们选择GDP和CPI两个指标简化对基本面的描述。2011年以来，10年国债收益率大部分时间都在当期GDP-CPI的下方，平均差额为0.94%。今年三季度GDP在73%，CPI在21%，如果按均值水平，对应的10年国债收益率大约在4.2%附近。而市场环境较为相似的2012年，当年10年国债均值为3.46%，最低达到3.24%的低点，中位数在3.50%，目前基本接近当年中位数水平，但货币政策放松力度远不及当时。

再者，考虑资金面是否与国债收益率

匹配。货币市场利率的高低与债券市场走势极为相关。2006年以来，1至10年关键期限的国债收益率与银行间7天质押式回购利率之间的利差分别为-30BP、9BP、36BP、57BP和76BP。从当前利差水平来看，只有短端仍明显高于历史均值，中长端已经低于均值。如果R007按3.00%估算，对应的10年国债收益率应在3.76%。乐观估计，未来R007有望回到2.8%，则10年国债回到3.56%的位置是比较符合均值规律的。因此，当前长期国债收益率已经提前透支了短端市场利率继续下行的利好。

此外，纵向比较国债的历史估值水平。观察国债收益率的时间序列数据，我们发现当前关键期限的国债中，中短端收益率仍明显高于均值，长端则已低于均值10BP，曲线平坦化较为严重。考虑市场环境较为相似的2012年，当年10年国债均值为3.46%，最低达到3.24%的低点，中位数在3.50%，目前基本接近当年中位数水平，但货币政策放松力度远不及当时。

最后，复杂海外形势也不容忽视。首

先是美国方面，货币政策处于趋紧周期，明年可能面临升息，从而带动美国国债收益率走高。考虑到中美国债收益率大趋势上的联动性，将给中国国债收益率带来一定上行压力。其次，欧洲和日本货币政策处于宽松周期，欧洲宽松可能将进一步加码。如果这部分廉价的资金流入国内，也会或多或少流入债市，从而对债市构成支撑。实际上，从9月份开始，已经有不少境外机构对国债和金融债进行了明显加仓，境外机构资金成本很低，他们的参与将拉低利率债的收益率。海外市场的影响一空一多，给债市带来较大的不确定性，不过短期来看，利多的因素占上风，明年下半年随着美国升息，利空因素可能将逐步显现。

整体来看，虽然从不同角度探索的10年国债收益率结果不同，但一个共同的结论是目前收益率水平已经接近底部，甚至提前透支了部分降息降准的利好，在没有全面放松的情况下，收益率继续下行的空间较为有限，继续追低的风险较大。

投债将成为市场上的稀缺品种，整体风险不高，预计需求会较好，建议积极配置。

第一创业证券： 牛市可以延续至年底

虽然近期收益率再度经历了大幅下行，但我们认为牛市可以延续至年底。一方面，预计本周将公布的工业、消费和投资数据都将继续下行，而信贷数据即使较为乐观也只是央行多次大规模投放流动性的反应，不太可能出现超预期的情况；而财政政策在稳增长方面依然显得力不从心。另一方面，三季度货币政策执行报告所展现的贷款加权利率上升依然给货币政策宽松施加了非常大的压力，通胀的持续低位则为货币政策宽松提供

逆向策略好于动量策略，政策市推动，交易盘需及时离场。目前市场交易的核心即为央行的再度政策放松（降准、降息、下调正回购利率等），甚至基本面的边际改善信号都已被选择性忽视，随着市场对货币政策宽松预期趋于一致，且反映在价格中后，后市需要新的驱动力才能有进一步上涨空间。短期而言，投资者应该采取逆向投资策略，高抛低吸”的收益或将高于“追涨杀跌”。（张勤峰 整理）

了空间。央行在年内仍将通过创新工具投放流动性，并下调公开市场利率，从而为收益率的再度下行创造条件。

国泰君安证券： 交易盘需及时离场

虽然近期收益率再度经历了大幅下行，但我们认为牛市可以延续至年底。一方面，预计本周将公布的工业、消费和投资数据都将继续下行，而信贷数据即使较为乐观也只是央行多次大规模投放流动性的反应，不太可能出现超预期的情况；而财政政策在稳增长方面依然显得力不从心。另一方面，三季度货币政策执行报告所展现的贷款加权利率上升依然给货币政策宽松施加了非常大的压力，通胀的持续低位则为货币政策宽松提供

市场人士指出，债券牛市基础没有动摇，且不断被货币政策的实际操作确认。利率在快速下行后难免出现反复，向上的风险并不大。不过，近期部分低等级债券收益率亦出现显著的下行，与其信用基本面的变化背离，不宜再盲目追涨，而高等级债及城投债的牛市行情相对确定。

人民币中间价即期价双双回调

□本报记者 王辉

在10日中间价出现大幅跳涨之后，11日人民币对美元汇率中间价、即期价均小幅走软。

11日人民币对美元汇率中间价设为6.1413元，较前一交易日回调36个基点。即期汇价方面，昨日银行间外汇市场上人民币对美元即期汇率早盘低开5个基点报6.1201，全天呈现震荡下行的走势。截至收盘，该即期汇价报6.1252，较

周一跌56个基点或0.09%。以收盘价计算，昨日人民币即期汇价创下10月16日以来的近三周新低，但仍运行在10月中旬以来6.11至6.13的窄幅区间内。

市场人士表示，近期中国经济基本面、跨境资本流动性等方面无明显变化，而美元趋强的预期则愈发深入人心。在此背景下，人民币汇率持续窄幅震荡符合各方预期。整体来看，相对于其他非美货币，预计人民币汇率仍会延续偏强表现。

同业存单发行量回升

□本报记者 张勤峰

经过短暂的沉寂，11日同业存单发行市场重新热闹起来。

中国货币网信息显示，浦发等五家银行将于12日共发行8只同业存单，发行额合计59亿元，较11日增加49亿元。

相关信息显示，浦发、浙商、西安银行和吉林九台农商行将于12日各发行1只同业存单，期限分别为3个月、6个月、3个月、6个月，计划发行量分别为5亿

元、10亿元、5亿元、7亿元；兴业银行将发行4只同业存单，期限1到3个月不等，共计划发行32亿元。

据Wind数据统计，今年以来银行间市场已发行同业存单679只，发行总额达到6511.4亿元；截至11日，同业存单总量为546只，面值总额4943.7亿元。另据统计，今年以来已有近80家商业银行、政策性银行披露同业存单发行计划，计划发行总额约为1.4万亿元。

三券商将发行短融

□本报记者 王辉

据中国货币网信息显示，东吴证券、中信建投证券、华泰证券将于本月14日或17日各招标发行一只短融，期限分别为91天、90天和85天，计划发行量分别为10亿元、19亿元和30亿元。

此次将发行的三只短融采用固定利率，单利按年计息，不计复利，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，东吴证券、中信建投证券此次发行的招标日为11月14日，缴款日、起息日、债权登记日为11月19日。

上述三只短融均无担保。东吴证券的主体评级为AA+，中信建投证券主体评级为AAA级，华泰证券主体评级为AAA级，相关短融债项信用级别均为A-1。

据统计，截至11月11日，今年以来合计已发行证券公司短期融资券208只，发行总额为3417.5亿元。

中诚信调升国电大渡河评级

□本报记者 张勤峰

中诚信日前发布公告称，调升国电大渡河流域水电开发有限公司主体信用等级和“10大渡河MTN1”债项信用等级。

中诚信指出，国电大渡河所在的的大渡河流域是全国十三大水电基地之一，目前公司已取得该流域13个梯级电站的水电资源开发权。近年来公司通过滚动开发实现了装机规模的稳步增长，预计到2015年末公司投产可控装机容量有望达到963.74万千瓦。此外，公司项目储备资源丰富，未来发展前景广阔。作为国内大流域大型水电开发企业，公司获

得了国家各项政策及税收优惠。公司盈利能力强，现金获取能力强劲。公司的实际控制人国电集团和控股股东国电电力综合实力雄厚。未来国电电力将通过发行债券、红利转增股份等方式保障公司发展。此外，公司融资渠道畅通，良好的银企关系为公司资金需求和债务本息支持提供了有力的保障。

2014年跟踪期间，中诚信已将国电大渡河评级展望调整为正面，此次决定将国电大渡河的主体信用等级由AA+调升至

AAA，评级展望调整为稳定，并

将“10大渡河MTN1”债项信用等级至AAA。

浙交投变更中票发行计划

□本报记者 张勤峰

浙江省交通投资集团有限公司11日在银行间市场发布公告，变更公司中期票据的发行计划。

该公告指出，公司于今年9月12日获得中期票据注册金额50亿元（其中，中市协注[2014]MTN303号注册通知书项下注册金额25亿元、中市协注[2014]MTN304号注册通知书项下注册金额25亿元），有效期两年。上述两个注册通知书项

下注册额度的原发行计划均为：“第一期计划于注册后两个月内发行，发行金额7.5亿元，期限10年。第二期计划于2015年第三季度发行，发行金额17.5亿元，期限10年。”

该公司表示，根据公司资金需求和市场情况，决定将上述两个注册通知书项下注册额度的首期发行计划均变更为：“第一期计划于2014年4季度发行7.5亿元中期票据，期限10年”，剩余发行计划均保持不变。

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年11月11日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.03%，较修正后的上期数据上行3BP。

数据来源：金牛理财网

央行公开市场延续中性对冲

□本报记者 王辉

周二，央行继续在公开市场上开展中性对冲，回笼量与到期量持平。当天市场资金利率整体出现较明显的下行，流动性进一步趋紧。

央行公告显示，央行周二在公开市场开展了200亿元的14天期正回购操作，操作利率稳定在3.40%；当日市场有200亿元正回购到期，回笼量恰好与到期量持平。

周二银行间市场回购利率整体走低。以质押式回购为例，周二隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率分别报2.51%、3.12%、3.48%、3.66%和3.86%，较周一下跌2bp、2bp、17bp、33bp和9bp。分析人士表示，由于此前央行连续通过MLF等非常规操作向市场注入资金，短期内公开市场调控流动性的角色作用相对弱化。而由于市场宽松预期仍在发酵，中短期内市场利率水平料保持低位运行。

统计数据表明，本周四还有200亿元正回购到期，预计央行将延续平衡操作风格，正回购量价暂时不会出现调整。

涨势暂歇 交易所债现震荡

□本报记者 张勤峰

11日，交易所信用债市场转向震荡行情，城投债表现相对强势，产业债则出现一定调整。市场人士指出，近期收益率下行过快，部分透支未来利好预期，短期利率快速下行或告一段落，市场将迎来震荡调整。

交易所企业债方面，城投债交投活跃，

收益率整体继续走低，如主体AA的11永州债收盘到期收益率下跌6.34bp，10楚雄债跌1205bp，AA-的09鹤城投跌1725bp。产业类品种表现偏弱，如AA的11新光债涨6.24bp，AA-的12宁上陵跌722bp。

公司债出现一定的回调，活跃品种如AAA的12苏宁01收益率涨5.65bp，AA的11凯迪债涨10.27bp。高收益品种如AA的11中孚债收益率涨17.66bp，

通胀的持续低位则为货币政策宽松提供

市场人士指出，债券牛市基础没有动摇，且不断被货币政策的实际操作确认。利率在快速下行后难免出现反复，向上的风险并不大。不过，近期部分低等级债券收益率亦出现显著的下行，与其信用基本面的变化背离，不宜再盲目追涨，而高等级债及城投债的牛市行情相对确定。

申银万国证券报告指出，在市场热情驱动下，上周转债显著跑赢正股，转债市场估值被进一步拉升。短期内转债整体建议逢高减持，关注收益兑现机会。

</