

迎接一季度债市美好时光

本报记者 葛春晖

经历了去年12月份阶段调整之后，2015年伊始，债券市场呈现平稳运行态势。分析人士指出，尽管经济通胀双低格局将对2015年债市构成支撑，但考虑到经济和通胀在年中存在逐渐触底企稳的可能，上半年利率下行的确定性相对强于下半年，再加上上半年尤其是一季度机构配置需求旺盛，一季度有可能成为今年债券市场的最美好时光。

调整告一段落

2014年，一场时间长、幅度大的牛市行情令债券市场投资者印象深刻。而稍显遗憾的是，去年12月的一波调整，给“大牛”缀上了一条“小熊”的尾巴。多项风险因素集中释放，是造成本轮调整主要原因。这些因素包括：年末资金面季节性紧张、货币政策全面宽松的预期未能兑现、股市火爆分流债市资金，以及中证登提高企业债回购门槛和地方债甄别大限临近引发城投债抛售并蔓延至其他券种。

不过，与中长期基本面和货币政策预期相比，上述风险因素仍属于短期扰动因素，因此，在一轮短期调整之后，债券市场从12月下旬开始出现趋稳迹象，各券种收益率均出现不同程度的修复性



下行。2015年伊始，现券收益率整体稳中有降。中债网数据显示，1月5日银行间市场国债收益率稳中有降，其中1年国债收益率微降2BP至3.23%，3年、5年、7年、10年期国债收益率分别持稳在3.38%、3.52%、3.60%、3.63%附近。

债券市场在新年前两个交易日表现平稳，显然受到了去年12月PMI数据再创阶段新低以及资金面预期进一步改善的提振。数据显示，去年12月中采制造业PMI指数为50.1%，较前月回落0.2个百分点。至此，该经济先行指标已连续3个月下行，且降至18个月以来新低。长江证

券指出，一方面，12月PMI数据显示外需的拉动作用逐步凸显；但另一方面，原材料价格和中间投入价格指数低迷，显示经济的内生增长动力不足。该机构同时指出，随着新年的到来，资金面季节性的紧张情况将得到好转，结合短期经济仍有下行风险来看，短期内收益率曲线下行将是大概率事件。

一年之计在于春

收获了2014年的大牛市之后，机构普遍认为，在经济、物价增速大概率将双双维持低位水平的背景下，2015年债券

市场整体仍有机会，至少利率不具备太大的上行风险。

不过，考虑到前期陆续出台的一系列稳增长政策有望逐渐生效，加上价格改革持续推进，经济和物价也存在逐步触底企稳的可能，不少机构认为这一时点可能就在2015年年中。此外，美联储将于2015年年中启动加息的概率也在上升，这也令很多机构担心中国货币政策放松的时间窗口将局限于上半年。因此，2015年上半年机会大于下半年，在很大程度上成为当前机构的共识。

从历史经验来看，通常每年12月份债券市场都会因资金面的季节性紧张而出现调整，而每年一季度通常是资金面相对宽松的时间。与此同时，出于早配置、早受益的考虑，以银行、保险为主的机构往往在年初表现出较高的配置热情。

总体来看，鉴于上半年利率下行的确定性相对强于下半年，而且上半年尤其是一季度机构配置需求旺盛，一季度有可能成为今年债券市场的最美好时光。就具体配置策略而言，东海证券表示，前期受资金面紧张及城投债价值重估影响，短期品种和信用产品调整幅度尤为突出，进入新年后资金面有望进一步转缓，短期品种和信用产品的交易性机会也更为确定。

险资全线抛债 银行业挺利率品

中央国债登记结算有限公司最新发布的债券市场统计月报显示，2014年12月，保险机构对国债、政策债、企业债等主要债券品种均进行了净减持，同期商业银行则继续净增持国债、政策债等利率产品。

中债登5日发布的2014年12月统计月报显示，截至去年12月末，中债登债券托管总量为28729696亿元，当月增加154445亿元。与去年11月末相比，去年12月主要债券持有机构中，商业银行

分别净增持国债、国开债、口行债、农发债46769亿元、7831亿元、12722亿元和38897亿元，同期净减持企业债11505亿元；当月证券公司则重点增持了国债、企业债，小幅净减持金融债；此外，当月保险机构对国债、政策债、企业债等主要债券品种均进行了净减持，其中国开债和企业债净减持规模均在100亿元左右；基金类机构当月除在企业债方面净增持13917亿元外，在其余券种上也均出现幅度较大的净减持。（王辉）

信用债定价估值小幅下行

5日，中国银行间市场交易商协会发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示，最新各期限信用债估值继续全线走低。

与上期（2014年12月29日）估值相比，本期各期限各等级信用债估值下行1-3bp不等。分期限看，1至5年期品种领跌，整体降幅均接近3bp，其余各期限品种下行幅度多为1bp。分等级看，各等级利率下行步伐比较一致，AAA级别跌幅略微突出。

2014年初以来，在债券大牛市环境中，交易商协会信用债定价估值总体呈现持续下行态势，但去年12月中旬由于股市上涨，中证登调整质押政策、新股发行等因素加剧债券市场波动，尤其是中证登质押政策变化一度引发信用债大幅调整，交易商协会定价估值也随之出现了一波上行。在资金面逐渐回归宽松的背景下，近期现券市场有所回暖，交易商协会定价估值再现下行走势，不过跌势相对平缓，下测幅度总体不大。

市场人士指出，降低企业融资成本是当前央行货币政策调控的重中之重，未来货币政策仍有放松空间，配合一季度货币市场流动性改善的进程，预计信用债定价估值短期将延续下行态势。（张勤峰）

四银行披露同业存单发行计划 已披露2015年发行额度过万亿

5日，招商银行、浦发银行、金华银行、浙江富阳农村合作银行分别披露了2015年同业存单计划。至此，已有16家银行披露2015年同业存单发行计划，发行额度合计超过1万亿元。

相关公告披露，招商银行、浦发银行、金华银行、浙江富阳农村合作银行2015年同业存单发行额度分别为2000亿元、2000亿元、40亿元、10亿元。据中国货币网公布的数据显示，截至1月5日，已有16家银行披露了2015年同业存单发行计划，发行额度合计达11920亿元，其中发行额度最多的兴业

银行、招商银行、浦发银行均为2000亿元，额度最少浙江富阳农村合作银行只有10亿元。

据统计，2014年共有逾90家银行公布同业存单发行计划，发行额度总计超过143万亿元；当年实际发行同业存单约9000亿元。

市场人士表示，发行同业存单已日渐成为银行特别是中小银行优化负债结构、拓宽负债来源的重要渠道，在发行人范围有序扩大、投资参与者逐步增多、发行额度有所增加的推动下，预计2015年同业存单市场将继续扩容，发行交易将进一步趋于活跃。（张勤峰）

信用债创历史新高

南方水泥推迟超短融发行

年第一起债券推迟发行的案例。

去年12月，由于中证登收紧质押政策及市场流动性紧张，债券市场出现较大波动，一级市场上债券推迟发行或取消发行的情况明显增多。单从上海清算所披露的公告来看，去年12月就有接近40只短融中票发行被迫推迟或取消。

市场人士指出，年初资金面回归宽松，且机构投资需求旺盛，一级市场有望逐渐回暖，但回暖过程可能需要一定的时间，而发行利率上调使得信用债配置价值已有所提升。（张勤峰）

跨年后，资金面渐趋宽松、现券市场延续回暖，但一级市场债券取消或推迟发行的公告表明，要完全抚平去年12月中证登质押新规、年底资金面紧张造成的影响，债券创历史新高仍需时日。

南方水泥有限公司5日发布公告称，推迟发行该公司2015年第一期超短融。该公司5日披露了2015年度第一期超短期融资券相关发行公告文件，发行金额75亿元，发行日为1月6日。公告指出，鉴于近期市场变化，公司拟推迟本期超短融的发行，调整后的发行安排另行公告。这成为2015

年第一起债券推迟发行的案例。

去年12月，由于中证登收紧质押政策及市场流动性紧张，债券市场出现较大波动，一级市场上债券推迟发行或取消发行的情况明显增多。单从上海清算所披露的公告来看，去年12月就有接近40只短融中票发行被迫推迟或取消。

市场人士指出，年初资金面回归宽松，且机构投资需求旺盛，一级市场有望逐渐回暖，但回暖过程可能需要一定的时间，而发行利率上调使得信用债配置价值已有所提升。（张勤峰）

权重股发威 转债再现单日暴涨

受A股强劲上涨推动，5日交易所可转债市场出现单日暴涨。当日中证转债指数在刷新历史新高位的同时，录得4.66%的历史新高单日涨幅。

中证转债指数5日高开高走，在中大盘转债携手大涨的推动下持续震荡上扬。截至收盘，该指数报457.45点，较前一交易日上涨20.37点或4.66%，盘中创出462.58点的历史新高。同时，当天中证转债指数创出了有史以来的最大单日涨幅。

截至1月5日，中证转债指数已

连续6个交易日收高，近两个交

易日该指数分别大涨3.06%和4.66%。个券方面，周一两市交

易中的27只转债仅徐工转债下

跌，涨幅居前的洛钼转债、石化

转债、浙能转债分别涨13.04%、10.00%和7.55%。

中信证券报告指出，工行转

债、中行转债、平安转债等多只

大盘转债近期陆续赎回，后续一

段时间转债标的稀缺性将会更

加明显。综合A股市场运行节奏

来看，转债投资者仍可逢低布局

介入。（王辉）

■交易员札记

交投清淡 收益率小幅下行

□潍坊农信 代长城

有买入需求。

目前看，2015年经济将持续低位盘整，通缩风险大于通胀，货币政策仍有进一步放松空间，长期看利率债收益率仍处于下降通道。但与此同时，利率市场化的达

摩斯之剑高悬在顶，银行负债持

续表外化，负债成本居高难下，使

得利率债也不乏隐忧。当前货币

市场和债券市场的利率曲线均较

为平坦，期限利差偏低，甚至一度

出现过倒挂的情况。如果货币市

场短端利率下行空间不打开，中

长端利率下行仍然面临制约，甚

至可能因为短端利率的过度波

动，而推动中长端利率在经济减

速的环境下逆势上行。

缴准几无影响 资金面延续回暖

本报记者 张勤峰

率已与14天、21天品种形成倒挂。21天回购利率有所反弹，主要受开盘价较高、成交量稀少的影响。

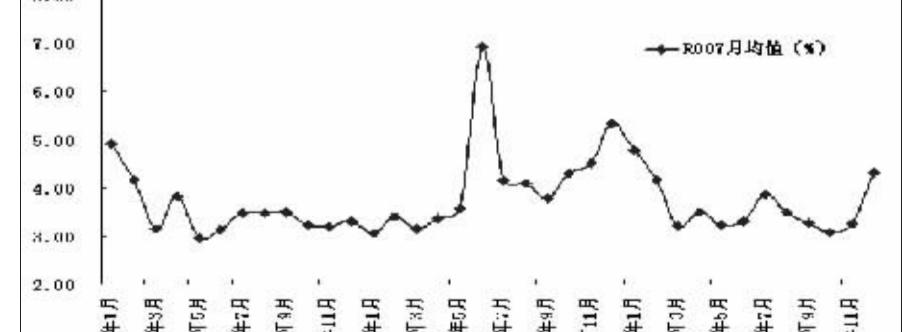
值得一提的是，5日是例行法定存款准备金调整日，考虑到去年末冲存款的影响，银行体系面临一定的存准补缴压力。不过，昨日货币市场流动性回暖的势头几乎未受影响，资金面一派宽松。对此，有市场人士表示，一方面，在去年9月央行推出存款偏离度考核后，银行冲存款的时点分散化，使得月初存准补缴压力明显减轻；另一方面，机构对月初存准补缴有所准备，特别是在年末这样的关键时点上，机构普遍提高了备付水平，加上去年末财政存款集中释放，银行超储资金得到极大补充，在度过年终考核、小长假之后，备付压力明显减轻，流动性骤然转向供过于求的局面。

新股发行添忧

目前来看，资金面回暖的进程有望延续，资金价格仍有进一步下行的空间，但需密切关注新股发行进程可能带来的短期扰动。

跨年后，年末效应退去，市场资金面存在自我改善的动力。从银行间7天回购利率走势上看，去年下半年7天回购利率运行中枢在3.5%一线，因受新股发行和年

银行间7天质押式回购月平均利率走势



末效应等因素影响，去年12月7天回购利率均值大幅抬升至4.33%。在去年12月新股发行结束后，资金价格渐趋回落，但受制于年末考核、节日备付、存准补缴等因素，资金价格的回落空间暂时受限，如今伴随月初存准补缴完成，年末效应基本消褪，资金面回暖的进程得以延续，回购利率仍有望胜出，小盘成长股分化难免。这

种情况下，转债走势还将和正股走势同向，并由稀缺性提供防御性。而随着时间的推移，一季度末时点要转为‘脆弱’，谨防股市大震荡导致高估值的转债出现正股和估值双杀。个券方面，重申之前的判断，对南山、中海等正股稀释率高的转债，建议在临近赎回时就开始减持，平安、国电等正股强

势、稀释率不高的转债可以考虑触发赎回后在赎回日前分批减持。存量个券中，仍看好徐工、东方、浙能、南山、歌华、深机、冠城、齐峰、同仁以及歌尔等四只新券。

信达证券：跟随股市风格配置

在金融市场参与热情提高但波动风

险加大的情况下，可转债攻守兼备，将

是2015年贯穿全年较好的投资品种，但短期

内股票市场的大幅上涨可能会触发转债

退市条款，可转债供给不足的问题可能

会导致溢价过高。近期股票市场仍以金融

蓝筹为主，国企改革和铁路相关主题投

资热度较高，券种选择上建议跟随股票市

场的风格进行配置，但可关注新发行转债

的投资机会。（葛春晖 整理）

在金融市场上，流动性往往非常充裕，回购利率下行的动力大。

不过，新股发行因素增添了本月资金面的不确定性，未来货币市场波动仍难避免。今年春节年后，对1月份资金面影响不大。目前看，可能干扰1月份资金面运行的主要有两项因素，一是企业缴税，二是新一轮新股发行。

其中，企业缴税的影响主要体现在月下旬。此前，新股发行一般安排在每月中下旬进行，但证监会5日一次

性核准了20家企业的首发申请，预示本月新股发行日期可能提前，且发行企业大幅

增多，届时对资金面的影响不容小觑。

与此同时，年初时点金融机构超储率高，回购利率下行动力足。由于年末机构提高备付，且财政存款集中释放，年初时点银行超储率一般处在全年中较高的水平，加上机构一年的资金运用计划刚刚展开。

与此同时，年初时点金融机构超储率高，回购利率下行动力足。由于年末机构提高备付，且财政存款集中释放，年初时点银行超储率一般处在全年中较高的水平，加上机构一年的资金运用计划刚刚展开。

与此同时，年初时点金融机构超储率高，回购利率下行动力足。由于年末机构提高备付，且财政存款集中释放，年初时点银行超储率一般处在全年中较高的水平，加上机构一年的资金运用计划刚刚展开。

与此同时，年初时点金融机构超储率高，回购利率下行动力足。由于年末机构提高备付，且财政存款集中释放，年初时点银行超储率一般处在全年中较高的水平，加上机构一年的资金运用计划刚刚展开。

与此同时，年初时点金融机构超储率高，回购利率下行动力足。由于年末机构提高备付，且财政存款集中释放，年初时点银行超储率一般处在全年中较高的水平，加上机构一年的资金运用计划刚刚展开。

与此同时，年初时点金融机构超储率高，回购利率下行动力足。由于年末机构提高备付