

降息如期而至 债牛等待新号角

□本报记者 王辉

时隔三个月后，央行上周六再次祭出降息举措。但相较此前两次宽松政策推出之时，债券市场对本次利好的反应明显降温。分析人士指出，经过前两个月的持续上攻之后，债市整体估值已升至高位，本次降息前的收益率水平已经充分反映了市场对基本面下行以及政策宽松的预期，因此降息利好边际效应出现大幅递减。不过，在经济基本面、通胀水平、货币环境及流动性状况在未来较长时期内均较有利的背景下，本次债市高位整顿之后，仍有望延续慢牛格局。

利好边际效应下降

受上周末央行降息的利好推动，周一早盘银行间市场各期限利率债价格普遍出现高开，但随即在获利抛盘打压下逐步下滑。除部分中短券外，多数现券收益率及IRS短端在小跌后已逐步回到降息之前的水平，部分现券收益率较降息前甚至还有所上行。相较此前两次宽松政策，此次银行间市场的追涨热情显著下降，主流机构利好兑现冲动极为明显。

国债期货市场亦是如此，主力合约TF1506早盘高开后即出现大幅下挫，全天维持弱势运行格局，收盘跌幅达0.33%。从银行间资金面来看，周一存款



类机构主要回购利率虽有所下行，但交易员却普遍表示资金面紧平衡态势缓和力度不高，本次央行降息和节后现金回流对流动性的改善也不明显。

对于本次央行第二次降息后债市明显弱于预期的表现，国海证券认为，前期已经极度平坦甚至倒挂的收益率曲线，反映出收益率大幅向下的唯一动力仍然是短期资金利率回落，而在当前基础货币投放渠道仅剩央行独力支撑的情况下，只有通过超预期的、非对冲性的货币投放才可能实现。本次央行为预防通缩并托底经济而再度降息，幅度较首次明

显缩窄，后续空间也有限，因此利率债收益率继续向下动力已经不足。

招商证券也指出，前期利率水平已过度反应市场对基本面下行以及政策宽松的预期，考虑到后期政策宽松的方向将更偏向于信用，对银行间资金面反而有一定程度的挤压，加之2月PMI指标显示前期稳增长措施逐步反映到基本面，对长端利率也有压力，利率债收益率短期内将持续存在较大的反弹压力。

慢牛格局持续

尽管周一银行间债市高开低走、乏

善可陈的市场表现，在很大程度上打压了各方短期做多的热情，但对后期债市在更长一段时间的表现，此前主流研究机构观点仍保持乐观。从中期来看，预计债市的慢牛运行格局不会扭转。

海通证券表示，本次央行降息的目的是降低社会融资成本，而社会融资中最重要的领域则是贷款。由于本次降息实为非对称降息，存款端扩大浮动区间后存款利率基本未降，贷款利率下行的空间或有限，后期经济能否持续企稳回升依然存疑。在此背景下，如果本次降息后银行资金成本仍难以实质性下降，则降准、降息还将延续。该机构表示，从中期来看，宽松不停，债牛难止。

中金公司也表示，央行2月份的连续降准降息表明货币政策放松力度开始提升，尤其是利率层面的放松。在这个放松力度加大的过程中，债市仍将受益，尤其是中短端利率未来的下行空间会更大，市场收益率曲线会后期仍将有望从平坦甚至倒挂形态回归到陡峭化形态。此外，光大证券表示，未来一段时间内债市的主要风险仅在房地产或者基建推进的基本面回暖，但目前来看，这经济基本面显著走强的基础还不存在，债券市场仍然在政策放松的预期推动下逐步前行。该机构认为，在宽松政策窗口不会闭合的背景下，2015年上半年债市预计仍将在牛市途中。

“降成本”方向明确 量价齐松可期

□本报记者 葛春晖

本周一，商业银行贷款基础利率和银行间资金价格双双应声下跌。分析人士指出，本次降息再次凸显出经济下滑严峻形势下，央行货币政策“托底”经济、降低实体经济融资成本的明确意向。但在利率市场化背景下，银行负债成本居高难下导致其对贷款和债券的资产配置回报率具有刚性要求，未来若想切实降低实体经济融资成本，还需要进一步采取降准等宽松措施，以便有效降低资金价格，更好发挥降息作用。

贷款基础利率下跌21BP 货币市场利率跌幅有限

央行2月28日下午宣布，自3月1日起下调金融机构1年期贷款基准利率25BP至5.75%。受此消息影响，本周一，商业银行贷款基础利率（LPR）应声下跌，货币市场主流资金价格也有不同程度下行。

贷款基础利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，较好地反映了银行实际贷款利率水平的变化情况。去年在11月降息前，1年期LPR长期稳定在5.76%附近，11月22日降息之后，该指标利率在一周之内降至5.51%。而央行数据显示，截至去年12月末，金融机构贷款加权平均利率由9月末的6.97%下降至6.77%。显然，对于银行贷款利率而言，直接针对贷款基准利率的“降息”更具实效性。3月2日，1年期LPR报5.30%，较降息前再跌21BP，由此，下一阶段金融机构实际贷款利率相应下行也值得期待。

不过，从货币市场利率走势来看，本次降息的刺激则较有限。数据显示，2月银行间质押式回购市场上，主流隔夜、7天回购加权平均利率（存款类机构）分别下行6BP、9BP，1个月品种持平，3个月品种反而上行10BP至5.58%。交易员称，决定市场资金价格的不仅是央行基准利率，更重

要的是要看商业银行负债成本以及央行对流动性松紧掌控。本周公开市场有2200亿元逆回购和600亿元国库现金定存到期，短期而言，本周的央行公开市场操作情况更受市场关注。

资金成本制约利率下行 降息降准仍可期待

去年11月以来的两次降息、一次降准，凸显出面对经济下滑的严峻形势，央行货币政策“托底”经济、降低实体经济融资成本的意向非常明确。分析人士指出，降息对压低实际贷款利率的效果显而易见，在经济弱、通缩风险大的背景下，未来进一步的降息依旧可期；但需要注意的是，在利率市场化背景下，银行负债成本居高难下导致其对贷款和债券的资产配置回报率具有刚性要求，一定程度上会对降息的效果产生对冲。

商业银行同业存单，向来是银行特别

是中小银行获取扩大负债规模、获取流动性的重要途径，其利率水平也在很大程度上反映了银行的融资成本水平。中国货币网数据显示，浦发银行3月2日招标的1年期同业存单参考收益率高达4.90%（该定价为2月28日发行条款确定），而该行将于3月3日招标的最新一期1年期同业存单的发行参考利率为4.88%，较上期仅下降了2BP，显示央行最近一次降息对降低银行负债成本短期效果有限。

申万宏源证券指出，此次在存贷款基准利率同时调降25bp的同时将存款利率浮动的上限提高到1.3倍，本质上仍未非对称降息，降息后银行资产与负债收益率的矛盾预计将进一步突出。因此，该机构提出，降低社会融资成本还需要降准等数量政策配合，后续通过包括降准在内的数量手段增加货币投放量非常必要，这样才能降低资金价格，促使银行真正降低实际贷款利率，使降息政策更好发挥作用。

估值制约表现 转债宜波段操作

□本报记者 张勤峰

央行如期降息后，2日A股市场反应平淡，转债更因估值压力表现疲软，整体继续跑输正股。市场人士指出，低溢价率转债集中退市，导致转债存量市场整体估值水平居高不下，转债仍需继续消化估值压力。不过，近期转债供给有限，稀缺性的逻辑仍将维持投资者的风险偏好，转债出现大幅调整的风险也不大，短期有望维持偏暖走势，中期则建议以波段操作为主。

估值施压 转债冷对降息

早春时节，央行再度降息为资本市场注入一股暖流，但是降息后首个交易日，沪深市场反应平淡，A股温和上涨，转债则涨跌互现，表现不及正股。

指数方面，2日沪深300指数仅上涨0.80%，涨幅不及前次降息后首日的水平，但依然高于当天中证转债指数0.01%的涨幅。转债方面，两市正常交易的19只

可转债8涨11跌，若不是盘子较大的浙能和电气转债上涨，转债指数恐难免绿盘报收；同时，对应的19只正股中仅3只下跌，其余16只均录得上涨。进一步看，即便是当天收盘上涨的转债，涨幅也普遍小于正股。例如，长青转债上涨2.09%，涨幅居首，其正股长青股份上涨2.22%；深燃转债上涨1.35%，正股深燃燃气则大涨5.18%。

市场人士指出，此次降息之前被市场普遍预期，效果难比去年11月份的超预期降息。春节前，在货币流动性持续偏紧的情况下，股票、债券等均走出一波连续的上涨行情，很大程度上即有赖于节后降息预期的驱动。此番利好兑现，获利回吐压力对市场走势有一定的影响。

而事实上，转债整体跑输正股已经不是最近才出现的情况。对比指数可见，2015年初至今，沪深300指数累计上涨1.91%，同期中证转债指数反而累计下跌3.24%。究其原因，转债股性估值过高可谓罪魁祸首。据Wind数据显示，截至3月2日收盘，两市可转债中纯债溢价率最低

的也有32.9%，转债债底保护不足，大多数属于偏股型品种，而剔除几只即将赎回退市及存在提前赎回可能的转债后，剩余个券的转股溢价率也不低。

分析人士指出，导致目前转债股性估值较高的原因主要有两方面：一是正股行情好，投资情绪乐观，加上转债规模萎缩剧烈，存量转债稀缺性在前期大幅度推高估值水平；二是，前期大量强赎的转债在退市前转股溢价率一般会向零靠拢，待这部分转债退市后，市场估值水平自然会有所抬高。而近期转债持续跑输正股，正是收缩估值的体现。

短线仍相对乐观

国泰君安证券认为，随着低转股溢价率转债相继退市，转债市场整体估值水平仍有被动抬升压力，可能继续压制转债的上涨空间。

不过，考虑到短期新增供债难以跟上退市节奏，稀缺性的逻辑仍将维持投资者的风险偏好，因此国泰君安认为转债

主动调整的风险不大。中金公司报告亦指出，市场规模大幅萎缩之后，加上供给端短期平静，转债估值仍可享受稀缺性溢价，不会有剧烈的“杀估值”。此外，在正股持续强于转债的过程中，转债估值压力也将逐渐得到缓解。

当然，在当前转债股性强的背景下，影响转债行情最核心的因素仍是正股的表现。而基于降息后对A股走势的判断，市场对短线转债行情总体偏乐观。国泰君安证券指出，虽然二次降息对股市的影响可能远弱于第一次，但由于经济基本面有触底迹象，流动性偏紧的局面可能会有改观，投资者仍然维持较高的风险偏好，短期A股市场可能会有小阳春行情出现。

值得注意的是，中金公司等机构强调，目前转债估值偏高，转债性价比仍然不及正股，且大量转债退市导致转债可选择余地少，个券分化加大，操作难度上升。国泰君安证券认为，后续转债市场难有大机会，也难以深度调整，波段操作最佳。

而且在经济下行压力仍然较大的背景下，宽松货币政策的周期仍未结束，降息降准仍然可期。因此，债券的牛市格局仍未发生变化，债券收益率仍有望回落。

信用产品

兴业证券：信用债优于利率债

短期策略上，信用优于利率，不建议盲目追涨长债，等待更好时机。首先，长债可能会面临兑现的压力，不建议投资者盲目追涨，仓位不重的投资者建议持有，或等调整时加仓，回避兑现带来的波动。其次，曲线陡峭是大概率事件，3-5年的利率品具备交易价值。再者，降息凸显中央政府稳底线的意图，有助于提升风险偏好，对城投债和中等评级的信用品种形成利好，投资者可以加仓，高收益债可能也会受益。

招商证券：向中低等级产业债倾斜

未来稳增长和宽财政将继续发力并实现有效传导，总需求有望逐步企稳，对中低等级产业债构成有效支撑，信用溢价

有限，且更多以个券机会体现，操作难度仍大。两会之后，股指如果临近甚至超过前期高点，鉴于IPO和宏观经济的担忧，投资者可以考虑适当降低仓位。其中，民生、浙能等流动性较好、正股beta特性更强品种是波段操作的较好标的。

申万宏源证券：估值压力不容忽略

转债市场存量压缩即将告一段落，而年报因素致新增供给放慢，预计短期市场存量将保持稳定，估值主要受股票市场预期及大类资产相对吸引力的影响。由于转债原先估值较高，估值压力不容忽略。短期择券优先选择成长白马和题材类转债，关注上游资源类品种。民生和浙能均受益于降息和改革，短期可继续持有。中小盘转债中，相对偏好地产转债；此外亦可继续持有歌尔、传媒转债、洛钼、长青已发赎回公告，可择机转股。深燃赎回预期增强后，高估值将面临压缩压力，可关注受益兑现机会。电气转债的转债估值和股票估值均不适宜，可在少量仓位配置的基础上等待更好的介入时机。（张勤峰 整理）

降息后人民币兑美元汇率走软

在央行再次宣布降息后，3月2日人民币兑美元即期汇率如期走弱，盘中再创近28个月新低，但受制于日波动区间的限制，人民币即期汇率继续在“跌停价”附近盘整，自身波幅不大。市场人士认为，人民币短期贬值压力有待释放，但长期贬值空间有限。

2日，人民币兑美元汇率中间价设在6.1513，较前一交易日跌38基点。有交易员表示，人民币中间价下跌反映了降息的影响，但调整幅度仍不明显，难以改变当前人民币即期交易死水微澜的局面。盘面显示，人民币兑美元询价交易低开34基点于6.2730，全天围绕开盘价窄幅波动，收于6.2730，跌34基点。当日人民币即期汇率最低至6.2740，相对中间价跌幅达到1.99%，仍然极为接近2%的波动限制。

交易员指出，要改变当前人民币对美元外汇交易不活跃的局面无非有两条路，一是大幅下调中间价，为即期市场交易拓展空间；二是期望中国经济出现明显改善或美元出现明显下跌，改变人民币对美元贬值的预期。短期来看，中间价仍是关键所在。

机构人士指出，未来人民币对美元仍有阶段贬值的空间，但是考虑到防范资本大举外流、推进国际化的需要，同时避免触及对外舆论压力，不太可能出现大幅贬值，6.35-6.40可能成为本轮贬值的低点。（张勤峰）

今年同业存单额度增至2.85万亿 发行利率有望缓慢下降

3月2日，广州农商行披露了该行2015年度同业存单发行计划，计划发行额度为150亿元。至此，已披露的2015年同业存单计划发行额度合计已超过2.85万亿元。

据统计，截至3月2日，已有72家银行披露2015年同业存单发行计划，计划发行总额达到2.854万亿元；而2014年，近百家银行的同业存单发行额度合计仅不足1.5万亿元。据Wind统计，2014年全年同业存单发行额为8985.6亿元；而2015年截至3月2日，同业存单累计发行金额已达4293.10亿元。截至3月2日，同业存单存量为957只

农发行5日发行3期固息债

中国农业发展银行3月2日公告，定于5日上午增发2015年第三期1年期、增发2015年第四期7年期、发行2015年第六期3年期固定利率金融债券，均不超过80亿元。

农发行本次增发的1年期债券票面利率为3.68%，起息日为2015年2月27日，兑付日为2016年2月27日（遇节假日顺延，后同），到期一次还本付息；本次增发的7年期债券票面利率为3.93%，起息日为2015年2月27日，兑付日为2022年2月27日。

本次发行将采用单一价格（利率）中标的招标方式，各期债券不设基本承销额。其中，1年期承销率为0.05%，3年期为0.05%，7年期为0.15%。（张勤峰）

中诚信国际调升江苏有线主体评级

中诚信国际信用评级有限公司近日发布跟踪评级报告，决定将江苏省广电有线信息网络股份有限公司的主体信用等级由AA+调升为AAA，评级展望为稳定；维持“14苏广电CP001”的债项信用等级为A-1。

中诚信国际表示，随着广电网络的整合、数字化改造的推进，江苏有线的盈利能力不断增强。此外，公司债务规模一直保持在较低水平，得益于良好的盈利能力及较低的债务规模，公司偿债能力处于较好水平。募集资金到位后，公司的净资产规模将大幅增加，资产负债率和总资本化比率将进一步降低，偿债能力亦将得以提升。（葛春晖）

最新企业主体评级变动

企业名称	最新评级日	最新评级	评级展望	评级调整	前次评级	评级机构
成都博瑞投资控股有限公司	2015-2-28	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
江苏省广有线信息网络股份有限公司	2015-2-27	AAA	稳定	调高	AA+	中诚信国际
江苏华西集团有限公司	2015-2-27	AA	稳定	维持	AA	大公国际
山东三星集团有限公司	2015-2-27	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
亚厦控股有限公司	2015-2-27	AA	稳定	维持	AA	大公国际
红墙控股集团股份有限公司	2015-2-27	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	2015-2-26	AA	稳定	维持	AA	新世纪
广西广工集团有限责任公司	2015-2-26	AA	正面	维持	AA	大公国际
广西水利电业集团有限公司	2015-2-26	AA	稳定	维持	AA	新世纪
岳阳林纸股份有限公司	2015-2-26	AA	负面	维持	AA	联合资信
喜临门家具有限公司	2015-2-26	AA-	稳定</			