

# “双降”指明方向 债券时间重临

## 资金面预期仍谨慎 短期或有震荡

本报记者 葛春晖

央行周二晚间宣布降息降准，为8月以来陷入僵持的债券市场投放确定性利好。受此影响，周三债券市场交投活跃，但整体收益率下行幅度却较为有限。分析人士指出，在经济增长疲弱、通缩风险较大的背景下，本次央行祭出“双降”举措，再次为中长期利率下行指明了方向；但短期来看，受贬值预期、资本外流担忧影响，市场对资金面仍抱谨慎态度，再加上目前债券收益率普遍处于低位，不排除获利盘回吐引发利率上行的可能，因此短期操作上不宜过分激进，可重点把握利率波动带来的阶段性做多机会。

债牛想象空间打开

伴随央行周二晚间推出“双降”利好，债券研究机构看多债市行情的热情被迅速点燃。多家主流机构指出，央行再次启动降准降息，意味着在我国经济增长疲弱、通缩风险较强的背景下，投资时钟指针再次指向债券时间，新一轮大类资产轮动正在启动。

央行有关负责人就出台降息降准等措施答记者问时表示，当前我国经济增长仍存在下行压力，全球金融市场近期也出现较大波动；此次降息，主要目的是继续发挥好基准利率的引导作用，促进降低社会融资成本，支持实体经济持续健康发展；此次降准，主要是根据银行体系流动性变化，适当提供长期流动性，以保持流动性合理充裕，促进经济平稳健康发展。

中金公司表示，央行再次“双降”，印证了货币政策重心仍是利率而非汇率的观点，虽然本次降息后存贷款基准利率已达历史新低，但考虑到金融脱媒和银行对收益率的考核要求提升，实际的存贷款利率下行比较缓慢，未来仍有必要继续压缩，意味着货币放松还是一个渐进的过程，不是这次放松后就结束。

对于债券而言，中金公司认为，利好绝对不仅仅是降准的流动性释放，而是近期全球金融市场动荡后导致的经济下滑和通缩预期增强，以及货币当局继续引导社会融资成本下降的坚决态度，因而债券收益率的下行趋势仍未结束，中长期利率债仍是估值洼地，未来长端利率很有可能突破今年2月末的低点。该机构表示，未来“低”将成为利率

的新常态，债券投资者仍应该买入并持有。海通证券表示，在利率下行周期，金融类的大类资产中存在货币牛市到债券牛市、再到股票牛市的轮动，我国2013年属于货币牛市，2014年是债券牛市，2014年底以来是股票牛市，而自从本轮股市深幅调整以来，市场追逐流动性，短期现金为王，意味着又回到了货币牛市。该机构进一步指出，本次“双降”之后，随着政府对股市、债市等全面预期的打破，国债的金边信用和避险价值有望回归，以长期国债和国开债为代表的债券牛市有望重新启动，无风险利率有望真正开始下降，因而下一轮大类资产轮动或有望逐渐开始。

短期仍存制约

值得关注的是，虽然市场普遍看好中长期债券市场，但从昨日市场表现看，收益率在早盘小幅走低后便出现止跌迹象，全天整体下行幅度较为有限。如，银行间1至10年期关键期限固息国债收益率全天仅分别下行了1.43BP、1.42BP、0.96BP、2.40BP和2.87BP。另据交易员称，昨日10年期政策性金融债收益率早盘至午后的大部分时间甚至有所反弹，直至下午传出央行进行SLO操作的消息，收益率才在尾盘略有下降。

至于债市对“双降”反应平淡的原因，市场人士表示，一是，从今年以来的经验看，债券市场对于降息的敏感程度本身就不如降准，而本次降准降息措施虽然同时公布，但降准实际时点是在9月6日，因而对昨日债市影响较为有限。二是，虽然此次央行祭出“双降”大旗，但在人民币贬值预期依然较强的背景下，当前机构对于资本外流以及资金面收紧的担忧情绪并未得到根本缓解，进而制约了市场的做多热情。三是，当前债券收益率普遍处于近几年来的低位区间，在短期内资金面仍存在不确定性的情况下，机构保持了一定的谨慎观望态度。

一位在今年以来的债市区间震荡过程中成功抓住了几次波段的业内人士表示，虽然长期来看债券牛市观点值得肯定，但综合债券估值和资金利率水平来看，当前债券缺少足够的安全边际，反而需要防范资金面波动、获利盘回吐引发利率上行的风险，因此短线操作上不宜过分激进，可重点把握利率波动带来的阶段性做多机会。



■交易员札记

## 流动性风险缓解 债市短期维持牛市行情

□中银国际证券 斯竹

26日，银行间市场资金面逐渐有紧及松，尾盘基本回归均衡格局。受央行降息、降准消息影响，当日债券市场交投火爆，利率债整体收益率呈现下行态势，信用债短端下行，中长端收益率整体有所上行。

国债整体收益率下行1-3bp，10年期品种收益下行明显，当日成交在3.40%-3.43%；7年期成交在3.45%附近，5年期国债成交在3.16%附近；3年期成交在2.87%。政策性金融债方面，中长端收益率小幅上行，其中10年期品种收益率先抑后扬，午盘后利率反弹。全天成交在3.83%-3.81%；7年期成交在3.85%；5年期国开债成交在3.55%-3.60%；3年期成交在3.33%附近；1年期国开债成交在2.78%附近。

信用债市场上，短融交投较为活跃，整体收益率呈现下行态势，交投集中于待偿期在三个月以内的高等级券种。如不到2个月的15中金CP005成交在2.95%，此外，半年多的15电网

CP002成交在3.22%。中票交投维持清淡，高等级短券表现活跃，如3年AA券种15苏州高新MTN001成交在4.65%，不到3年的13沙钢MTN1成交在5.20%，5年期15铁道MTN001成交在4.04%。企业债方面，高收益品种继续受到青睐，7年期15椒江债成交在5.65%，此外，10年期15铁道07成交在4.18%位置。

此次央行同时降准、降息，被市场解读为被动宽松举措，目的是对冲资本外流，刺激实体经济，并实现股市的短期稳定。上周公布的PMI数据显示中国制造业进一步下滑，经济下行风险依然较大。本次“双降”在一定程度上有利于下调真实融资成本，但从政策传导机制角度看，能给实体经济提供多大程度的支持仍有待观察。与此同时，此举也可能增加人民币进一步贬值的压力，预计8月外汇占款将延续大幅下降的趋势。据估算，普降之后释放的流动性大约为7000亿元，随着流动性的注入，短期利率将有所下降，债市短期内将维持牛市行情。

## 宽松政策兑现 短期资金利率应声回落

受央行降准降息刺激，26日银行间市场短端资金利率均出现较大幅度回落，资金面重新恢复到较为均衡的水平。

26日，银行间市场隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率（存款类机构），依次为1.73%、2.37%、2.80%、3.03%和3.04%。相较于前一交易日，主流隔夜和7天期回购利率分别下行13基点和18基点。14天、21天和1个月期限的回购利率则涨跌互现，未明显走低。

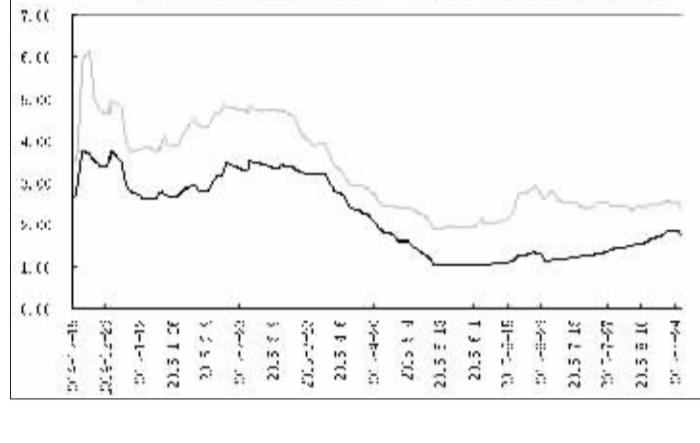
央行26日还公告指出，当日以利率招标方式开展了短期流动性调节工具（SLO）操作1400亿元，加权平均中标利率2.3%，期限为6天。对此市场人士指出，由于降准实施日为9月6日，央行此时进行1400亿元

SLO操作，主要意图仍在于积极通过多种流动性投放工具平抑货币市场波动，同时也为27日到期的1200亿元逆回购对冲操作“减压”。

值得一提的是，央行以往开展SLO操作一般不会即时披露，交易公告也多在操作实施后一个月左右时间才发布，从此次即时发布之中也看出央行引导市场预期、平抑短期流动性波动的用心。

国信证券认为，2008年以来每次降准后货币市场资金利率水平平均明显下降。结合央行近期及时提供流动性的各类操作来看，央行保持流动性合理充裕和货币市场稳定运行的态度非常明确。预计未来7天回购利率将回落至2.5%以下的低位水平。（王辉）

银行间短期质押式回购利率走势



## 投机资金介入 转债市场逆势飘红

周三A股市场反弹未果，收盘时主要股指仍录得小幅下跌，转债市场则收获一定涨幅。在正股阶段调整幅度较大、利好货币政策兑现的情况下，转债成为部分投机资金博弈正股反弹的工具。

周三中证转债指数在央行降准降息的利好刺激下，早盘高开之后转入横向震荡，至收盘时报283.41点，上涨5.82点或2.10%，终结了此前连续4个交易日的下跌。个券表现上，周三交易所转债市场上4只交易中

的转债全部收涨。其中电气转债以2.54%的涨幅列两市首位。两只可交换债亦实现上涨，其中14宝钢EB全天上涨2.76%，高子各转债品种。

对于现阶段转债市场的运行，中信建投认为，A股市场可能正进入新的下跌通道，转债市场短期可能将偏弱震荡市。在当前的估值环境，转债品种博反弹的空间和时间都显得相对比较有限，建议投资者后期仍需适时高抛低吸，静待政策和市场博弈出结果后再进行中线加仓。（王辉）

## 农发债招标结果较平稳

农业发展银行26日对2015年第十六期、第十二期金融债进行了新一次增发，同时新发行了第二十期金融债。这三期债券依次为1年、5年和7年期固息品种，发行规模分别为90、50和40亿元。招标结果显示，该批农发债认购倍数相对中性，中标收益率基本符合预期。

据悉，此次1年、5年和7年期农发债中标收益率/利率分别为2.7461%、3.58%和3.8279%，认

购倍数依次为1.56倍、2.94倍和1.8倍。相对此前国信证券等多家机构给出的预测中标利率区间，三期债券定位基本符合预期，7年期品种中标收益率相对略低。

资料显示，本次农发行1年、5年和7年期品种债券，起息日依次为今年的7月17日、8月28日和5月4日，缴款日均为8月28日，上市日均为9月1日，发行手续费依次为0.05%、0.10%和0.15%。（王辉）

## 三年国债招标结果符合预期

财政部26日第二次续发行了2015年记账式附息（十二期）国债（3年期）。招标结果显示，受央行降准降息消息刺激，本期国债虽认购倍数相对不高，但中标收益率明显低于二级市场。

据悉，本期3年期固息国债中标收益率为2.8625%，低于此前市场主流预期，全场认购倍数1.69。中债收益率曲线显示，8月25日3年期固息国债收益率为2.9376%。市场人士指出，周二

晚间央行再度宣布降准降息，压低了本期国债的定价。

财政部26日另行公告，将于9月7日发行2015年记账式附息（十九期）国债。本期国债为5年期固定利率附息债，按年付息，竞争性招标面值总额300亿元，进行甲类成员追加投标。本期国债9月7日招标，9月8日开始计息，招标结束至9月10日进行分销，9月14日起上市交易。

本期国债采用混合式招标方式，标的为利率。（王辉）

## 中诚信国际调升广西投资评级

中诚信国际日前发布跟踪评级报告，决定将广西投资集团有限公司主体信用等级由AA+调整为AAA，评级展望维持为稳定。

中诚信国际指出，本次级别调升主要基于如下理由：广西自治区经济近年来实现了较快增长，财政实力不断增强。公司是自治区政府重要的产业投资控股主体和国有资产经营主体，集中管理电力、金融等优质资产得到了自治区政府的大力支持。公司是自治区最大的地方电力投资和铝生产企业，自治区政府对购煤、用电等方面给予公司补

贴。公司2015年起将北部湾银行纳入合并范围，公司资产规模因此大幅增加。银行业务丰富了公司的金融板块；国海证券拟非公开发行股票，资本实力有望得到充实；桂冠电力拟非公开发行股票购买龙滩水电资产，公司参股的防城港红沙核电也将并网发电，公司电力板块投资收益有望得到明显提升；同时天然气管网项目建成后将为公司提供新的利润增长点。

中诚信国际表示也关注到资产负债率偏高，铝业业务盈利能力较弱，投融资压力较大等因素对公司信用等级的影响。（张勤峰）

# 曲线“牛平”修复 乐观中留份谨慎

陈瑞

兴市场国家货币汇率集体跳水，墨西哥、土耳其、哥伦比亚、俄罗斯等国的货币贬值幅度都超过了中国人民币，股指下泄、资金外逃引发全球金融市场巨震，且波及到了发达国家市场。人民币贬值引发市场购汇需求走强，7月份外汇占款流出量创下历史新高，8月份外汇占款净流出量目测会更高，而随着财政存款在6-7月份明显上升，银行超储率有可能进一步下滑，投资者担心资金面会有所收紧。

行为对冲外汇占款的流出，在公开市场持续净投放，继开展1100亿MLF、累计开展3900亿元逆回购后，于8月26日宣布“降准”50bp，给市场注入了充足的流动性，遏制了银行间市场资金面趋紧的势头。就当前而言，增强经济增长动能、重塑投资者信心、引导实际利率下行、维护改革成果是政府工作的重要目标，虽然贬值

悄然增大之时，投资者偏好中高等级、短期品种。

最新公布的8月财新PMI初值47.1，创2009年3月以来最低，国内经济下行压力仍大，而全球股市和国际油价大幅下跌，加重了市场避险情绪，加之央行意外“降息降准”，使得投资者想像空间打开，债市存在较好的交易机会，尤其可以关注“做平曲线”交易策略。但不能忽视对于中期债市而言重要的潜在不确定因素：人民币汇率贬值带来的潜在流动性压力，美国经济复苏且“加息”政策呼之欲出，通胀回升，广义货币超增等。本轮“牛平”行情来得突然，基础还不牢靠，博弈资本利得的同时，需警惕正面逻辑阶段性结束时市场的回调。（作者任职于国内某基金公司，本文仅代表个人观点，与所在机构无关，文责自负）

驱动本轮行情的主要诱因之一是新

## “双降”后人民币不跌反涨 货币宽松或是短空长多

间外汇市场收盘汇率，并综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化。25日，境内人民币兑美元即期汇率升至1.0819，较前一日报1.0820元高1个基点。业内人士指出，随着市场恐慌情绪逐步消减，资产定价重归基本面逻辑；本币利率下调或许触动了市场对资金外流的担忧，但若宽松政策有助支撑经济增长，则将强化人民币汇率的基本面支持。人民币汇率有顺应经济金融形势调整的必要，但无深度贬值空间。

从即期外汇交易来看，26日人民币对美元市场价格总体稳定，与中间价的点差有所收窄。盘面显示，26日银行间即期询价交易中，人民币兑美元早盘升至1.0818元，较前一日报1.0817元高1个基点，接近当日中间价下幅度；开盘后人民币汇率出现一波跳水，最低至1.0813元后企稳，上午11点后汇价重新走升，在涨回前日收盘汇率附近后转为震荡，尾盘收报1.0816元，小涨19个基点；全天日内波动较大，高低点差达到261个基点。据统计，26日人民币最新收盘汇率与中间价点差为62个基点，较前一日的137个基点有所收窄。不过，市场汇率仍略低于中间价水平。

香港人民币离岸市场上，人民币兑美元即期汇率(CNH)在整个亚太交易时段

呈现高开高走局面，截至下午17时，人民币CNH汇价最新报6.4861元，较前日收盘汇率上涨239个基点，从而令人民币境内外即期汇率进一步收窄。

### 人民币无深度贬值风险

尽管昨日人民币在岸即期汇率升幅不大，但表现仍超出预期。市场人士指出，在本月中旬对人民币中间价做出一次性调整后，虽然人民币在岸即期汇率逐步走稳，但市场上贬值预期仍较浓，特别是央行25日晚间实施降准并行降息的货币宽松政策，进一步触动了市场对资金外流及人民币汇率贬值的担忧。由此看，只要26日人民币不出现大幅贬值就算强势了，何况还有升值。

在26日晚，“双降”消息发布后，即有部分机构发表了对人民币汇率走势的看法。据WIND汇总的观点显示，其中野村证券认为中国宽松政策可能会推高人民币贬值预期；摩根大通中国首席经济学家亦表示，中国央行在降准的同时再减息，超出预期，这将增加人民币贬值压力，预计今年余下时间中国的资本外流还会加剧。总体看，这些机构主要是担心货币宽