

配置行情火热 利率仍未见底

□本报记者 张勤峰

“你就像那把火，熊熊火焰温暖了我。”在这个冬天，这样一句歌词恐怕唱到了很多债券投资人的心坎里。很少人会想到，始于2013年冬天的这把债市的火，居然能烧到现在，而且在这样的时点上，还能烧得这样红火。

近期，10年期国债收益率在有效突破3%关口后犹如一匹脱缰的野马一路狂奔，迭创新低，目前已至2.8%的位置，10年期国债收益率也降至3.1%，低到了让人跌破眼镜的地步。两个有风向标志性的长债利率指标皆已逼近2008年以来的历史低位。

市场机构指出，基本面、政策面、流动性、宏观风险偏好均未出现拐点，债券市场仍看不到明显的风险因素，收益率向下的趋势不变，未来10年期国债收益率刷新历史低位不无可能，即便利率出现调整也会有顶。当然，在经历短期快速上涨后，行情可能放缓，甚至出现反复，稳健的投资者不妨韬光养晦，等待利率调整。

冬天里的一把火

今年冬天的债市一片火热朝天。

10月份，利率下行的行情贯穿始终，10年期国债收益率从3.2%以上直扑3%的2009年初以来低位。10月底11月初，10年期国债在3%以下浅尝辄止，随后更是出现快速的上行，到11月10日一度涨回3.2%，短时间内利率上行逾20bp。彼时，不禁有债市机构感慨，“终于闻到了一丝熊的气息”。牛市到底还是牛市，10年期国债只在3.2%位置呆了两个交易日，便折返3.1%一线，稍事盘整后，从11月下旬开始，又掀起了一波攻势。从中债收益率曲线上看，10年期国债于12月8日重新跌回3%心理关口，并再次转向盘整，就在市场担忧会再次无功而返时，利率实现了有效突破，10年期国债在突破3%关口后犹如一匹脱缰的野马一路狂奔，迭创新低，到24日已跌至2.8%的位置。12月28日，银行间市场待偿期接近10年的国债继续成交在2.8%一线。10年期国债收益率上一次处在2.8%左右还是在2009年1月中旬。

不光是10年期国债，作为本轮债券牛市的另一个风向标品种，10年期开债的表现也是让人惊掉下巴。中债收益率数据显示，自12月15日以来，在不到两周时间里，10年期开债收益率大跌近30bp；12月28日，10年期开债成交在3.10%一线，还在继续下行，而这也已是2008年以来10年期开债的最低值。

从2013年冬天到2015年冬天，债券市场的这把火不仅不想不灭，而且越烧越旺，而在外汇市场风云变幻、权益市场反反复复的当下，债券市场这把火温暖了不少人。

都是资产荒惹的“火”

11月中旬以来，这波行情来势汹涌，尤其是发生在内外形势复杂的环境下，多少有些让人出乎意料。

11月时，不少机构认为年底债市会有波折，11月上旬的调整更加剧了谨慎的气氛。首先，年底流动性易现紧张，通常不是发动多头行情的好时候，今年8、9月份以来，债券市场又经历几波明显的上涨，年底机构保收益的欲望会更强一些；其次，A股IPO重启，新股申购导致的资金在途效应，增添年底债市不确定性；再者，12月美联储加息，外汇市场波动牵动人心，资金外流显现加大的迹象，进一步增添流动性的不确定性；最后，利率已经不低，继续下行难度加大。

债市再一次用实际行动宣示了牛市的定位。回顾这一波行情，原因主要有几个方面：一是流动性状况好于预期。自11月以来，资金面持续平稳、宽松，IPO扰动有限、美联储升息也未引起短期流动性的异常变化，流动性状况持续好于预期。二是美联储升息被当成利空出尽来解读，反而刺激了先前压抑的市场需求释放。三是年底债市供给较少，到期再配置压力较大。四是年初配置需求开始提前释放，往年一季度因债券供给少、流动性宽松，往往会有一波行情，市场对此有一致预期，今年这种配置需求提前释放。五是年底股市行情反复、汇市波动较大，债券市场的安全性和收益性仍相对较好，受到机构的青睐，债市资金被分流的一幕并未出现。

归根到底，这波债市行情仍然是钱多、缺资产格局下，资金扎堆债市现象的深入。当前存在资产荒仍是市场共识，早配置早受益的心态普遍，而今年流动性宽松、供给相对较少，促使配置需求提前释放，加上交易员追逐的推波助澜，一波疯牛行情便由此上演。

利率低位难免波动

当前，债券市场上两个有风向标意义的长债利率指标皆已逼近2008年以来的历史低位，并且处在或者已低于部分机构的预期底线，后续的收益率曲线如何走，是一个很现实的问题，而市场分歧在重新加大。

有不少机构认为，收益率短期快速下

行存在波动隐患。如兴业证券指出，当前收益率的快速下行使得资产的安全边际明显下降，未来一些超预期因素可能给市场带来波动的风险，比如：地方债供给是不是会提前加速释放；资金利率下降偏慢，如果没有资本利得弥补，可能引发投资者离场；政策加强对杠杆的监管；替代资产出现。同时，资产荒的问题也在逐步化解，比如注册制的推出。当前过于拥挤的供求关系可能给市场带来波动，建议投资者根据自身实际情况进行操作，提高投资的确定性和安全边际。

海通证券进一步指出，若后续没有资金跟进，短期债市出现回调是大概率事件。原因是，降准预期可能延后，而当前10年期国债和国开利率已经下到年内低位，向下还有20-30BP左右空间，但论概率而言，向上的可能性或许要大于向下。在目前10年期国债2.8%的利率水平下，假如出现20bp向上调整几乎就等于一年白做了，因此按预期收益率看的话，这个买卖并不划算。若后续没有资金跟进，短期债市出现回调是大概率事件。

国债期货不改多头格局

在经过上周连续多个交易日的大幅拉涨后，周一（12月28日）国债期货市场继续震荡上扬，其中十年期品种再度刷新上市以来的新高。分析人士指出，年底时点市场流动性意外保持充裕、主流机构配置热情高涨等因素，共同推动了近期债券市场的快速上涨。从短期来看，虽然市场上涨过快后的调整仍需警惕，但牛市趋势预计仍将延续。

期货十年期再度挺进新高。国债期货市场在上周五短暂休整之后，周一再度发力上攻。截至收盘，期债5年期主力合约再度逼近前期高点，TF1603报100.955元，上涨0.115元或0.11%。TF1603持仓当日增加68手至24705手，成交缩量三成至18639手；10年期主力合约则连续第三个交易日刷新历史高点，TI1603收盘报100.48元，大幅拉涨0.225元或0.22%；持仓小幅增加337手至26559手，成交缩量三成至14896手。

交易员表示，此前各方对于上周末降准或降息的预期较为高涨，但利好落空也并未对市场带来实质性打击。从资金情况来看，虽然2015年仅剩下3个交易日，但流动性整体依旧保持充裕。市场各方对于央行继续宽松的预期，在年末敏感时点反而进一步压低了1个月及以上中长期期的资金利率。与此同时，在年底前主流机构配置需求热情仍未明显消退的背景下，随着年末利率债供给暂时进入真空

当然，不管是兴业还是海通，均认为债券牛市格局不变。兴业报告称，从方向上看，基本面和钱多仍然有利于债市，中国也需要低利率的环境来实现去杠杆。海通亦称，我国经济增长面临长期下台阶，政府加杠杆成为对冲经济下行最快也是最有效手段，利率若调整也有顶。

国泰君安更加乐观，该机构认为，央行降准来改善流动性预期是大概率事件，驱动债券收益率不断下行的金融机构配置度加大的过程并未结束，仅仅基于历史收益率水平而对当前利率水平感到过度恐惧其实并没有必要，基本面、政策面、流动性、宏观风险偏好均未迎来拐点，市场的趋势在不断强化而非削弱。国泰君安认为，收益率下行的跨年行情仍将持续，本轮行情中10年期国债收益率终将突破2008年历史低点2.7%。国泰君安建议，安心持有，不要频繁上下车。

当然，鉴于短期行情推进过快，也不妨听从海通证券的建议，在当前时点韬光养晦，等待调整或为上策。

跌时抗跌 转债跑赢正股

A股大肆跳水，转债也未幸免，周一，A股正常交易的转债（含可转债）全线收跌，但跌幅普遍低于正股，转债抗跌特性有所显现，部分弥补了当前上涨弹性不足的“短板”。

受正股走势拖累，周一沪深两市存量转债均下跌，跌幅最大的是传统转债歌尔，跌3.75%，电气转债跌1.29%，另外，可交换债14宝钢EB跌1.99%，其余转债跌幅均不足1%，格力转债表现最为抗跌，全天仅跌0.19%。

与正股相比，昨日转债全面跑赢。以歌尔转债为例，尽管在转债中跌幅居首，但表现

仍好于正股歌尔声学的跌幅4.17%；格力转债与正股的反差最为明显，昨日格力地产跌幅达5.22%，领涨转债正股，其转债则在存量转债中表现最好。

近期A股出现调整，转债表现好于正股，部分体现了转债的防御特性，当然，在A股上涨的过程中，转债跟涨能力不足的问题也比较突出。市场人士指出，存量转债的高估值，反映的正股上涨预期仍然过于乐观，在A股行情不稳、转债供给释放的情况下，估值上行压力很大，买转债不如配正股。（张勤峰）

年内最后一批农发债需求较旺

农发行28日招标发行六期固定金融债，这也是今年农发行的收官之作，接近年底利率债净供给少，二级行情回暖，农发债招标结果偏暖。

农发行本次增发2015年第五期10年期、第十二期7年期、第十七期2年期、第十八期3年期、第十九期1年期和第二十期5年期固定利率金融债券，分别不超过90亿元、70亿元、70亿元、90亿元、90亿元。招标结果显示，1年期固定

债中标利率2.3111%，全场倍数3.50，边际倍数1.00；2年期中标利率2.5833%，全场倍数2.52，边际倍数1.67；增发3年期中标利率2.6519%，全场倍数2.67，边际倍数3.12。农发行5年期固定债中标利率2.8815%，全场倍数2.67，边际倍数1.08；7年期中标利率3.1462%，全场倍数3，边际倍数1.69；10年期中标利率3.188%，全场倍数3.19，边际倍数1.62。（王姣）

交易员札记

债市收益率继续下行

昨日市场资金面整体仍然保持宽松，资金供给充裕，跨节资金上行幅度稍大，隔夜回购1.96%，上行1BP；跨节7天回购利率2.59%，上行10BP。

二级市场债市收益率仍延续下行趋势，交投活跃，其中中长期的国债和政策性金融债下行明显。10年期国债150023成交平均价2.795%，较上一交易日下行0.5BP。5年期开债150220最低成交2.86%，较上一交易日下行5BP；7年期开债150209最低成交在3.12%，较估值下行2BP；10年期开150210平均成交价3.11%，较上一交易日

下行0.5BP，150218平均成交价3.095%，较上一交易日下行1BP。信用债成交较少，中高等级的超短期债券变化不大，中长期债券鲜有成交。

随着年末临近，债券交易活跃不减，看多的机构还是大多数。目前基本面、政策面和供需关系仍支持债券收益率下行，尤其是一季度配置需求释放较多，而供给相对跟不上，投资者对一季度行情充满了期待，都不想踏空一季度行情，昨日一级投标需求依然较旺可见一斑，因此这波行情的下行有很大部分是提前建仓所致。（潍坊农信 代长城）

借力体育营销 推进品牌战略 上汽集团以品牌建设为契机加快转型步伐

12月28日，上汽集团与上港集团足球俱乐部举行战略合作发布会。上汽集团携旗下上汽荣威、上汽名爵两大品牌正式成为上港集团足球俱乐部2016年度战略合作伙伴，双方将在品牌宣传、营销活动、服务推广等各方面进行全面合作。

此次携手上港集团足球俱乐部，上汽集团品牌建设再添新动力。上汽集团将借助此次战略合作，履行企业社会责任，提升上汽品牌价值，促进产品及服务营销，鼓励员工拼搏、倡导健康生活。

强强联手开展年度合作

“建设成为全球布局、跨国经营，具有国际竞争力和品牌影响力的世界著名汽车公司”是上汽集团的创新转型发展战略目标。近期，上汽集团发布了公司愿景：“倾力打造富有创新精神的世界著名汽车公司，引领未来汽车生活”。围绕公司战略目标与愿景，上汽集团制定了完整的“十三五”品牌战略规划，其中包括品牌建设目标、品牌价值体系、品牌建设方法与传播路径规划。

为此，上汽集团积极寻找品牌传播有效途径，以具有强大影响力和广泛覆盖面的体育赛事为切入点，经过深入调研，选择与上港集团足球俱乐部进行战略合作。这是上汽集团加快创新转型发展和品牌建设，做强自身品牌的一项举措；同时也是上汽集团履行企业社会责任的积极行动。

作为中国领先的汽车企业，上汽集团2015年第11次入主《财富》世界500强，排名第60位。近年来，上汽集团积极开拓海外市场，布局以泰国为中心的东南亚地区。近期，上汽集团还携名爵品牌和大通品牌成功亮相2015迪拜国际车展，同时成立了上汽中东公司，全面进军中东市场。作为上升势头迅速的球队，上港集团足球俱乐部在2015赛季取得中超联赛亚军的好成绩，并成功晋级亚冠联赛。凭借中超联赛及亚冠联赛在国内的高收视率及广泛传播面，此次上汽集团携手上港集团足球俱乐部，将有助于提升上汽品牌在全球范围内的影响力，助推国际经营战略，加快上汽集团品牌建设步伐，树立起可信赖、负责任、开拓创新的企业形象。

上汽集团表示，成为上港集团足球俱乐部的战略合作伙伴，有助于上汽集团在广大球迷



上汽集团签约成为上港集团足球俱乐部2016年度战略合作伙伴

中提升上汽集团的品牌的知名度；上汽集团整合下属企业资源，将更多结合上港集团足球俱乐部各类线下活动契机，展示上汽集团下属企业的产品与服务，比如未来比赛场地或其它重要活动的用车服务等；上汽集团未来还会以车友网为平台，更多为球迷朋友们推出比如车辆体验服务以及丰富多样的会员服务等等，使上汽集团的产品与服务深入球迷，给大家更完美的体验。

上汽品牌建设“蓝图”

品牌建设是长期的，其效应显现也不是一蹴而就的，需要积累与沉淀；更重要的是，在此之前，需要明确未来发展方向；上汽集团发布的战略目标是“成为全球布局、跨国经营，具有国际竞争力和品牌影响力的世界著名汽车公司”，发布的愿景是“倾力打造富有创新精神的世界著名汽车公司，引领未来汽车生活”；围绕

“品牌影响力”和“世界著名汽车公司”，上汽集团制定了完整的“十三五”品牌战略规划，包括品牌建设目标、品牌价值体系、品牌建设方法与路径规划。

在即将过去的一年中，上汽集团在品牌建设方面已经动作频频。

11月10日，上汽集团携旗下MG名爵和上汽大通两大自主品牌亮相迪拜国际车展。上汽集团自主品牌共有9款车型参展，包括MG名爵旗下的MG GS名爵锐腾、上汽大通旗下的G10等量产车在中东首发，纯电动宽体轻客EV80也亮相车展。与此同时，上汽中东公司正式成立，开启上汽集团在中东地区的营销服务。目前，上汽正处于由传统的“出口贸易”模式向“海外经营”模式转型的关键时期，抢占中东地区汽车市场“桥头堡”，是推进上汽全球布局、跨国经营的重要举措，标志着上汽集团向着“建设成为全球布局、跨国经营，具有国际竞争



上港集团足球俱乐部2016赛季新球衣亮相