

汇率贬值惊起跌声一片 债创新高风景这边独好

低风险 正收益 拥抱债牛正当时

本报记者 张勤峰

新年伊始，人民币汇率猛烈贬值，惊起金融市场跌声一片，A股连遭重挫、商品萎靡不振，唯有债券市场一枝独秀。12日，银行间市场指标十年期国债收益率时隔两周再度跌破2.8%，13日，待偿期接近十年期的国债现券成交到了2.72%，再创本轮牛市新低。

从3.2%到3%再到2.8%，回顾2015年以来，十年期国债收益率在关键心理位置面前不犹犹豫和反复，但最终结果除了跌还是跌，心理预期一降再降，仍被证明是过于“悲观”。业内人士指出，债市绝对收益率确已很低，但在债市运行脱离历史轨道的背景下，真正的底部或许只能通过试错出来，利率向下有想象空间，同时，经济不振，债牛当道，利率向上风险有限。回顾大类资产，债券获取正向收益的安全性显得弥足珍贵。尤其在年初配置额度充裕、低利率渐成共识、金融市场不稳的时点上，拥抱债券仍是可取做法。

牛就一个字

13日，国债期货市场展开高位震荡，十年期国债期货主力合约T1603尾盘触及100.86元，创历史新高。

现券行情火爆，13日，银行间债市收益率整体继续走低，待偿期接近10年的15附息国债23盘中最低成交到2.705%，尾盘成交在2.72%左右，再创本轮牛市新低；接近10年的15国开18成交在3.02%左右，再下5bp，盘中一度跌穿3%，同样破了这一轮牛市的纪录。

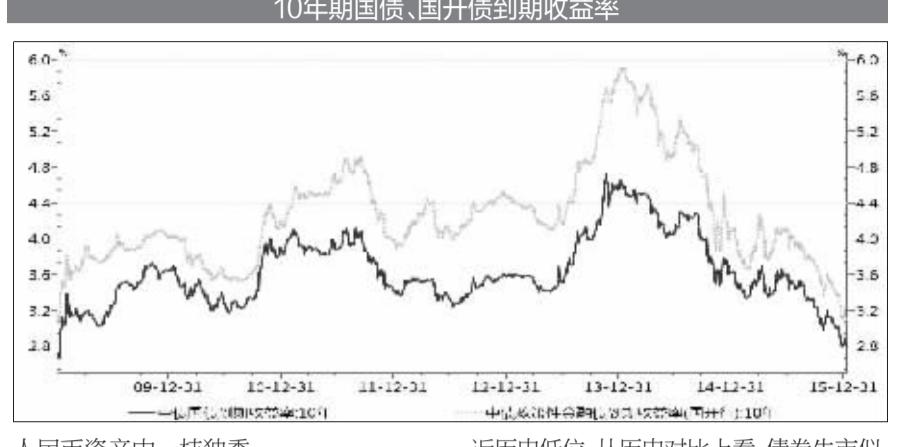
不管是新高还是新低，归纳起来就一个字：牛。的确，与其它人民币资产比起来，最近债市太牛了。

2016年，人民币汇率开盘走贬，即期价、远期价、在岸价、离岸价，跌声一片。一时间，唱空中国风起云涌，人民币资产先后“中枪”，A股重挫、商品萎靡，债券市场虽不敢说是毫发无损，但踉跄之后迅速站稳，并重振旗鼓再攀新高，在众多

观点链接

国信证券：等待更明确信号

近日债券持续反弹最主要的原因是投资者对流动性担忧的下降，而这也是去年12月底债券市场小幅调整的原因。不管是考虑经济状况还是改革需要，春节前央行维持资金面宽松的总基调并不会变。不过，由于目前曲线已经偏平坦，10年金融债-1年金融债利差为60BP左右，所以现在采取观望态势，等待更明确的信号。未来信号主要来自于两方面，一是经济增长的迅速回落，环比明显恶化推动长期利率进一步下行，二是公开市场操作利率或者



人民币资产中一枝独秀。

从中债到期收益率曲线上看，指标品种十年期国债收益率在去年底创出2.7961%的本轮牛市新低后，暂时未能有效突破2.8%关口，今年初两个交易日在汇市动荡、资金偏紧、获利回吐等多重因素作用下，十年国债收益率快速反弹至2.89%位置。此后，十年国债收益率重新走低，于12日再度跌破2.80%至2.7887%，并超越前期低点。另一热门券种——十年期国开债，十年国开债年前最低至3.1073%，本月5日一度涨回3.2175%，再到12日跌回3.0528%，不仅收复失地，还跌破了前期低位。中债收益率曲线上，13日十年期国债、国开债收益率最新报2.7237%和3.0129%，双双改写本轮牛市新低。

事实上，考虑到2007年以来债市进入快速发展阶段，相应的收益率数据更加可比，若以2007年以来数据为参照的话，当前十年期国债和国开债收益率已经很低，但那是参照历史得出的结论，由于参照系的变化，真正的利率底部在哪里恐怕只能通过试错出来，在这一过程中，利率还有向下的想象空间，因为即使是底部已经出现，利率也有可能维持阶段性的“超调”。而目前经济仍看不到明确企稳信号，货币政策有进一步放松的空间和预期，其它大类资产又深陷动荡，应该说投资者存在着“试错”的动力。

市场人士指出，经济不振，债牛当道，2016年经济与通胀“双低”几乎是市场共识，货币政策维持边际宽松悬念不

没有最低 只有更低

当前债市收益率已经处在或者十分接

货币市场利率水平进一步下行，短久期和长久期债券利率同时回落。

申万宏源：理财配置后劲仍足

2016年理财产品收益率将出现明显下行。而银行理财规模预计还会大幅增长，在当前理财产品收益率高于同期存款利率，同时全民风险偏好下降的情况下，理财仍是很居民存款的重要选项。根据理财产品的增长趋势，保守估计，到2016年底理财规模将达到28万亿元左右。随着理财产品收益率下降，且银行理财更加注重防风险，更多理财资金将配置到债券和货币基金中来。

国泰君安：10年国开“破3”在即

今年开年“黑天鹅”乱舞，投资者预期回报大幅调低，风险资产调整压力持续增大，强化了债市的避险功能。更进一步，一季度供需关系向好，机构年初再配置压力巨大，且刚刚开始显现。一是中小城商、农商银行可投资资产有限，宽资金下积极配置债券，而且银行表内资产受监管和杠杆限制，委外投资需求上升；二是保险协议存款到期量巨大，有被动配置压力；三是理财到期再配置压力巨大，2015年12月以理财为主的广义基金净增持近9000亿元，购买力惊人。

此外，理财产品收益率加速下行，有望缓和广义基金资产负债收益不匹配的矛盾，打开无风险利率下行的空间。而资金持续外流，再降准仍存可能，一季度尤其是春节前仍是货币政策再宽松的时间窗口，若能有效带动短端收益率下行，也有望带动整体收益率继续往下。

站在当下，汇率贬值、股市下挫、海外市场资产调整风险加大，机构风险偏好下降，债市收益率虽低，但好在相对安全、流动性尚可，仍是资金可去之处。

中信建投：10年国债看到2.5%

一季度市场看多的趋势没有发生改

变，年内10年国债到2.5%是大概率事件。首先，去产能进程加快。去产能的过剩必然涉及到债务的重组，失业率短期的增加，无论是经济还是通缩压力都将增大。其次，一季度供给偏少，但债券市场待配置资金较多，近期股市再次大幅走低，风险偏好降低继续推进资金进入股市。最后，降息降准仍然在路上，人民币贬值压力不会成为束缚货币政策放松的原因，一是因为汇率风险可控，二是因为放松的预期已经被市场充分反映，而如果不放松货币政策，将进一步增大经济下行压力，对汇率也将构成打压。（张勤峰 整理）

大，低利率没有太大的风险。若经济增速再降、货币政策再松，债市收益率中枢再下沉也不无可能。简言之，当前债市所处的环境是，风险有限，还有机会。

前述交易员表示，虽然利率不断创新低，继续向下的想象空间也在收窄。但放在“不缺钱、缺资产”，尤其是缺低风险、高收益资产的大环境中，固收资产仍显得弥足珍贵。

低息时代正在来临，资产预期回报在不断下降，加之面对其他资产的动荡，若债券仍能够提供相对不小的“正回报”，夫复何求？如此也就不难理解近期债市为何能够一枝独秀了。

一季度是个好时节

由于利率底部不明确，市场预期更分化，在利率不断创新低的过程中，并不排除债市出现波动或调整。但总的来看，一季度债券市场风险不大，拥抱债券仍可是可取的做法。

一季度净供给有限，机构配置额度充裕，供需关系较好，容易走出一波牛市行情。国泰君安指出，一季度地方债发行尚未启动，净供给大幅下降，但机构年初再配置刚开始显现。一是中小城商、农商银行可投资资产有限，宽资金下积极配置债券，而且银行表内资产受监管和杠杆限制，委外投资需求上升；二是保险协议存款到期量巨大，有被动配置压力；三是理财到期再配置压力巨大，2015年12月以理财为主的广义基金净增持近9000亿元，购买力惊人。

此外，理财产品收益率加速下行，有望缓和广义基金资产负债收益不匹配的矛盾，打开无风险利率下行的空间。而资金持续外流，再降准仍存可能，一季度尤其是春节前仍是货币政策再宽松的时间窗口，若能有效带动短端收益率下行，也有望带动整体收益率继续往下。

站在当下，汇率贬值、股市下挫、海外市场资产调整风险加大，机构风险偏好下降，债市收益率虽低，但好在相对安全、流动性尚可，仍是资金可去之处。

变。年内10年国债到2.5%是大概率事件。首先，去产能进程加快。去产能的过剩必然涉及到债务的重组，失业率短期的增加，无论是经济还是通缩压力都将增大。其次，一季度供给偏少，但债券市场待配置资金较多，近期股市再次大幅走低，风险偏好降低继续推进资金进入股市。最后，降息降准仍然在路上，人民币贬值压力不会成为束缚货币政策放松的原因，一是因为汇率风险可控，二是因为放松的预期已经被市场充分反映，而如果不放松货币政策，将进一步增大经济下行压力，对汇率也将构成打压。（张勤峰 整理）

对于近期转债整体表现好于正股、部分EB甚至小幅上涨的原因，业内人士认为主要有三点，一是转债绝对价格前期已经有调整，转债在绝对价格不高的情况下，表现出抗跌的特征；二是偏债性的国资EB等转债受正股的影响要弱一些；三是转债市场以机构投资者为主，恐慌情绪弱于股市。

短期仍偏弱势

业内人士指出，短期A股反弹无力，预计后劲仍难以向上突破，或延续底部震荡格局，转债市场亦难以独善其身，向上或向下的空间都较为有限，建议投资者谨慎为宜。“做反弹空间不大，做配置保护不足。”兴业证券指出，由于股市预期不佳+转债供给上升，导致转债在当前绝对价格较高的情况下，估值难以主动提高。因此，即使股市出现一定的反弹，转债反弹的空间也非常有限。而从配置的角度看，当前

“做反彈空间不大，做配置保护不足。”兴业证券指出，由于股市预期不佳+转债供给上升，导致转债在当前绝对价格较高的情况下，估值难以主动提高。因此，即使股市出现一定的反弹，转债反弹的空间也非常有限。而从配置的角度看，当前

转债价格还是偏高，向上预期收益不够，向下缺乏保护，因此，建议仍是谨慎操作。

中信证券进一步指出，从近期转债市场来看，正股市场的大幅波动是最大的风险来源点，当A股暴跌时转债也无法独善其身，但随着近期权益类市场的调整此类风险正逐步释放。此外，供给冲击是另一重风险，不过随着近期多支新券陆续发行，供给冲击的边际效应已经衰减，后续仅有白云机场（35亿元）与广汽集团（41亿元）规模较大，因此短期内需要更加密切关注A股市场的波动，若能够逐渐稳定则转债价格也有望在目前价格附近企稳。

具体到策略上，中信证券建议，虽然风险加大但在市场大幅波动之际部分标的也出现了一定的配置机会，由于估值过大是转债上行的主要桎梏，因此建议投资者重点关注目前估值相对较小、正股资质向好的标的以及近期调整幅度较大的低价可交换债。

具体到策略上，中信证券建议，虽然风险加大但在市场大幅波动之际部分标的也出现了一定的配置机会，由于估值过大是转债上行的主要桎梏，因此建议投资者重点关注目前估值相对较小、正股资质向好的标的以及近期调整幅度较大的低价可交换债。

具体到策略上，中信证券建议，虽然风

险加大但在市场大幅波动之际部分标的也

出现了一定的配置机会，由于估值过大是

转债上行的主要桎梏，因此建议投资者重

点关注目前估值相对较小、正股资质向好的

标的以及近期调整幅度较大的低价可交

换债。

过度透支中长期逻辑而押注短期市

场走势的极端玩法，目前看日益接近尾

声，长期债券向上调整的压力很大，进

一步的下行需要汇率的切实稳定，尤其

是经济的有效下行，这需要市场化改

革强力推进下的经济无效需求自动去化，

也就是说市场到了必须回归基本面

经济的下行与短期利率下行。（本文仅

代表作者个人观点）

期债料延续强势格局

□本报记者 王辉

本周三（1月13日）国债期货市场持续强势，5年及10年期国债主力合约双双录得四连阳并刷新历史新高。分析人士表示，在经济基本面、资金面等因素持续利好的背景下，随着市场配置力量的继续释放，短期国债期货市场仍将延续强势格局。

期债两品种再创新高

在A股市场近期持续表现羸弱的背景下，周三债券市场再度走强。当日期债受市场有关管理层指导银行降低理财产品收益率的利好刺激，早盘高开之后全天持续震荡走高，收盘时整体仍录得较大幅度上涨。

具体市况方面，5年期国债主力合约TF1603早盘高开之后小幅下探，午后多方重新掌握主动，尾盘继续快速拉升。截至收盘，5年期国债期货主力合约TF1603报101.130元，上涨0.155元或0.15%；TF1603持仓当日增加596手至24717手，成交21587手，与前一交易日基本持平。

10年期国债期货主力合约T1603收盘报100.82元，大幅上涨0.210元或0.21%；持仓大幅增加732手至29507手，成交微幅缩减至22407手。在周三全天的交易结束之后，TF1603与T1603双双录得日线四连阳，并均刷新了历史新高。

而在债市的具体投资策略方面，瑞达期货等机构观点表示，略好于预期的12月进出口数据，周三盘中一度虽然打压期债上行，但一级市场机构配置热情仍高，推动长债收益率继续下行。整体来看，目前资金面继续处于宽松环境之中，国债期货多头情绪打压有限。而当日最

新招标的5年期国债及五期农发行新债的招标结果来看，一级市场招标的火爆场面，再次显示出配置需求的旺盛。与此同时，虽然资金面短期仍面临企业缴税、春节备付需求等不利因素影响，但大行资金供给仍较充分，流动性环境整体继续有利于多方发动攻势。

收益率有望继续平稳下移

对于未来一段时间债市的整体表现，市场主流观点仍普遍认为，短期债市收益率继续震荡向下仍然是大概率事件，期债市场的强势格局也将有望延续。

对于周二市场有关管理层指导银行降低理财产品收益率的消息，国泰君安周三发表观点表示，理财产品收益率的下降，以及更加注重防范风险，意味着更多理财资金将配置到债券和货币基金中，从而有利于债市收益率曲线的继续下移。此外，上海证券等机构也进一步指出，在降准预期迟迟不能兑现的情况下，市场消息面相对平淡，但在宽松资金面、配置需求以及避险情绪的共同支撑下，短期市场收益率水平仍有望继续平稳向下。

而在债市的具体投资策略方面，瑞达期货等机构观点表示，略好于预期的12月进出口数据，周三盘中一度虽然打压期债上行，但一级市场机构配置热情仍高，推动长债收益率继续下行。整体来看，目前资金面继续处于宽松环境之中，国债期货多头情绪打压有限。而当日最

人民币兑美元汇率继续走稳

13日，在岸和离岸人民币兑美元汇率均延续走稳势头，整体波动有限，且两地人民币汇率接近，几无价差。市场人士指出，贸易盈余对人民币汇率有支撑，但当前市场贬值预期比较一致，再考虑到中美经济与货币政策差异，人民币对美元要彻底扭转跌势难度不小，短期走稳或是较好的结果。

13日，在岸市场人民币兑美元汇率中间价设于6.5630元，微跌2基点，连续四个交易日基本保持稳定。另外，该中间价仍比前及即期市场收盘价高出逾100基点。12日，银行间外汇市场上人民币兑美元即期询价交易收报6.5750元。

13日，在岸人民币兑美元即期汇率高开于6.5708元，但并未继续走高，早盘一度跌至6.5804元，日内反复震荡，但整体波动有限，截至16:30报6.5750元，与前收盘价持平。

香港市场上，离岸人民币波

动也进一步收窄。13日早间，离岸人民币兑美元即期汇率平滑波动，整体波动有限，且两地人民币汇率接近，几无价差。

业内人士指出，年初以来，人民币对美元贬值幅度较大，人民币空头已积累了一定浮盈，随着中资大行出手托底，短期内继续做空人民币的风险有所加大。

12日，银行间外汇市场上人民币兑美元即期询价交易收报6.5750元。

13日，在岸人民币兑美元即期汇率高开于6.5708元，但并未继续走高，早盘一度跌至6.5804元，日内反复震荡，但整体波动有限，截至16:30报6.5750元，与前收盘价持平。

香港市场上，离岸人民币波

动也进一步收窄。13日早间，离岸人民币兑美元即期汇率平滑波动，整体波动有限，且两地人民币汇率接近，几无价差。

业内人士指出，年初以来，人民币对美元贬值幅度较大，人民币空头已积累了一定浮盈，随着中资大行出手托底，短期内继续做空人民币的风险有所加大。

12日，银行间外汇市场上人民币兑美元即期询价交易收报6.5750元。

13日，在岸人民币兑美元即期汇率高开于6.5708元，但并未继续走高，早盘一度跌至6.5804元，日内反复震荡，但整体波动有限，截至16:30报6.5750元，与前收盘价持平。

香港市场上，离岸人民币波

动也进一步收窄。13日早间，离岸人民币兑美元即期汇率平滑波动，整体波动有限，且两地人民币汇率接近，几无价差。

业内人士指出，年初以来，人民币对美元贬值幅度较大，人民币空头已积累了一定浮盈，随着中资大行出手托底，短期内继续做空人民币的风险有所加大。

12日，银行间外汇市场上人民币兑美元即期询价交易收报6.5750元。

13日，在岸人民币兑美元即期汇率高开于6.5708元，但并未