

利率低位不追低 持有为主等政策

□本报记者 张勤峰

年初汇市巨震，债市风景独好。上周，十年国债收益率最低跌至2.72%，十年国开债收益率几近跌穿3%，双双创下本轮牛市新低。

分析人士指出，债券收益率虽低，但经济不振，债牛当道，当前的低利率没有太多风险。更重要的是，机构不缺钱、缺资产，资金去无可去，低利率正被接受，未来仍有下行空间。但短期看，利率不高、下行过快，交易户有获利了结冲动，而资金利率持稳，债券收益率进一步往下需待资金面突破，关键要看货币政策。综合而言，近期债市或有震荡，持有为主，调整是机会，等待政策突破。

再见利率新低

上周，银行间市场十年期国债收益率最低跌至2.72%，十年期国开债收益率逼近3%，再创本轮牛市新低。

从国债收益率曲线上看，上周十年国债收益率先抑后扬，上半年一路下行至最低2.72%，后半周小幅反弹至2.75%左右，全周仍下行近9BP；十年期国开债周中降至3.01%，随后略反弹至3.02%，全周下行8BP。站在当下，十年国债收益率正逼近2008年底2009年初的绝对低位，十年国开债则率先跌穿2009年1月低位，剑指2002年的历史大底。

回想2015年底，债市快牛考验市场心理底线，就连卖方中曾经坚定的多头，也开始提示收益率“超跌”的风险，然而一波未平一波又起，年初的行情似乎是要证明，债市盛宴根本停不下来。

分析年首这波债市行情，业内人士认为主要有三方面因素推动：一是年初



机构配置额度充裕，供需关系偏暖。年初债券发行尚未大规模启动，尤其是地方债暂无供给，净供给相对较少而机构年初配置压力很大，城商行农商行积极加仓、保险有再配置压力、银行委外投资增多，而广义基金购买力惊人。二是汇率波动对流动性尚未造成实质压力，而央行加码资金投放，缓解投资者对短期流动性的担忧情绪。上周央行放量进行2400亿元逆回购操作，又“追加”开展1000亿元MLF操作，流动性投放力度明显加大。三是年初海内外金融市场动荡，投资者风险偏好不断下降，对安全资产需求日益增强。新年伊始，人民币汇率贬值，A股连遭重挫、商品萎靡不振，唯有债券市场一枝独秀。

债牛暂无大风险

站在当下往后看，不缺钱、缺资产的格局依旧，在风险偏好下降市道下，债市的正收益和低风险性仍具吸引力，暂时看不到大的调整风险。

业内人士指出，经济不振，债牛当道，

2016年增长低通胀低必然对应着利率低，当前的低利率没有太多风险。更重要的是，机构不缺钱、缺资产，经济看不到企稳迹象、风险资产很有风险、资产预期回报不断下降，低利率正被广泛接受，债市低利率相对并不低。试问，面对年初以来其他资产的动荡，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。

有市场人士进一步指出，一季度供需关系较好，尤其是近期货基、债基大发，广义基金大举增持债券的势头没有扭转的迹象。从一两个月的时间尺度上看，债市暂时没有实质性的利空出现。若经济增速再降、货币政策再松，机构资产负债矛盾缓和，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，机会犹存。即便收益率一时出现反弹，也会因买盘的介入而难以持续上行，债市牛市趋势难以看到转变。

利率不高 避免过激操作

综合机构观点来看，利率下行的趋势

不变，继续向下的想象空间犹存，但在利率不断创新低后，下行约束也在逐渐加大。短期来看，利率不乏出现低位波动的可能，应避免过激操作，不建议盲目追低。

兴业证券指出，在收益率持续下降后，资金利率对利率下行的约束越来越强。在去年下半年以来债市收益率大幅下行过程中，资金利率并未进一步明显走低，导致债市收益率曲线短端下行缓慢，曲线日益扁平化。目前十年期与一年期国债期限利差不到50BP，接近2015年初的低位。债市整体收益率要进一步向下，资金利率能否突破向下已成关键，这又需要货币政策放松的推动。而去年底以来，基准预期屡次落空，央行政策态度出现微妙变化，资金利率能否再降暂未可知。

此外，这波行情中交易盘深度参与，已经积累较大浮盈，在宽松预期落空的情况下，存在一定的获利了结冲动，可能会引发市场波动。兴业证券认为，牛势虽好，仍需冷静，不建议在当前利率水平过激操作，仓位轻的投资者可以适当放缓节奏，仓位轻的投资者可以多做交易。南京银行建议交易盘不过分追低，适度止盈，配置盘适当降低久期。

有市场人士进一步指出，此轮行情已超越传统的牛市，由于参照系变化，真正的利率底部在哪里恐怕只能试出来。由于利率底部不明确，市场预期有分化，在利率不断创新低的过程中，不排除债市出现波动或调整。从3.2%到3%再到2.8%，之前每个重要关口，利率都有波动，但都没有改变运行的方向。建议近期以持有为主，等待政策突破，调整过大则是机会。

行情显示，18日债券期、现货市场皆出现调整，银行间十年期国债收益率上行约3BP，十年国开债上行约2BP。

央行550亿元SLO驰援流动性趋紧成放松动力

□本报记者 张勤峰

周一（1月18日），银行间市场回购利率中有降，但实际上资金供不应求，拆借颇为不易；央行当天宣布，开展了550亿元3天期短期流动性调节工具操作。市场上人士指出，资金外流压力，叠加存准交款、转债发行、企业缴税等多种因素，致使短期流动性出现边际收紧，往后看春节长假影响将逐步显现，资金需求将逐步增加，预计央行将以多种方式加大流动性投放，维护流动性合理充裕。

利率小降难掩资金偏紧

周一，Shibor利率整体有所下行，除7天Shibor利率微涨0.5BP外，其余各期限纷纷走低。其中3个月Shibor利率跌2.3BP至2.98%。

银行间回购市场上，主要期限回购利率稳中有降。存款类机构行情显示，周一

核心品种隔夜、7天回购利率分别持稳在1.94%、2.33%，跨月的14天回购利率则小降1BP至2.64%，1个月回购利率下行约10BP至2.84%。

交易员则表示，昨日资金供给仍显紧张，从市场上融资并不轻松。交易员称，受例行存款准备金调整影响，回购市场流动性从上周五就出现边际收紧迹象，资金融出集中到少数大行，而需求旺盛，资金逐渐供不应求。尽管上周五央行开展MLF操作驰援流动性，但缴税因素又起，在多重扰动下，流动性仍未见明显松动，隔夜资金继续供不应求，7天资金受影响需求也在增多，供给逐渐吃紧，资金面紧张状况一直维持到收盘。

流动性投放压力加大

央行数据显示，2015年12月央行外汇资产减少7082亿元，降幅创历史新高。若央行主动的流动性投放不跟上，容易造成

国内流动性收紧。年初以来，人民币汇率快速贬值，资金外流压力恐有增无减，而降准政策迟迟未至，央行流动性释放力度不大，流动性逐步显现收紧苗头。

在此情况下，存准缴款、企业缴税等季节性因素以及转债发行等时点性因素，进一步增添了货币市场波动的风险。交易员称，上周五流动性收紧，就受到例行存款准备金交款和转债发行的影响，目前转债申购资金在途，而央行18日宣布将对境外金融机构境内存放执行正常存款准备金率，由此造成一次性的存准补交，进一步增加金融机构备付压力。此外，因企业所得税清收入库，季度首月财政存款增量往往较高。临近春节，居民取现和走款，导致的节日备付压力也将逐步显现。当前金融机构超储率不高，在短期内多重扰动因素影响下，流动性出现边际收紧的压力在加大。

流动性收紧的压力也是促使央行增

加流动性投放的动力。上周央行大幅提高公开市场逆回购交易规模至2400亿元，并于上周五对部分金融机构开展1000亿元MLF操作，利率3.25%，期限6个月。本周一，货币市场流动性紧绷依旧，央行又宣布开展550亿元SLO操作，期限3天，利率2.1%。另据交易员透露，时隔近一年，本周一央行重启了28天期逆回购交易量。交易员称，28天期限逆回购覆盖农历春节，显然是为提供跨节流动性支持而增加的品种。

分析人士指出，在短期内多重因素影响下，货币市场流动性出现边际收紧的压力在加大，预计央行将通过多种方式加大流动性投放，逆回购可能继续增量，延期、SLO、SLF将用于流动性应急维稳，MLF有助于冲资金外流造成的中长期流动性缺口。但这些中短期流动性工具与降准在资金成本、资金期限上存有较大差异，面对资金持续外流，央行再降准的可能性依然不能排除。

资金利率待突破

□浙商银行 吴楚男

近期债券收益率快速下行，连续刷新近年来低位。在广义基金买盘主导下，债券收益率虽已至低位，但仍有向下突破的可能，而接下来行情发展的关键在于资金利率能否再下一个台阶。

月初受资金面边际收紧、人民币汇率快速贬值的影响，债券收益率一度出现小幅反弹，随后市场信心在央行公开市场操作超预期放量之后重新找回，加上股票市场快速下跌导致资金从股市流出意愿增强，债券收益率在广义基金为主的配置下快速下行，活跃券中十年国债150023从2.9%迅速下行至2.72%，刷新近年新低，十年国开150218收益率也疯狂下行超过20bp，击穿3%，下至2.9975%。

后续债市走势的关键在于资金利率。在笔者看来，资金利率打破平衡进一步走

低的可能性较大，债券收益率往下仍有可观的想象空间。

资金利率自去年七月以来一直持稳，央行似乎也无意再引导资金利率进一步下行。在经济继续下行探底，国内融资需求继续萎缩以及市场风险偏好进一步转低的情况下，更多资金将进入债券市场。在强大的配置压力下，收益率曲线可能会变得极为平坦，直到资产负债端强大压力推动资金利率下行，使收益率曲线重新得到修复。

从理财的资产负债的角度来看，倒逼过程已经开始。在债券收益率大幅下行之后，理财收益率与债券收益率利差进一步拉大，目前全国性股份行3个月理财产品预期收益率平均达4.5%，而十年国债收益率只有2.7%-2.8%，其间的利差要么通过放大杠杆，要么通过配置低等级信用债来弥补，如果这种情况持续，无疑将增加市场的系统性风险。值得注意的是，监管层近日已

债牛行情仍未完

开始干预理财收益率，要求下调理财收益率。理财负债端的下行将减轻收益率下行的阻力，也将进一步倒逼资金利率下行。

三个月Shibor利率已经开始下行。Shibor利率由资质较高的银行报价形成，在时效性与实际市场可得性上不及七天回购利率，具有一定的时滞性，但其被央行寄予厚望，是利率市场化时代央行心目中的理想基准利率。历史上，在资金利率变动上七天回购利率一般领先于三个月Shibor利率，去年六月当七天回购利率大幅下行70bp时，三个月Shibor利率却一直稳定在3%以上，并未跟随回购利率大幅下行。

理论上，三个月Shibor报价利率一定程度上反映了银行的资金成本，从这个角度来看，银行发行的三个月同业存单利率自去年七月以来也大多稳定在3%附近，因此Shibor三个月的报价未随回购下行。但进入今年以来，股市的大幅下跌使

得之前中高风险偏好的资金也开始涌向债券市场，广义基金开始竞相追逐性价比颇高的同业存单。从1月4日到1月15日九个工作日，国有银行三个月期限存单发行利率下行近50bp。与此同时Shibor报价行也开始调低自己的报价，其中建行、中行在上周三一次性下调近15bp，三个月Shibor已较月初下行8bp，破3指日可待。

当然，资金利率的全面下行离不开央行的配合与引导。市场普遍预期2016年经济增长将继续放缓，而物价指数在全球大宗商品深度走熊、国内过剩产能仍未出清的情况下难有真正起色。从泰勒规则的角度来看，经济与通胀的回落也会倒逼货币政策引导资金利率下行。

总之，短期内债券收益率可能会稳定在低位，待资金利率的均衡被打破，市场有可能重新起航，十年政策性金融债甚至有可能达到2002年的低位。

其期限相对较短，且受制于流动性偏弱和供给量大等因素，收益率相对同期限其他信用品种优势明显，可以持续关注。

招商证券：以短久期中高等级为主

建议在择券上仍然突出流动性和杠杆能力，短久期中高等级为主；其次关注区域性和系统性风险的诱发因素，在宏观经济下行压力背景下，我们认为房地产作为最终抵押品，其估值的稳定和变现能力决定了区域性和系统性风险的承受底线，未来一个可选的简单策略仍然是高风险行业龙头，相对中低风险行业选估值。

可转债

国信证券：关注新券上市表现

本周有两只转债新券上市，由于发

行至上市期间股票市场出现大幅下跌，因此新券国开转债、三一转债平价水平均大幅下挫，关注新券上市表现。三一转债18日上市，上市初期预估价格在108元到115元之间，108元以下有一定的增持价值。国开转债将于19日上市，预计在110元有一定的支撑，110元以下有一定增持价值。

兴业证券：配置价值仍有限

目前转债显示出企稳迹象，在新增供给不超预期的情况下，转债价格仍有支撑。如果股市企稳反弹，将为转债反弹提供支撑。但当前转债市场的供需情况已有所变化，反弹空间不大，因此转债的配置价值仍有限。在个券选择上，短期关注重点是新债，如果新债定位偏低，可用新债替代一些存量转债。（张勤峰 整理）

资金面收紧 期债继续调整

周一国债期货市场延续上周后半周以来的回调整理运行格局，5年及10年期主力合约双双下跌。分析人士指出，随着春节临近，短期资金面对债市的不利影响可能进一步显现，但债市暂无趋势性调整之忧。

周一国债期货市场5年及10年期品种双双小幅低开，日内震荡走弱，收盘均小幅下跌。具体看，周一5年期国债期货主力合约TF1603收报100.84元，跌0.195元或0.19%；10年期主力合约T1603收报100.285元，下跌0.33元或0.33%。

交易员表示，离岸人民币存款准备金开征在即，而随着春节逐渐临近，节日备付需求和现金走款压力将显现，短期流动性面临的压力料将进一步加大。现券市

场上，周一外资机构抛盘增多，加上当日农发行5期新债中标定位弱于预期，导致市场情绪更偏谨慎。

对于债券后市，目前机构仍以中性乐观为主，多数机构认为，债市多头格局暂时不会出现逆转。不过，在年初市场配置需求已有所释放、后续新债供给压力可能加大的背景下，投资者对债市高位波动风险也应提高警惕。

在国债期货方面，方正中期分析师表示，目前基金和理财仍在持续买入，将对债市行情形成支持，年初火热行情预计将持续一段时间。不过未来随着债券供给大量增加，股票市场或宏观数据转好，债券收益率上升压力也将较为明显，多头投资者到后期应注意仓位控制。（王辉）

境内外人民币齐走高

18日，境内外市场人民币兑美元即期汇率均有所上涨，在岸与离岸市场开盘前离岸人民币涨幅有所收窄，后转向盘整态势，截至18:40报65886元，涨260点。两地人民币即期汇率差价也重新收窄至100点左右。

18日，人民币兑美元汇率中间价设在6.5590元，较前一交易日上调47个基点。银行间外汇市场即期询价交易方面，昨日人民币兑美元高开后转向盘整，日内波动不大，截至16:30报65793元，较前收盘价涨47点，进入“夜盘”交易时段，汇价继续保持稳定，截至18:40报65795元，涨45点，约131亿人民币，较上一日显著缩水。

离岸市场上，昨日香港人民

新债投标降温

中国农业发展银行18日招标的5支固息金融债中标收益率大多高于二级市场水平，显示利率低位上机构的谨慎情绪上升。

据悉，昨日农发行2年、3年、5年、7年、10年期债券中标收益率分别为2.68%、2.7005%、2.9208%、3.1909%和3.1929%；投标倍数分别为2.78倍、3.13倍、3.08倍、2.87倍和3.06倍。本

市场情绪谨慎

月15日，中债到期收益率曲线上，2年、3年、5年、7年、10年期固息非国开政策性金融债收益率分别在2.56%、2.72%、2.90%、3.1550%和3.16%附近。

分析人士指出，年初以来债市收益率下行较快，目前收益率已低，配置价值有所下降。同时，在内外多重因素作用下，短期资金面转紧，亦促使投资者情绪回归理性。（王辉）

情绪回归理性

□长江证券 蔡静

周一资金面继续收紧，债市交投较为活跃，利率债收益率整体有所上升。

周一国债现券收益率整体走高。具体来看，1年期160001成交在2.29%，上行约1BP；3年期150022上行2BP至2.54%；5年期150019最后上行3.25BP至2.63%；7年期和10年期品种，较上一日分别上行3BP和2BP，落在2.8225%和2.7750%。

信用债市场上，周一中票短

口行21日增发3期金融债

中国进出口银行18日公告称，将于1月21日上午通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第十四期10年期、第十六期5年期和第十七期3年期固定利率金融债券，分别不超过70、60、50亿元。

口行本次将增发的3年、5年和10年期债券均为固定利率，按年付息，本计息期起息日分别为2015年11月30日、2015年11月16日和2015年9月14日；本次增发发行招标日为1月21日，缴款日为1月26日，上市日为1月21日。

今年年初，利率债供给恢复较快。据已公告发行文件统计，本周国债、国开债、口行债和农发债均有供给，待发行利率债总额已达1080亿元，加上按周滚动发行的贴现国债，预计本周实际发行的利率