

# 谨慎情绪升温 债市料横盘震荡

本报记者 王姣

1月中旬以来，10年期国债收益率一度上行18BP，从2.72%的历史低点反弹至2.9%一线。随着春节临近，消息面趋于平淡，债券市场重新企稳，并进入多空分歧较为激烈的阶段。一方面经济压力较大和“资产荒”仍是债市的重要支撑，另一方面，节后流动性风险加大及地方债供给冲击降至，对收益率下行形成牵制。综合机构主流观点来看，市场人士认为，节前债券市场保持区间震荡概率较大，不过春节长假过后不确定性明显增多，或对债券市场造成扰动，建议投资者应防范风险为优，严格执行杠杆避免流动性风险。

## 债市调整明显

1月中旬以来，受货币宽松预期降温影响，债券市场出现明显调整。一级招投标上，利率债发行投标热情有所下降，投标倍数和边际倍数总体出现下滑，昨日国开行招标的五期债中标收益率全部高于预测均值，且两期债投标倍数均低于两倍。二级市场上，利率债继续小幅调整，中长端调整压力明显。截至2月2日，中债10年期国债、国开债分别报2.8818%、3.159%，分别较1月13日的月内低点上升15.81BP和14.61BP。

分析人士认为，尽管最终公布的去年12月物价、投资和工业增加值以及去年四季度GDP数据低于预期，但基本面



未能成为债市收益率继续下行的催化剂，总体来看，1月股、汇、债都出现大幅波动，市场担忧资金面收紧成为引发债市近期调整的主要原因。

据业内人士透露，1月14日开始，资金面呈现偏紧格局，加之央行频频释放降准信号，市场对资金面担忧加剧，短端带动长端收益率整体上行。而随着近日央行增加公开市场操作场次并扩大SLO机构范围，提振市场信心，加之资金面走势相对平稳，月末债券收益率有所下行并重新企稳。

东兴证券进一步指出，尽管央行继续加大公开市场操作投放力度，但由于降准预期落空，加之春节临近，季节性资金紧张导致机构加杠杆有心无力。此外，受雪灾和春节因素影响，1月中旬食品价格明显上扬，预计1月CPI回升至

2%附近。

2月2日，银行间债市现券收益率明显上行，十年期国开债活跃券尤为明显。剩余期限近10年的国债150023收益率上行6BP至2.9%，国开债150218收益率上行8.5BP至3.18%。

## 节后严控风险

最新公布的1月PMI数据显示经济下行压力犹在，同时短期资金面和人民币汇率走势均有望平稳运行，节前债券市场料保持区间震荡成为目前业内人士的共识。

但对于节后走势，市场多空分歧较为明显。悲观者认为，节后央行流动性管理操作的不确定性可能会加剧资金面的波动，一季度地方债供给冲击料将为明显，在央行进一步释放长期资金之前，收

益率趋势性上升的态势或很难改变。乐观者认为，经济下行压力较大、外汇占款减少带来的流动性需求仍需降准来对冲，待外围趋势稳定之后，降准仍值得期待，故而利率债调整空间有限。

以光大证券为代表的乐观者认为，资金面不是债券市场主要的风险，因为资金面虽然短期存在波动，但是长期来看还是配合基本面的走势。在经济仍未企稳，更难言反弹的情况下，央行仍会配合经济增长目标维持宽松货币政策。待外围趋势稳定之后，仍然存在降准的可能。“预计本轮调整10年国债收益率上限为2.95%，并于节后流动性状况缓解后再次下行，建议择机提高仓位。”光大证券表示。

招商证券则指出，对于节后流动性问题则需要保持一定的警惕，央行逆回购在节后的自然到期，将回笼大量流动性，节后两周将回笼超过1万亿元资金，虽然有春节后流通现金回流，但央行的后续操作依然值得关注。此外，汇率与利率的平衡问题并未得到根本性缓解，未来财政赤字扩张带来的经济弱企稳可能性，以及利率债供给压力，均未反应于当前利率水平，利率风险仍是关注重点，继续建议控制久期。

综合而言，考虑到节后一级供给可能扩大，信贷投放超增或将分流债市资金，以及汇率波动和信用风险对流动性的影响，主流机构仍建议投资者以防范风险为优，操作上，建议管理好流动性，适当降低杠杆操作。

以成为决定债市的指示剂。另外，流动性边际企稳的状况下，预计年前成交清淡的市场很难再有亮眼的表现。由于今年的债券发行规模将进一步放大，供给冲击提前将使得年后“资产荒”再现的预期也或落空。因此，继续维持债市区间震荡的判断不变。

## 华创证券:持券过节有风险

持券过节可能有如下风险：首先，从2月16日到2月26日，将有1.065万亿逆回购资金到期，人民币汇率短期虽然容易稳定，但长期贬值压力依然存在，仍会制约央行宽松政策。节后央行流动性管理操作的不确定性可能会加剧资金面的波动；其次，节后将会公布1月份金融数据，可能会超出历史季节性均值及市场预期，会给债市带来一定负面冲击；第三，节后供给将有所恢复，地方政府债也有可能在一季度就开始发行，供给压力将

慢慢涌现。此外，春节期间全球风险偏好有可能继续回升，也值得关注。综合以上几点，尽管本周利率反弹压力不大，但持券过节则存在较大不确定性，依然建议投资者谨慎操作。

## 国泰君安证券:利率债调整空间有限

尽管春节前降准预期落空，汇率贬值风险未释放完毕也抑制央行宽松空间，但我们认为，当前宏观经济所处的境况仍需央行进一步放松货币。在诸多利空因素（货币政策态度、人民币汇率、供给、海外商品价格等）的影响下，债券市场经过持续的调整，从年内最低水平来计算，反弹的幅度已经超过了15bp，短期来看，调整的幅度已经足够大，price in 利空的程度也差不多足够，而且，价值洼地又重新开始出现。

## 中银国际:不妨适当乐观

在“调结构，稳货币”的背景下，去年

债券市场所谓的“钱多资产少”的资产荒逻辑略有调整，利率债今年下行的动力预计主要由调整结构去产能引发的资产重配来推动。整体来说市场风险偏好依然易降难升，利率债维持慢牛的行情，在已经足够谨慎的情况下，不妨适当乐观，把握噪声行情时产生的交易性机会。

## 申万宏源:对上半年依然保持乐观

在目前较低的长端利率水平下，长端利率又受制于汇率和短端利率，较小的利率反弹将吞噬大量的资本利得。市场对于久期操作比较谨慎，对于流动性的偏好正在增强，这也会加剧短久期品种的价格波动。对于2016年上半年的债市，我们依然保持乐观，最大的依据是疲弱的基本面和房地产投资，以及供给侧改革和产能出清带来的压力，那么来自汇率、资金面和地方政府债发行的冲击将会成为波段操作的有利入场时机。（王姣 整理）

息债中标的收益率2.7557%，预测均值2.75%，全场投标倍数1.96倍；5年期固息债中标的收益率2.9633%，预测均值2.93%，全场投标倍数2.24倍；7年期固息债中标的收益率3.2451%，预测均值3.21%，全场投标倍数2.39倍；10年期固息债中标的收益率3.1478%，预测均值3.07%，全场投标倍数1.96倍。与预测均值相比，1年期、5年期、10年期定位明显偏高。

市场人士指出，春节临近，资金面保持相对宽松，经济数据亦处于真空期，债券市场波动逐渐收敛，但节后或面临地方债供给冲击、流动性短期波动等因素，市场情绪偏于谨慎，倾向多看少动。（王姣）

## 转债反弹力度稍逊正股

2日，A股市场上演超跌反弹，个股普涨，为转债市场短期反弹行情添动力，不过，高估值下转债弹性不足的软肋再次暴露，有别于前几日，当日转债表现整体跑输正股。市场人士指出，转债安全边际提升，可择券博弈正股超跌反弹，但高股性估值势必会限制转债的上涨空间。

2日，上证综指全天上涨2.26%，深证成指涨3.10%，个股普遍普涨格局，两市正常交易的转债（含可交换债）相应正股全线收高。这也为率先企稳的转债市场注入新的上行动力。昨日，中证转债指数再涨0.98%，已连续第五个交易日上涨，不过涨幅远低于A股基准指数。

总体上看，昨日股性稍强的转债反弹幅度居前，而国资EB、国盛EB等强债型品种明显反弹乏力。这符合转债市场一般规律。不过，即便是歌尔等股性较强的品种，也没能跑赢正股。市场人士指出，经过前期持续大幅调整，目前转债型增强，安全边际提升，在正股疲弱时可提供一定避险空间，但在正股反弹时也往往表现出弹性不足的问题。（张勤峰）

## 人民币汇率波澜不惊

2日，境内外人民币兑美元汇率双双走平，波动有限。业内人士称，长假前汇市交投情绪不高，人民币汇率料将维持横盘震荡走势。

2日，境内银行间外汇市场人民币兑美元交易中间价设于6.5510元，上调29基点。所受隔夜美元汇率大幅波动的影响有限。2日隔夜，美元汇率回软，美元指数跌逾0.5%，将前一天涨幅回吐了大半。自1月8日以来，人民币兑美元中间价回调“爬行”模式，单日调整幅度不超过50bp，以此平抑汇市波动、稳定市场预期的意味浓重。

人民币即期市场价格方面，昨日境内人民币兑美元即期询价交易仍保持基本稳定，16:30

收盘价报6.5797元，较前收盘价微跌5基点。

香港市场人民币在经过前

一天的大跌后有所企稳，但日内

仍不乏波动。2日，CNH汇价呈现

双向波动的拉锯行情，截至18:

00报6.6228元，跌63基点。两地人

民币汇率价差在400基点左右。

市场人士指出，外汇投机和套利面临政策约束，加上年初个人购汇压力释放后，汇市交投趋淡，贬值预期有所趋缓。考虑到长假在即，交易情绪不高，预计人民币兑美元汇率将延续横盘震荡走势，但从经济基本面、国际金融市场环境来看，未来人民币汇率走势仍面临不稳定因素，仍需对阶段性波动保持必要警惕。（张勤峰）

## 中诚信上调四川铁投评级至AAA

中诚信国际日前发布公告，调升四川省铁路产业投资集团有限责任公司主体及相关债项信用等级。

中诚信国际指出，四川铁投作为四川省省级铁路产业唯一的投融资平台，省内地位十分重要，地方政府在政策和资金上一直给予公司有力的支持。2013年，四川省政府设立总规模为80亿元的铁路发展基金，其中30亿元计划安排给四川铁投用作公司投资省内的铁路项目的资本金，2015年，到位铁路发展基金10亿元，已计入公司资本公积；此外，四川省政府每年对公司债务融资进行贴息，预计未来五年贴息总额可到8亿元左右；2015年8月，四川

基于上述情况，中诚信国际决定将四川铁投主体信用等级由AA+调升至AAA，评级展望为稳定，并相应调升将公司存续期内各中票信用等级至AAA。（张勤峰）

## 南钢股份被列入负面观察名单

新世纪评级日前发布公告，将南京钢铁股份有限公司列入负面观察名单。

新世纪评级指出，南钢股份2015年前三季度出现大额亏损；同时，2015年9月末，南钢股份资产负债率为79.73%，偿债压力和流动性风险上升。此外，2016年1月5日，复星集团对外公告，在2015年12月31日与南京钢铁集团签订投票权委托书，将间接持有的公司控股股东南京南钢10%投票权委托南京钢铁集团进行管理。复星集团继续

## 央行开展1000亿元逆回购操作 资金面料平稳“过节”

实际净投放200亿元。央行公开市场本周共计将有1800亿元7天期逆回购到期，无正回购及央票到期。

另据央行1日公布的数据，1月央行通过开展常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）操作，共投放资金逾15万亿元，其中SLF操作5209.1亿元，MLF操作8625亿元，PSL操作1435亿元。

市场人士指出，央行在春节前截止目前投放的资金大约在2万亿元左右，加上未来几天央行有可能继续投放跨节资金，春节期间流动性无忧，料资金面料将平稳过节。

昨日银行间质押式回购市场上，短期回购利率大致持稳，中长期限则多见上行。其中隔夜回购利率加权值持稳于1.97%，7天利率涨7bp至2.50%，14天利率涨15bp至2.96%，期限更长的21天、1个月、2个月、3个月回购利率有升有降。交易员透露，银行间市场周二流动性较周一更趋宽松，尽管春节前备付需求犹存，但料难再对资金平稳大局形成明显冲击。

流动性短期无忧

2月2日，央行在公开市场开展1000亿元逆回购操作，其中500亿元14天期逆回购，中标利率2.40%，上期为2.70%；500亿元28天期逆回购，中标利率2.60%。考虑到当日公开市场有800亿元逆回购到期，

资金面料将平稳过节。

## 利空传闻突袭 期债承压走弱

场造成明显冲击，国债期货5年及10年期主力合约收盘时均出现较大幅度下挫。

盘面上看，昨日5年期国债期货主力合约TF1603早盘略做冲高后即转入震荡下行格局，截至收盘，TF1603报100.54元，跌0.21元或0.21%；持仓下降404手至16045手，成交13940手与前一交易日基本持平。10年期国债期货主力合约T1603报收99.92元，跌0.39元或0.39%；T1603持仓减少990手至19202手，成交放大超两成至25058手。

交易员表示，周二央行继续通过逆回购操作投放资金，银行间市场资金面更趋宽松。跨节资金利率虽较为坚挺，但融入难度有限。不过，国家开发银行周二上午招标的一、三、五、七和十年期增发债中，一、五、

性和短期因素带来的波段机会。国信证券进一步表示，节后市场投资者需保持一定谨慎。一方面正常的节后现金流和公开市场集中到期将相互抵消，资金面料将可能再度波动。另一方面，市场将面临宏观经济数据的考验。

期债投资方面，目前市场观点仍有一定分歧。申万期货等机构认为，春节后央行整体政策基调，预计仍将以加大货币宽松力度、稳定经济增长为主。期债操作上，建议空仓者保持观望，多单者继续持有。国投中谷期货则表示，节后地方债或将提前启动，供给端可能重新承压，制约利率下行空间。整体而言，节前期债或仍延续区间震荡走势，节后则将再度面临一定的向下调整压力。

## 谨慎情绪升温 期债承压走弱

十年期品种中标收益率定位与预测均值相比明显偏高。除此之外，受大行收回委外投资传闻打击债市人气。

在春节前最后几个交易日内，国债期货预计将延续高位震荡格局。

谨慎情绪升温

承接上周后半周以来的震荡爬升势头，周二早盘利率债市场及国债期货市场一度温和走高，但市场有关央行将控制商业银行委外投资规模的传闻，以及一级市场国开债招标偏弱等利空因素，随后给

本报记者 王辉

国债期货市场再现单日急跌，5年及10年期国债期货主力合约创下近一周最大单日跌幅。分析人士指出，在央行护航下，银行间市场流动性整体保持充裕，但大行收回委外投资传闻打击债市人气。在春节前最后几个交易日内，国债期货预计将延续高位震荡格局。

谨慎情绪升温

承接上周后半周以来的震荡爬升势头