

“补水”非“注水” 债市淡对降准

利多利空并存 震荡格局难改

□本报记者 张勤峰

3月1日，迟来的降准终究还是落地了，但债券市场的反应竟异常平淡，十年国开债成交利率下行不到2BP，十年国债收益率甚至还上涨了2BP。市场人士表示，虽然此次降准在时点上超预期，但从根本上说只是“补降”，所起到的效果只是“补水”，而非主动“注水”，在对冲了逾万亿元到期逆回购后，降准对短期流动性的正面效果可能有效，对货币市场利率下行空间也不能期望过高，而从更长时期来看，降准对汇市、信贷、楼市的刺激反而可能成为债市的潜在利空，因此债市反应比较理性。短期看，在内外多种因素影响下，债券收益率仍是上有顶下有底的格局。

债市淡对降准

2月最后一天，央行“闪电”宣布降准0.5个百分点，从3月1日起就正式实施。据市场机构测算，此次降准可释放资金量6000—7000亿元左右，在月末交替的时点上，此举对货币和债券市场均有一定的正面作用。

瑞银证券等机构认为，首先，普遍降准有助于在资本外流的背景下保持银行体系流动性合理宽裕；其次，当前人民币汇率贬值压力较年初有所减弱，降准可以释放出更为明确的货币政策宽松信号；最后，降准可对冲春节后巨额逆回购到期对短期流动性造成的影响。

一位银行交易员特别指出，春节前后，央行主要通过滚动开展大额逆回购操作等方式平抑流动性波动，虽然逆回购操作量不小，基本可满足市场机构对

短期流动性的需求，但逆回购等工具期限偏短，在外汇占款连续减少的情况下，不能从根本上解决银行体系长期流动性收紧的问题。从较长时间看，此类操作不会带来净资金投放，操作到期后流动性供求矛盾又会重新暴露，自然造成流动性预期不稳定，特别是今年春节后有数万亿元逆回购到期，反而成为短期流动性的不稳定因素，而且这些工具均有成本，客观上设置了市场利率的下限。相比之下，降准直接增加银行超储资金，释放的流动性无期限且成本极低，充盈金融机构可用资金、对冲外汇占款减少、稳定市场预期及引导货币市场利率下行的效果更加显著和有效。

而对于此次降准，债券市场可以说已等了很久，而且在市场基本已经不抱希望的情况下，央行突然拿出造成的心灵冲击可能也更加强烈，但是从3月1日的债券市场表现上，似乎看不出有兴奋的感觉。

3月1日，一级市场上，国开行招标的四期固息金融债中，10年期品种中标收益率仅比二级市场低1BP左右。二级方面，10年国开债150218开盘时利率走低，最低成交到3.12%、3.13%一线，较前日尾盘下行4—5BP，但此后成交利率回升，最终成交在3.16%左右，下行约1BP。国债方面，10年期国债150023开盘下探不到2BP，最终成交在2.89%，上行1BP。Wind的监测数据显示，昨日10年期国债二级估值在2.87%，较前一日上行2BP；10年国开债在3.17%，下行约1BP。期货市场上，昨日10年期国债期货主力合约TF1606收盘反而下跌0.04%。

■观点链接

华创证券：短期利多 中期利空

降准给债券市场带来的只是短期利好，效果较为有限；中期内，降准可能触发信贷更快的扩张，引发房地产价格更快的反弹，同时也会引发人民币贬值的压力，因此中期内反而对债券市场不利。因此，短期内如果利率下行，建议交易机构可以适度降低仓位；而考虑到后期供给压力巨大，建议配置机构继续多看少动。对信用债而言，降准缓和流动性的压力，稳定资金的波动，有助于信贷扩张缓和信用紧缩的风险，因此降准对信用债利多作用更大一些。

平安证券：适度的宽松

此次降准在时间点上略超市场预期。选择此时降准是因为内外环境为降准提供了最佳时间窗口：一方面此次降准可对冲外占降减少，平滑期限错配引起的资金面波动，而汇率紧张情绪暂缓，为降准赢得空间；另一方面降准提前布局，缓释国债发行和地方债置换扩容带来的流动性冲击。此次降准为被动的中性对冲，不意味着货币政策转为大幅宽松。短期来看，此次降准将推动债市突破1月中下旬以来的震荡格局，10年国债和国开债收益率将大概率回到2.8%和

利多利空并存

对于期盼已久的降准，市场反应却如此冷淡，这不禁有些让人唏嘘。而观察机构点评报告，解读内容大多偏中性，也反映出市场对此次降准的主流看法较为理性。

机构认为，此次降准的债券市场的正面刺激主要体现在充实流动性上，但就流动性前景而言，虽然维持宽裕几无悬念，但仍然是“适度”的。从去年12月以来，央行外汇占款每月减少6000亿元左右，逆回购到期后并不净投放资金，而算上降准和MLF、PSL等各渠道投放的中长期限流动性，至多能够对冲外汇占款的减少，因此从总量上看，降准只是“补水”，而非“加水”，而且是滞后的，不可高看流动性改善的前景和货币市场利率下行的空间。就短期而言，3月份有超过1.3万亿元的逆回购到期，降准后央行大概率会降低逆回购续做规模，因此也会在一定程度上削弱降准对短期流动性的利好刺激。

3月1日，央行未开展逆回购操作，未来是否会通过下调逆回购操作利率，继续引导货币市场利率下行尚需观察。从二级市场来看，昨日银行间市场回购利率普遍有所下行，但幅度并不大，7天回购利率在2.27%一线，与央行逆回购操作利率基本相当。

有交易员表示，考虑到信贷投放分流、外汇占款减少和债券供给增多的影响，短期内短端货币市场利率下行空间不大。

而在流动性之外，降准对债市则可

3.1%。未来债市利率能否打开持续下行通道的关键在于资产端收益率。就目前来看，未来债市长端利率取决于CPI走势和财政刺激力度。

国信证券：利率难改盘整格局

短期内来看，债券市场不容易因降准而摆脱1—2月份以来的疲弱格局，降准政策能否引发利率趋势的再度回落，要看短期利率出现回落。后期长期利率的走势有赖于两个因素：一是回购利率是否下行；二是经济基本面因素如何变化。在短期内看不到经济增长因素出现明显下行，因此收益率曲线在当前基

能产生间接不利影响。有机构认为，降准可能加剧人民币贬值的压力，加快资本外流；同时，可能触发信贷更快的扩张，挤占债券配置空间，并且提升经济基本面企稳的概率；此外，房地产市场对政策反应敏感，降准可能引发房地产价格更快反弹，从而限制货币政策进一步放松。华创证券认为，降准对债券短期是利多，中期则是利空。

区间运行格局

市场人士表示，现阶段内外不确定因素较多，债券市场利多利空交织，利率可能难改上有顶下有底的区间运行格局，对于过快的利率下行需谨慎，过快的利率上涨则是机会。

首先，考虑到逆回购到期、季末月份、资本外流等因素，流动性改善尚不显著，货币市场利率下行空间尚需观察。其次，美国核心通胀持续回升，美联储升息预期挥之不去，在中美货币政策差异化扩大的背景下，人民币汇率难免波动。再次，债券融资放量趋势明确，新债供给压力正快速释放，今后一段时间将逐渐迎来地方债等中长期利率债发行的高峰期。最后，当前已进入宏观数据发布期，投资者可能倾向于更多数据再做投资抉择，虽然数据大概率会印证经济仍处在反复震荡的探底期，但政府高层不断强调积极财政政策，令市场对经济增长前景的预期有所改善，而春节前后的物价数据大概率会保持上涨，甚至高于预期。

综合来看，债市在短期内可能难改盘整格局，利率上行风险下降，但向下的空间可能也不大。

础上走平的概率有限。总体来看，我们认为利率盘整震荡局面依然难改，市场依然处于等待状态。

兴业证券：降准稳信心 后续看利率

央行在这个时点降准，释放资金规模在6000—7000亿，对弥补央行公开市场操作上的万亿到期总量起到重要作用，有利于维持流动性的稳定对债券形成直接利好，但需要关注央行后续的公开市场操作，尤其是回购利率对短端利率的引导作用，回购利率最终落在哪里，曲线的陡峭化程度如何，对长债的影响更重要。（张勤峰 整理）

期债上行动能较弱

分化，短强长弱格局明显。从盘面上看，5年期国债期货主力合约TF1606昨日小幅高开于100.485元，全天波动较小，尾盘收报100.58元，上涨0.14%，持仓增加820手至25641手，成交增加3842手至15561手；10年期国债期货主力合约T1606昨日呈现V型走势，盘中最高触及99.655元，最低触及99.24元，尾盘拉升后最终下跌0.04%，报99.385元，持仓减少274手至3338手，成交增加4682手至27724手。

伴随着资金面的回暖，市场交易情绪亦有所回暖，昨日两大期债成交量皆明显回升。成交方面，五年期国债期货、十年期国债期货昨日成交量分别增加3972手和4930手；持仓方面，昨日五年期国债期货增仓810手至28927手，十年期国债期货则减仓412手至38061手。

现券方面，昨日上午国开行招标的四期国债延续近期一级市场“长冷短热”格

局，其中7年期固息债中标利率为3.3871%，甚至高于二级市场利率；二级市场上，剩余期限近10年的国开债150218最新报价在3.1750%/3.1655%，上日尾盘为3.18%/3.1650%。

反弹动力不足

市场人士指出，尽管央行保持货币稳健宽松的基本不变，但在汇率压力未消以及配合供给侧改革的背景下，冀望其大力放水并不现实，政策面短期内也难为债市提供更多助力，债市弱势震荡的格局料仍将维持。就期债而言，由于上行动能较弱难以形成有效突破，短期维持震荡整理的可能性加大。

此次央行降准后，流动性重回宽松格局，昨日短期回购利率小幅下行。央行降准或有效缓解资金紧张局面，但在引导资金利率下行方面，降准的作用有限。

申万宏源分析称，相比高频的公开市场操作和MLF等工具，降准有期限长、资金便宜的优点，且降准作为全局的货币政策工具，释放了明确的货币政策维持宽松的信号，不过，一次降准释放的资金规模对于货币市场来说，是杯水车薪，可能有助于稳定资金利率，缓解节后资金偏于紧张的局面，但是在引导资金利率下行方面，降准的作用有限。

具体到期债，中信期货指出，受央行降准影响，短期期债市场价格将得到有效支撑。而中长期来看，经济仍未见好转，通胀数据仍处低位，债牛格局仍未改变。短期内需要重点关注市场对于降准的反应。若资金大量回流股市，则对期债市场是一个利空；若投资者避险情绪仍不降温，则对期债市场是利好。短期来说期债市场处于震荡走强区间，建议投资者多单轻仓持有。

广东债中标利率高出下限20bp

3月1日，广东省公开招标发行的四期地方债，中标利率均高出投标下限20bp。

广东省昨日招标的四期债包括2016年广东省一般债券（一期）至（四期），四期债均为记账式固定利率附息债，期限分别为3年期、5年期、7年期、10年期，发行规模分别为41.3亿元、123.9亿元、123.9亿元、123.9亿元。

据中债登披露，此次广东省3年期债券中标利率为2.74%，投标区间为2.54—2.92%；5年期债券中标利率为2.85%，投标区间为2.65—3.05%；7年期债券中标利率3.07%，投标区间为2.87%—3.31%；10年期债券中标利率3.06%，投标区间为2.86—3.29%；四期债券中标利率均高于投标下限20基点。

从债市供给来看，“洪峰”已提前来袭。Wind数据显示，截至3月1日，2016年内地方债发行规模已达2080.51亿元。市场人士指出，一季度剩下的一个月内，地方债供给压力将较为明显。在供给压力持续上升的背景下，预计今年各地区地方债定价将继续显现出差异性，也反映对地方政府财政实力与债务负担的定价效率提升。（王姣）

高估值压制 转债涨幅小于正股

□本报记者 王姣

转债（含可交换债）市场随之表现较好，13只存量个券悉数上涨，不过整体表现明显弱于正股。从昨日盘面上看，可转债方面，九州、歌尔、三一、蓝标涨幅均超1%，分别上涨3.98%、1.19%、1.03%、1.01%，不过与之对应的正股中蓝色光标涨幅近3%，转债市场（含可交换债）亦随之全线反弹，存量个券全部收红，不过受益于高估值压制，转债整体表现明显弱于正股。市场人士指出，随着沪深两市企稳，转债市场可能也会出现一定博弈反弹的机会，不过对于买点和卖点的把握都有难度，建议投资者小仓位博弈，见好即收。

转债涨幅小于正股

3月首个交易日，A股上演“绝地反攻”，盘中沪指一度触及2668.76点，午后伴随着量能的增加，大盘一举突破早盘高点，并直至2750点附近才停止上行步伐。截至收盘，上证综指涨1.68%报2733.17点；深证成指涨2.47%报9322点；创业板指涨2.91%报1934.92点。两市全天成交金额为4619亿元，上日为4608亿元。

的估值和正股市场的震荡整理态势，或使得转债即便有反弹机会，上升空间亦非常有限。

国信证券指出，当前转债的估值，很难说有长期配置的价值，但用转债品种参与反弹，又是无法参与股票市场的资金（比如一级债基）博取相对收益的重要手段。所以即使在高估值的情况下，只要短期能博弈反弹，也有参与必要。但博弈反弹的参与，对于买点和卖点的把握都有难度，尤其是对于卖点的把握。在转债博反弹过程中，需要关注地方在于小仓位博弈，见好即收的心态，以及品种的流动性。

具体到个券方面，中信证券建议从三个方面择券，一是从业绩出发结合估值水平择券，建议可以长线依次关注顺昌、格力、电气、九州、歌尔转债等；二是博弈市场的情绪因素，特别是在市场冲击后博反弹，其中以高弹性的格力、清控EB等为主要关注品种；三是博弈债底支撑，国资EB与国盛EB等个券的到期收益率回落到2%附近时具有较好的避险配置价值。

人民币汇率延续温和波动格局

□本报记者 王辉

3月1日，人民币对美元汇率中间价小幅走强，即期汇价则窄幅震荡，延续了近阶段小幅波动、整体持稳的运行特征。分析人士指出，春节长假之后人民币汇率回稳的预期仍在延续。央行适度降准、国内经济基本面继续低位运行、海外美元指数震荡反弹等因素，短期内预计并不会对人民币汇率带来明显压力。

人民币汇率表现稳定

在2月29日晚间央行年内首次降准的消息公布之后，人民币对美元即期汇价在周一晚间交易时段一度有所走弱，但幅度整体较为有限。而在降准正式实施的3月1日，人民币对美元汇率中间价、即期汇价整体继续持稳为主。

中国外汇交易中心周二公布，当日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价为65385元，较降准前反而小幅走强了67个基点，延续了春节之后围绕651—655元区间震荡的运行态势。

即期汇率方面，人民币对美元也出现小幅升高，并在全天多数交易时间内保持温和上涨。不过临近下午16:30收盘时，出现一波快速走软，最终以微跌报收。截至周二收盘时，人民币即期汇价报65483元，较前一交易日收盘价微幅走弱11个基点或0.02%，显示出本次央行降准对人民币即期汇率的影响并不明显。

另一方面，尽管截至本周二，人民币对美元即期汇价已录得连续第六个交易日小幅走软，但考虑到近期美元对全球主要非美货币汇率的持续反弹，人民币对一揽子货币的汇率水平仍继续保持了平稳特征。

国开债招标“短热长冷”

倍数1.91。

上述四期债券中，7年期债券中标收益率大幅高于二级市场，全场认购倍数不足2倍，需求比较低迷；10年期债券中标收益率也只比二级市场低1BP；5年期债券中标收益率比二级市场低8BP，认购倍数则有限；期限最短的3年期品种利率定位低，认购倍数较高，需求最旺。

据中债到期收益率曲线显示，2月29日，银行间3年、5年、7年、10年固息国开债收益率分别报2.8439%、3.0878%、3.3048%、3.1807%。市场人士表示，新债招标结果表明降准后投资者对长债仍存谨慎心态，缩短久期的投资策略略有明显变化。（张勤峰）

财通证券3日将发25亿短融

财通证券3月1日发布公告称，将于3月3日招标发行该公司2016年公司债券，发行规模不超过25亿元，期限为3年。

公告显示，财通证券股份有限公司2016年公司债券为3年期固定利率金融债，发行金额不超过25亿元。本期债券中标方式为利率中标，起息日为2016年3月4日，到期日为2019年3月4日，期限为3年。中诚信证券评估有限公司对财通证券和本期债券进行了信用评级，其中发行人主体信用评级为AA+，本期

信用级别为AA+。

市场人士指出，随着存量债券大量到期，目前券商短融券发行额度充裕，然年初以来A股再现较大波动，沪深市场两融余额跌破8700亿元，在此情况下，券商举债积极性不高，加上管理层强调去杠杆控风险，今年证券公司金融债规模预计有限。据统计，截至3月1日，今年年初以来银行间市场共发行证券公司短期融资券196亿元，而2015年同期的发行量为526亿元。（王姣）

债市短期维持震荡下行

鉴于银行体系流动性充裕，本周二暂不开展公开市场逆回购操作。得益于降准，早盘资金面稳中略松，各期限品种均有融出，交投情绪活跃，成交量小幅下行，高等级券种成交较多，半年期的15国电集CP001成交在2.70%，稍长的15国电集CP002成交在2.72%；中票成交清淡，收益率变化不大，3年期的15联通MTN003成交在3.01%，5年期AA券种15宿迁交投MTN001多笔成交在3.90%。

机构普遍将此次降准视为意在对冲逆回购到期，平滑整体流动性的举措。当月公布的PMI数据创2011年11月以来新低，2月财新制造业PMI48.0，连续十二个月低于荣枯分界线，创五个月新低，显示我国内需降幅虽有所收窄，但经济下行压力犹存。虽然未来经济走势存在不确定性，但在货币政策放松预期及流动性缓解的支撑下，债市短期内或将维持震荡下行。（中银国际证券 斯竹）

离岸市场上，周二人民币CNH汇价也依旧延续了近阶段以来的窄幅震荡格局，较降准之前变化有限。截至北京时间3月1日16:30，人民币对美元CNH汇价报6.5470元，较前一交易日小幅上涨54个基点或0.08%，与境内即期汇价的价差继续保持在13个基点的较低水平。

阶段性持稳料将延续

市场人士指出，尽管当前央行延续了稳健略偏宽松的政策基调，但宽松力度仍较为克制。市场各方对于人民币汇率继续持稳的预期，由此也并没有因为本次“姗姗来迟”的降准，而发生明显变化。

交易员表示，2月中旬以来美元指数持续震荡反弹，主要为非美货币汇价则部分回吐了前期反弹幅度。在此背景下，人民币对美元汇率近几个交易日跟随欧元等非美货币出现短期