调整难持续 或现牛皮市

□本报记者 张勤峰

预期的落差导致节后市场一改春节前的坚挺，出现一波调整。分析人士指出，央行乐见资金利率稳定，降低了短期内政策进一步放松的可能性；经济与通胀形势遭遇春节干扰，更加剧了市场预期分歧，短期内交易性机构抛券的压力依旧存在。不过，当前讨论经济底成型为时尚早，通胀重归下行基本明确，债市基本面支撑并未逆转，收益率虽下行动力不足，向上风险亦不大，短期内或维持弱势震荡。

银行间10年期国债收益率走势

数据来源：Wind资讯

预期落空引发调整

不得不承认，春节后银行间债券市场的表现颇为令人失望，不仅预期中的流动性行情化为泡影，就连节前较为坚挺的中长端利率也出现持续调整。据中债收益率显示，2月10日10年期国债收益率为3.52%，相比节前最后一个交易日（1月21日）的3.38%，上行约14bp。反观春节前，尽管银行间流动性一度告急，但是收益率曲线中长端异常坚挺，10年国债收益率波动始终未超过4bp。

债券行情的反差，源于市场预期的落差。节前有分析认为，中长端利率维稳，表明机构看好节后行情。一般而言，春节后流动性存在季节性改善的规律，且市场预期降准将延至节后实施，会进一步推动资金成本回落，因此春节前流动性紧张及收益率反弹，反而被视为埋伏节后流动性行情的机遇。然而，跨节后流动性的改善并不如预期。银行间7天回购利率最低回落至3.35%，上周则重返3.5%上方，与去年四季度3%的低位尚有较大差距。而资金价格回落有限的原因，则是货币政策放松节奏不及预期。降准预期屡次扑空，加之逆回购到期后，央行重启正回购，显示其并不希望流动性过于宽松。央行对于流动性的态度，强化了货币政策稳健姿态，使得市场前期对流动性过于乐观的预期面临修正。

分析人士指出，当前债券市场多头信心主要依赖政策因素，因为去年四季度的过快上涨已提前透支了经济因素的支撑。然而，近期在政策预期迟迟未兑现的同时，经济下滑预期也开始动摇，进一步加剧了交易型机构获利了结的行为。2月9日，新公布的1月CPI数据出现超预期反弹，结合之前好过预期的GDP、PMI等经济数据，基本面的复苏迹象已引起部分投资者对经济通胀双下行趋势的质疑。

过度悲观不可取

经济增速放缓与物价涨幅回落是去年四季度以来债市转强的基础。近期经济数据反弹及缺乏政策面推动，是否意味着债券收益率底部将提前到来？对此，多数市场机构认为，短期而言，由于上涨动力缺失，交易户离场使得短期债市可能继续调整。然而，年初通胀反复难改后续回落趋势，经济增长回暖尚未形成趋势，市场不应过度悲观。

在通胀层面，招商银行分析师刘俊郁认为，虽然1月份CPI超预期，但由于季节性因素占其中的绝大部分贡献，市场早已有所消化，同时春节错位影响在2月份将继续显现。自2月份开始CPI同比将加速下滑，很可能跌落到3.6-3.9%的水平。

至于经济方面，1月份数据实际上好坏参半。一方面，1月份制造业先行指标PMI接连回升，显示工业生产可能不如预期般悲观，但另一方面，当月全社会用电量数据与进出口数据均大幅低于预期，似乎又表明外需疲软与内需不足的问题依然存在。中银国际报告指出，考虑到1月份数据受季节影响较大，代表性较差，目前尚难判断经济下行的程度，还需等待更有说服力的数据。

东方证券报告认为，目前债市基本面支撑并未逆转，收益率继续反弹的空间不大。短期而言，部分机构投资者更看好股市表现，利率债和中高评级信用债可能继续面临压力，但债市收益率上升即是配置的好时点，建议投资者择机进入债市。

1年期央票停发无悬念

□本报记者 王辉 上海报道

本周公开市场操作有望延续上周的“央票暂停、正回购出击”格局。上海一商业银行交易员13日表示，当日央行未要求公开市场一级交易商申报央票需求，而只要求上报28天和91天两个期限的正回购需求量。该市场人士称，本周二央票停发已成定局，考虑到近期信贷等主要金融数据欠佳，本周央行将继续全面暂停央票发行。

央行上周在公开市场操作中发行了260亿元28天期和200亿元91天期正回购，在市场到期资金量较小、市场资金面紧平衡的背景下，投资者普遍将该操作动作理解为对资金面的维稳。分析人士指出，短期内公开市场仍有望维持较低力度的局面。Wind统计数据显示，本周公开市场到期资金70亿元，虽高于上周的20亿元，但到期资金量仍属于较低水平。

央行上周五公布的数据显示，1月新增人民币贷款7381亿，远低于此前市场预期。

■ 交易员札记

收益率重现下行苗头

□潍坊农信 王梦祯

13日，市场资金面延续宽松的态势，回购利率与上一交易日基本持平。截至收盘，隔夜回购利率2.70%，较上一交易日上行不足1BP；7天回购利率3.66%，较上一交易日上行3BP；14天回购利率3.85%，与上一交易日持平；21天回购利率4.32%，较上一交易日下行1BP。

现券市场上，13日利率品种收益率下行趋势显著，信用品种受抛盘较重、投资户仍在观望等因素的影响收益率略有走高。利率品种方面，剩余年限为4.69年的11附息国债22成交在3.10%，较上一交易日下行5BP左右。剩余9.77年的11附息国债24成交在3.49%，较上一交易日下行3BP。剩余0.84年的11央票96成交在3.45%，下行1BP。剩余2.69年的11央票81成交在3.47%，较上一交易日下行3BP。

信用品种方面，剩余1.13年的10中铝业MTN1（AAA）双边报价为4.55%至4.40%，与上一交易日基本持平。剩余4.86年的11穗地铁MTN1（AAA）成交在4.94%，较上一交易日上行3BP。

2月9日公布1月份CPI数据为4.5%，超出市场预期，直接导致上周四现券收益率全面上行。1月份数据受春节因素影响明显，随着市场对经济数据理性的分析判断以及时间的消化，本周一债市收益率下行趋势明显，显示了债市向好的预期。另外，温总理“预调、微调从一季度就要开始”的讲话无疑从政策面上也会对债市形成利好的推动。13日国债期货仿真交易上市，从国外的经验来看，一般国债期货上市会给国债现货市场带来更好的流动性，但是毕竟目前推广面比较小，还未正式交易，所以目前对债市的影响非常有限。

倒春寒不改向好趋势

□长江证券策略组

目前，经济回落的过程并没有结束，经济总需求仍在下降，生产者对于经济也依然悲观。通胀向下的趋势没有改变，只是需要警惕向下的深度和时间的跨度上并没有想像中的乐观。降准预期短期内落空，但解决公开市场到期资金匮乏的根本途径仍有赖于降准。对于债市，多重因素叠加，短期内虽然面临弱势调整，但中期向好的趋势并没有改变。

数据扰动 无需过虑

去年12月起，PMI指数连续两个月出现反弹，但这并不代表经济已经见底回升。从分项指标来看，1月新订单指数延续去年12月的上涨趋势，重归50以上，受春节因素影响国内需求增加，而出口订单已连续4个月在50以下，需求整体呈现为“内热外冷”的局面。原材料库存由48.3升至49.7，仍在50以下，在价格季节性上涨导致成本压力增大的背景下，企业补充原材料库存的动力不强。而产成品库存指数由上月的50.6回落至48，明显开始下行。这样的总体与分项变化方向相反的现象，恰恰表明自去年年底开始的经济企稳并没有改变其中期向下的趋势。

通胀方面，1月CPI明显高于市场预期。从统计局公布的数据上看，肉类和蔬菜类价格对于CPI上涨的贡献度明显高于此前商务部高频数据所反映的情况。我们预计此次跳涨不会改变通胀的整体回落趋势，但这让我们必须警惕，在劳动力成本、流通成本等环节压力增大的前提下，CPI回落的深度以及持续的时间可能并不会特别的乐观。PPI保持回落势头，特别是其本身受到季节性的影响偏小，未来继续下滑并降为负值或是大概率事件，这也表明了企业生产者对于经济的较低预期。未来需要警惕中东局势对于油价的影响，如果欧盟和日韩严格执行禁运，国际油价将面临20%以上的上涨，这将会对于PPI的运行产生扰动。

趋势依旧 放松可期

货币政策逆周期宽松的节奏以及力度将是决定市场未来走势的关键，我们预计随着通胀水平回落，逆周期宽松的概率较大，但是力度和进度可能较为有限而缓慢。

公开市场方面，节后第一周央行并没有选择降准来抵消逆回购到期所带来的影响。主要原因是理财产品管理加强以及现金转回存款的节奏快于预期。上周，尽管央行就央票进行了询量，但最终还是选择仅进行正回购操作。我们认为，节后资金面适度，央行可以做的选择比较多，在询量得到积极回应后，央行依据今年公开市场到期资金的特点，认为一年期央票的锁定期过长，不符合调节到期资金节奏的要求，加上央票发行利率敏感性而最终放弃了央票发行。预计短期内，一年期央票继续停发概率较大，三月期有望恢复。

信贷方面，1月新增人民币贷款7381亿，稍低于预期。企业新增中长期贷款占比略有回升，但显著低于去年同期水平，企业中长期贷款余额增速继续回落，显示企业投资意愿或项目较少，经济总需求仍在下滑。M1同比增速仅3.1%，M2增速12.4%，M1/M2比例显著下滑，表明经济活力下降，总需求有进一步萎缩的风险。

上周三CPI的严重超预期使得降准预期落空，虽然当天上午债市出现恐慌性抛盘，但随后迅速被逢低建仓的买盘消化，这也反映出市场对于债市中期的走势仍有信心。我们认为实体经济尚未触及底部，经济的减速将贯穿上半年。由于年内公开市场到期资金总量较少且分布不均匀，如果央行想要进行比较大规模的调整，势必需要短期限资金回笼工具的放量，而这一切的基础就是准备金率的降低，具体的节奏将取决于央行对于经济环境以及通胀的判断。因此，债市中期向好的趋势并没有改变。短期内，债市将面临一个弱势调整，等待更为明显的积极信号，在短期流动性好转的前提下，短融券的表现可能较佳。

■ 外汇市场日报

风险货币亚市延续涨势

□天利恒丰 丁勇恒

周一亚太市场交易时段，亚洲主要股市多数收涨，上周末希腊方面传出的利好继续改善着市场风险情绪，除日元外，主要风险货币兑美元报价震荡上涨，美元指数受影响在盘内高点79.0345附近震荡下行。

上周末，为获得1300亿欧元的救助资金，希腊议会通过了国际债权人要求其实施的财政紧缩协议。希腊传出的利好令市场情绪大受鼓舞，周一亚市早盘，欧系货币高开高走，同时澳元、加元等主要商品货币也纷纷震荡上涨。

日本内阁府周一公布的数据显示，日本去年第四季度实际GDP初值季率下降0.6%，预期下降0.3%，前值修正为上升1.7%，初值上升1.4%；年化季率下降2.3%，预期下降1.4%，前值上升5.6%。分项数据中，日本去年第四季度私人消费季率上升0.3%，预期上升0.2%；资本支出季率上升1.9%，预期上升0.9%；住房投资季率下降0.8%。日本2011年第四季度实际GDP较上季萎缩0.6%，暗示日本经济表现弱于预期。日本政府官员称2011年第四季度经济萎缩的主要原因是出口大幅下降，日元升值、全球经济放缓以及泰国洪灾则是导致该国出口大幅下滑的主因。GDP数据开差令周一中短期日本国债获得支撑，市场预期为期两天的政策会议可能扩大55万亿日元的提振流动性方案，而其中20万亿日元资产购买部分扩大，主要是通过买进更多国债落实。

德国统计局周一公布的数据显示，德国1月份批发物价指数年率上升3.0%，高于之前预期的1.8%，而2011年12月份批发物价指数年率为上升3.0%，11月份为上升4.9%。另外1月份批发物价指数月率为上升1.2%。其中固体燃料和石油产品的批发价格年率明显上涨录得12.1%的涨幅。数据暗示能源价格上涨是德国1月份批发物价指数高于预期主因之一。

瑞士联邦统计局周一公布的数据显示，瑞士1月份生产者/进口物价指数月率持平，预期上升0.2%，前值上升0.3%；年率下降2.4%，预期下降2.3%，前值下滑2.3%。统计局称，瑞士进口及生产者物价指数（PPI）的稳步走低令综合指标降至五年半以来的最低水平。瑞郎的强势以及欧元区需求的迟滞令成本走低。

由于日内缺乏重大数据指引，风险偏好情绪主导着周一亚市交投。截至北京时间周一17:00，美元指数报于盘内低点78.61附近，欧元兑美元交投于盘内高点1.3281附近，美元兑日元交投于77.68附近。

人民币汇率 延续强势格局

□本报记者 王辉 上海报道

在上周五美元指数明显上涨的情况下，本周一人民币对美元汇率中间价继续表现强势。中国外汇交易中心13日公布，当日银行间外汇市场美元兑人民币汇率中间价为1美元兑人民币6.2939元，该中间价较上周五的6.2937仅微幅走高2个基点。分析人士表示，在成功扭转前期市场看空预期之后，中短期内人民币汇率仍有望进一步震荡走强，同时双向波动特征也将进一步凸显。

受上周五投资者对于希腊债务问题前景依然有一定忧虑、中国进出口等经济数据低于预期等因素影响，当日国际汇市风险厌恶情绪有所走升，美元指数当日上涨0.51%至79.01点。相较于美元大幅上涨，13日人民币汇率中间价表现偏强。

在13日银行间外汇市场人民币即期交易方面，当日美元兑人民币即期汇价开盘于6.2981，收盘报6.2971，较上周五下跌15个基点或0.02%。在海外无本金交割远期外汇NDF市场上，美元兑人民币1年期NDF汇价交投在6.27附近，与前一交易日基本持平。分析人士指出，境内外市场对于人民币汇率的预期呈现较大弹性，人民币即期汇价与远期汇率更依赖于中间价的指引。

131.9点

国债指数再创新高

经过上周的整理，本周一交易所国债重启升势，上证国债指数盘中再创131.9点的历史新高。

当日上证国债指数早盘高开后持稳，午后震荡上行并收于历史新高点，报131.90点，上涨0.05点或0.04%。上交所有14只国债存在交易，累计净价成交总额为1.74亿元，较上一交易日减少约4023万元。具体来看，02国债（3）全天成交6761万元，居成交排名首位。此外，21国债（7）和03国债（8）日成交金额均达到千万元级别。涨跌表现方面，中长期限国债上涨较明显，如剩余9.76年的06国债（19）净价上涨0.75%，涨幅居首，剩余11.18年的03国债（3）和剩余9.47年的21国债（7）分别上涨0.18%和0.11%，紧随其后。

市场人士指出，周一交易所国债上涨的动力或来源于两方面。一是，上周五公布的外贸及信贷数据不及预期，缓和了1月PMI、CPI数据带来的基本面负面效应；二是，高层关于政策预调微调一季度开始的言论，重新提振了市场对于后续政策放松的预期。不过，该人士表示，近期经济指标受春节影响较大，基本面趋势需进一步观察，预计政策面将相对稳定，交易所国债或维持高位震荡局面。（张敏 张勤峰）

■ 债市策略汇

利率产品

中信建投：关注中短期浮息金融债

上周公布的1月份数据基本上都受到春节的季节性因素影响，对市场的信号传导机制产生一定的干扰。经济基本面和通胀形势到底乐观与否，可能要等2月份数据出来后，将1、2月份综合起来与同期进行比较才能得出全面的结论。但是，一些经济数据例如进出口增速经过季节性调整之后仍然低于同期值，结合汽车销售、房地产销售和用电量大幅下滑的事实，我们认为经济短期内并没有出现根本性好转的迹象，支撑债市慢牛格局的动力仍然存在。债市若出现较深调整仍是配置和交易机会。鉴于定存浮息金融债浮息利差处于均值下方，建议关注中短期浮息金融债。

顺德农商银行：调整或创造交易机会

本周债市需关注两个方面，一是中小商业银行需在15日进行最后一轮的准备金补缴，预计回笼资金近1000亿元，资金面可能会出现一定影响，但估计波动不太大；其次是一年央票会否重启，一旦重启可能会使债市的底部支撑加强，导致利率产品收益率继续反弹。从基本面看，经济增长与通胀在阶段性的反弹后，重新下行的可能性很大；资金面在缓慢的回暖中波动的频率降低；政策有利好仍将可能继续出现；配置需求在年初还将增强。这些因素均表明，债市的上涨行情并未走到末端，阶段性的调整可能带来交易性的机会。建议在调整行情中继续减仓部分3-5年左右的中期品种，以期在收益率重新回落中获利。预计在2月宏观经济数据陆续出台后债市会再次修正。

信用产品

中金公司：博弈交易所城投债反弹

对于风险承受能力较强的投资者，现阶段是博弈交易所高收益债阶段性反弹的好时机，其中首选城投品种。首先，再融资政策的放松减轻了市场对于融资平台短期周转风险的担忧，近期收益率表现相对平静，只要收益率一段时期内不大幅上扬，票息回报较为可观。第二，高收益债与高等级债绝对利差处于历史高位，在高等级债券机会下降甚至有回调风险的情况下，部分交易性需求可能会转向交易所高收益债。第三，短期经济数据和政策超预期有助于配合高收益债的阶段性反弹。未来城投债收益率下降至8.5%左右的可能性较大。不过，高收益债整体的信用基本面并未发生反转，博反弹只适合快进快出，且需控制仓位，不适合长期持有，尤其是房地产债以及部分资质较弱的公司债在年报公布前后仍存在一定的估值风险。

海通证券：看好中等评级信用品种

当前高评级品种的收益率水平吸引力已较为有限，宜减少交易，等待政策的进一步放松。继续看好中等评级信用品种，首先，政策基调未变，剔除节假日因素影响，1月份新增信贷或在万亿左右，且向企业层面倾向性提高；其次，政策对于中小企业的定向支持和融资渠道的拓展（如交易所拟推行高收益债）也有利于信用风险的降低；再者，物价方面，随着翘尾因素的回落，未来CPI下行较为确定；最后，目前中等评级信用利差仍处历史较高水平。

可转债

东方证券：短期面临一定风险

短期内在大盘股积累了一定反弹幅度，已经达到前期高点且政策面尚无放松政策出台的情况下股指面临一定压力。转债走势受正股影响大，此外转债近期持续反弹，估值水平也有所上升，部分偏离价值底线，接下来可能承受一些风险。从中期来看，股性较弱的品种受债底支撑，股性较强的大盘转债受正股支撑调整空间有限，且存在进一步上涨的驱动因素。品种上，继续推荐石化工行及国电转债。石化转债今年将可能受益于石化转2的发行以及成品油定价机制改革的推动，工行转债在年报及季报公布前也将继续受益于其较快的业绩增长以及更稳健的资产质量。中行转债更接近债底，相应风险较小，不过弹性较低，适合较为谨慎的投资者。

国泰君安：数据扰动无碍行情继续

基于央行货币政策仍维持宽松的判断，预计实体经济、金融市场流动性状况仍将继续改善，加上实体经济库存周期启动、金融市场风险情绪改善的因素，维持权益市场进入右侧、大幅反弹可期的中期判断不变。从历史上看，转债估值主要由股市行情决定。当前转债市场估值在2001-2004年熊市与2005年熊转牛之间，随着股市右侧逐步确立，未来估值虽难恢复至石化转2宣布前的水平，但与2005年差距将逐步缩小。转债供给将压低估值，但正是配置的机会。（张勤峰 整理）

■ 新债定位 | New Bonds

12国开07			预测中标利率【3.80%,3.92%】		
债券期限	7年	招标数量	200亿元	计息方式	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	单一利率（荷兰式）	招标时间	2月14日
起息日	2月16日	上市日	2月22日	手续费	0.10%

12国开08			预测中标利差【64bp,70bp】		
债券期限	7年	招标数量	200亿元	计息方式	DEPO浮动利率
付息方式	按年付息	招标方式	单一利差（荷兰式）	招标时间	2月14日
起息日	2月21日	上市日	2月27日	手续费	0.10%

中金公司：受1月M2和信贷数据低于预期的影响，二级市场债券收益率有所回落，但仍高于春节前水平。由于债市走强的趋势并未改变，在目前资金面并不紧张的情况下，预计配置型机构对于12国开07仍会有稳定的需求。此外，节后浮息债利差有所下降，但对于银行类机构而言仍有配置价值。预计12国开07中标利率接近二级市场水平，在3.88%-3.92%之间；12国开08中标利差在64bp-68bp之间。

中银国际：上周1月份经济数据值得关注，同时本周央票继续停发，这些信息可能造成市场对货币政策放松的预期，促使收益率下行。目前市场认为相较于收益率已经较低的固息金融债，浮息金融债的高票息吸引力更大一些。预计12国开07中标利率会低于二级市场，最终中标利率在3.90%附近；12国开08中标利差将小幅低于估值利差，最终利差在70bp附近。

顺德农商行：随着春节后资金向银行体系回流，资金面会走向宽松，预计2月份R007均值将降至3.6%左右。考虑到2012年“保增长”的经济政策，未来一段时间内，资金面会延续宽松的局面。不过，目前市场对政策的预期落空，可能将使2月份债券市场总体会呈现窄幅波动的趋势，新债发行利率估计与二级市场基本持平。预计12国开05的发行利率区间为3.80%-3.85%，12国开06的发行利差区间为65bp-70bp。（王辉 整理）