

经济回暖 物价走高

债市“春季攻势”后劲不足

本报记者 王辉

年初以来，债券市场呈现一级带动二级上涨的良性格局，这一方面得益于短期流动性持续充裕，另一方面也与年初以来债券到期量多、新债供给尚未跟上密切相关，主流机构配债热情持续高涨。分析人士表示，考虑到春节前债券供给节奏还不会骤然加快，SLO（短期流动性调节工具）的推出也进一步打消市场对流动性的担忧，债券市场有望维持暖势，但经济基本面回暖、物价水平温和走高、春节资金面扰动增强、春节后新债供给加快等不利因素，预计也将制约收益率继续向下的空间。

一级带动二级上涨

在资金面整体平稳、机构配置需求旺盛的背景下，债券一级市场的火热表现逐步向二级市场蔓延。1月以来，债市涨升势头比较明显，表现好于预期。

从债券收益率变化来看，1月以来除国债外主要债券收益率全面下行，主流机构对于一级市场金融债的配置需求，带动二级市场相关券种收益率出现明显下滑。中债收益率显示，截至1月29日，1年、3年、5年、7年、10年期的固息国开行政性金融债收益率，分别从2012年最后一个交易日的3.4756%、3.9313%、4.2192%、4.3924%、4.4659%，降至3.2831%、3.8608%、4.1185%、4.3394%和4.4177%。

新债持续热发

农业发展银行29日招标发行了其2013年第一期金融债券。发行情况显示，该5年期固息债券中标利率3.95%，落在此前市场预测区间的下限水平；首场150亿元招标结束后，50亿元追加额度全部被追满，首场认购倍数达2.19倍。与此同时，国家开发银行29日招标发行了该行2013年第10期至十三期Shibor浮息金融债，四期债券中标利率也全部低于市场预期，

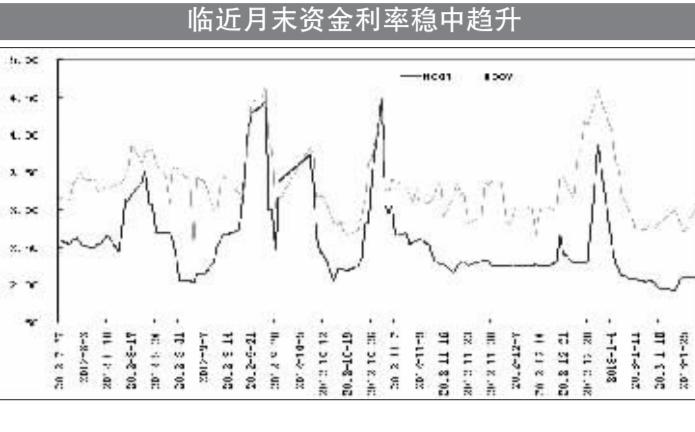
收益率继续下行空间有限

分析人士表示，年初以来的债市上涨行情，一方面得益于短

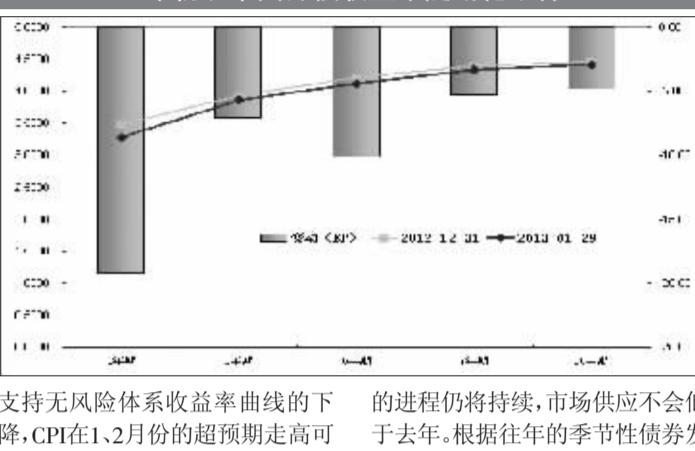
期流动性持续充裕，另一方面也与年初以来旧债到期量较多、新债供给尚未跟上密切相关。考虑到春节前债券供给节奏还不会骤然加快，SLO（短期流动性调节工具）的推出也进一步打消市场对流动性的担忧，债券市场有望维持暖势，但经济基本面回暖、物价水平温和走高、春节资金面扰动增强、春节后新债供给加快等不利因素，预计也将制约收益率继续向下的空间。

海通证券等机构认为，随着春节的临近以及通胀预期的加强，由宽松的资金面推动的本轮行情可能已经进入尾声。基于对经济小幅回暖和通胀水平总体温和可控的预期，短期内利率债的交易性机会不大。在经过1月份收益率的回落之后，利率债整体已经基本反映了对2013年通胀3%左右的预期。而一旦出现超预期的因素，如经济仍然延续固定资产投资拉动或者通胀超预期上行，则利率债首当其冲受害。因此，利率债仅具备配置和流动性管理价值，仍建议维持短久期策略。

国海证券认为，外汇占款的再次走升将使得市场资金成本未来一段时期内压力骤减，未来一段时期，随着春节因素的临近以及对于资金波动平稳预期的消化，不再



临近月末资金利率稳中趋升



年初以来国开债收益率陡峭化下行

支持无风险体系收益率曲线的下降，CPI在1、2月份的超预期走高可能是市场的风险点之一。信用债方面，全年综合来看，基于当前的信贷成本和发债融资价差，信贷替换

的进程仍将持续，市场供应不会低于去年。根据往年的季节性债券发行状况，也需进一步关注进入3月之后的供应压力对市场走势可能产生的影响。

国开行Shibor浮息债热发

中标利差远低于预期

为3M-Shibor的5日均值，发行量分别为40亿元、60亿元、60亿元、40亿元。据市场人士消息，本次四期债券中标利差分别为-50BP、-1BP、19BP和38BP，较此前机构预期均值分别低15BP、4BP、12BP、6BP，而28日期限政策性银行Shibor浮息债的中债点差收益率分别为-36BP、4BP、32BP、45BP，估值亦高于中标结果；从认购情况来看，四期金融债认购倍数分别

为4.73倍、3倍、4倍和2.22倍，显示机构投标热情十分高涨。

市场人士表示，当前市场资金面、供需面、基本面乃至收益率水平都对本次招标的国开行浮息债有利。其一，尽管春节临近使资金利率出现小幅抬升，但市场对于后市资金面预期仍偏乐观；其二，一季度利率债净供应相对较少；其三，国内经济企稳复苏趋势形成，市场预期央行下半年关注

点或会转向通胀，从而令浮息债投资价值显现；其四，从绝对收益角度来看，各期限的国开债均处在相对高位，且年初以来固定利率产品在二级市场走牛的同时，浮息债收益率下行幅度相对不明显，配置价值相对更高。特别是从交易角度看，短端品种的国开债点差相对较高，交易机构的介入可能是本次1年期品种备受追捧的重要原因。

收益率曲线仍将以陡峭化为主

哈尔滨银行 崔小龙

虽说福无双至，但债券市场却是一个例外，年初以来，多重利多因素在各自的时间序列运行上形成难得的重合，即使股市的强悍反弹也没能撼动债市的回暖之势，资金面及供需层面的利好共同推动收益率曲线整体下移，而且收益率下行幅度按照期限由长到短依次放大，呈现出典型的流动性推动特征。笔者认为，当前核心驱动因素营造的利多氛围并未散去，短端收益率仍具有一定下行空间，而长端将维持窄幅震荡行情，收益率曲线将以陡峭化为主旋律。

基本面利多占优

国内经济在一季度甚至2013年全年将呈现缓步复苏的态势，

构成当前债市反弹行情继续向纵深发展的羁绊，但中长期看，经济潜在增长率中枢下移趋势没有改变。笔者认为，多空因素相互角逐，对中长期债券的冲击最大，中长端收益率有上行需求，但空间有限，市场难以形成趋势性的调整行情。

相对经济增长产生的利空效应，通胀层面释放出的短期利多更为明显——预计1月份CPI同比增速将回落至2%以下，2月份反弹高点会达到2.5%-3.0%区间，但3月份将重新回落至2.0%附近及以下。纵向比较来看，通胀压力料将低于之前预期，而当前市场并未对此做出足够反映，故债市收益率中枢存在一定回落空间，而长端将维持窄幅震荡行情，收益率曲线将以陡峭化为主旋律。

基本面利多占优

整体来看，基本面利多大于

利空，收益率曲线在一季度陡峭化下移的概率较大，但下移空间相对有限，而且部分中长期债券还面临一定的调整需要。

配置行情是主题

尽管当前央行货币政策以稳健为主基调，但考虑到呵护经济增长，且通胀上涨压力不大，实际执行时保持中性偏宽松的概率较大，这与中央经济工作会议中降低企业融资成本的惠民精神是相辅相成的。

近期SLO工具的出台更加表明央行有意熨平资金面波动，完善利率市场化政策框架，配合财政扩张政策，降低市场融资成本，进而为产业升级与结构转型提供有利的政策环境，这将会进一步降低市场利率中枢。7天期回购利

率可能再次回到2.5%左右，这或将倒逼央行回购利率定价下移，有望推动短端利率品及高评级信用品种收益率中枢下移。

此外，年初银行等机构配置意愿强劲，债券大量到期也为品种配置提供了空前的流动性规模，一个多月来频频出现的一级带动二级市场行情也侧面证明了机构正在大幅配置建仓。

综上所述，经济增长反弹虽是利空，但通胀反复回落、流动性宽松是利多，利多大于利空，行情仍在走暖，尤其短端收益率仍具有一定下行空间，而长端仍将维持窄幅震荡行情。故配置行情依然是主题，机会大于风险，品种上可以中长期利率品为主，辅之高收益信用品种；交易盘可适当介入，捕捉波段操作，以中短期利率品为主。

观点链接

银河证券： 非趋势性行情

虽然资金面的持续宽松构成了近期债市看多的核心理由，但也需要逐步关注基本面缓慢回暖对债市的影响。

去年四季度债市的环境是基本面回暖+资金面宽松，与三季度基本面悲观+资金面紧张”的环境恰好相反。今年一季度可能是去年四季度的延续，基本面延续弱复苏，而资金面持续宽松。如果站在去年四季度看今年一季度的债市环境，可能占市场相当比重的看法是资金面会因为春节因素有所收紧，而经济回暖的局面可能出现反复。而目前来看，这两方面的表现均超出预期。

首先，资金面在元旦之后持续宽松，短期资金利率持续走低。央行在元旦之后的操作中连续净回笼也没有改变流动性宽松的局面。同时央行在1月18日推出的SLO（短期流动性调节工具）被认为具有缓和阶段性资金紧张的意图。其次，经济的回暖还在延续，虽然仍是弱复苏，但从数据看，复苏确实还在

延续。上周汇丰PMI初值公布，创24个月新高，升至51.9，表明经济正进一步企稳回升。

这样一个基本面回暖+资金面宽松”的组合对债市的影响可能不是方向性的，而是结构性的。具体来说，债券收益率曲线可能出现陡峭化趋势。收益率短端受资金价格走低的影响而保持低位运行，收益率中长端则面临着经济回暖和物价温和攀升的压力而小幅走高。因此在配置上还是建议以中短期品种为主。

中信证券： 利率债延续小幅震荡

宽松的资金面是支撑近期债市的主要因素。尽管出于稳增长的需要，央行会适度保持银行间市场流动性的宽松，以降低融资成本，此外，外生性流动性的改善也有利于资金面。然而，短期内，财政存款上缴以及春节期间银行将面临较大的现金走款压力，都可能会对流动性形成一定影响。从中长期来看，随着经济的进一步企稳回升，以及通胀的逐步走高，央行保持流

动性宽松的意愿也会有所下降，资金利率可能会重新上移。当前可能是年内流动性最为宽松的时期，未来资金面进一步宽松的幅度有限。因此，在央行宣布采用SLO消息的影响逐步释放之后，中短期利率产品的行情或暂时告一段落，未来收益率继续下行的概率相对有限。而中长期利率品种由于受到来自一级市场的有力支撑，尤其是金融债市场买盘力量相对充足，短期内收益率大幅上行的概率不大。在消息面平稳的情况下，预计短期内利率产品市场将延续小幅震荡的态势。现券策略方面，建议交易型机构继续对利率产品持轻仓谨慎态度，可对中短期利率产品逐步获利了结，并继续关注一级市场招标中可能存在的博取边际标的机会。对配置型机构而言，由于中短期金融债隐含税率已有较为明显的下降，绝对收益率优势正在降低，可开始关注绝对收益率较高的中长期国开及非国开债的配置机会。

招商证券：
信用债收益率下行或放缓

汇丰PMI继续上升，反映了需

求端持续回暖，预计1-2月工业增加值增速可能在去年12月10.4%的基础上继续回升至11%左右。结合季节性因素，1月份PMI与去年12月份基本持平。综合汇丰PMI与中采PMI的拟合关系，我们判断1月份中采PMI将维持在50以上的扩张区间内。

整体来看，与我们预计相符，基本面因素对上半年债券行情的推动作用有限，经济增速和CPI增速缓慢上行将成为今年上半年信用债走平的驱动力，而货币政策放松预期减弱也将使信用债整体缺乏大幅上涨的动力。近期在资金面宽松的推动下，债市有所上涨。虽然目前诸多因素均稳定流动性预期，但临近春节，预计市场的焦点仍将主要集中在资金面上。我们判断短期内，信用债行情仍能延续，但随着资金面逐渐开始小幅波动，收益率下行速度将有所放缓。中期来看，我们建议上半年仍以配置为主，推荐5年左右久期、中等资质产业债+城投债”的资产组合，组合兼顾品种流动性、资本利得的机会和持有票息的回报。（张勤峰 整理）

跨月资金需求增多

央行7天逆回购规模扩大

本报记者 葛春晖

随着月末以及春节假期临近，银行间市场资金面日渐趋紧，机构对央行逆回购的需求相应增加。29日（周二），央行在公开市场开展了800亿元7天期逆回购操作，中标利率持平于3.35%，交易量则在上周四580亿元的基础上扩大220亿元。

据Wind统计，本周（1月26日-2月1日）有1210亿元逆回购到期，其中1月29日、31日分别有530亿元、680亿元逆回购到期，无央票及正回购到期。周二操作后，本周还剩余410亿元的资金缺口，但考虑到周四还有一次操作，本周公开市场实现小规模净投放的可能性较大。此前，央行已连续四周在公开市场净回笼资金。市场人士表

示，面对月末考核和春节备付压力，银行间市场资金面近几个交易日逐渐小幅收紧，央行放大逆回购规模顺应了机构的需求，符合市场预期。

从资金面表现来看，尽管央行29日在公开市场实现净投放270亿元，但银行间市场主流资金利率总体仍略有抬升。具体来看，隔夜回购加权平均利率收盘基本持平于前一交易日的2.10%，跨月末的7天品种上行13BP至3.11%，跨春节的14天品种微跌不到1BP至3.64%。不过，市场人士亦指出，对于货币市场资金面的调控能力越发得心应手，未来虽然春节因素仍将对资金面形成一定困扰，但预计资金利率的上行幅度将有限，难以达到去年春节前水平。

人民币兑美元中间价四连跌

在亚太新兴市场货币普遍走软的背景下，近日人民币兑美元汇率中间价呈现连续回调走势。据中国外汇交易中心公告，29日银行间外汇市场人民币兑美元中间价报6.2851，较上一交易日跌33基点，连续四个交易日下行，累计跌89基点。

在中间价引导下，境内银行间即期外汇市场人民币兑美元汇率亦连续走软。数据显示，1月29日，人民币兑美元即期汇率收于6.2243，较上一交易日下跌17基点，四个交易日累计下跌63基点。不过，当日即期汇率收盘价仍高出中间价608基点或0.97%。而在海外无本金远期交割市场（NDF）上，一年期美元兑人民币报价29

日回升至6.3142/6.3188一线，与中间价相比，显示投资者预期一年后人民币将贬值约0.50%，贬值预期较前期略有抬头。

上周日本央行宣布再推量化宽松政策之后，市场担心亚太新兴市场国家将群起效仿，从而导致亚太货币兑美元汇率纷纷走软。市场人士表示，人民币中间价的连续下跌顺应了外盘走势，也起到了有效引导即期汇率合理回落的效果。不过，分析人士亦指出，目前即期汇率仍显著高于中间价，而且海外人民币贬值预期也并未大幅走强，再考虑到我国经济企稳态势较为确定，预计后市人民币不会出现趋势性贬值。（葛春晖）

人民币中长期升值动力有限

南华期货研究所 张静静

去年9月底以来，人民币兑美元即期汇率由贬转升，涨势迅猛，一度于本月14日创出6.2124的历史新高，同期人民币中间价也逼近汇改后高位。从外汇占款余额变动及离岸市场人民币远期汇率（NDF）走势来看，近阶段人民币汇率持续升值并非“热钱”涌入所致，而是中国经济反弹提升人民币升值预期的结果。预计人民币汇率短期内将继续升值，有望突破6.2，但中长期升值动力则比较有限。

人民币升值与“热钱”无关

2011年下半年，出于对中国经济下行的担忧，国际“热钱”开始流出中国市场；去年上半年，看空中国经济的情势进一步高涨，汇率也由108.67升至110.16。尽管汇率升值既可控制输入型通胀风险，又可降低进口企业成本，但在通胀仍处可控范围且内需相对疲软之际，汇率升值对国内经济的益处并不显著。在中国对外贸易中欧洲占比不足20%，且在欧元区经济衰退的影响下该比例在2012年已经下降了3个百分点，而美日等经济体与中国之间的贸易占比则逐步上升。也就是说，人民币汇率对欧元贬值带来的贸易贡献不足以弥补人民币汇率对其他主要外币升值引起的贸易损失。

另外，正值英日央行继续开闸放水，欧美央行调整货币政策方向之际，发达经济体为谋求发展不惜以货币战为代价，其结果是其货币信誉的丧失。人民币不应跟从，且只有稳定的汇率才能促进国内经济健康有序的发展，同时确保人民币国际化进程的顺利推进。这也是人民银行反复强调人民币汇率已基本实现均衡水平的重要原因。

短期仍存升值预期

NDF代表了海外市场对人民币汇率的未来预期。今年以来，NDF与人民币中间价、即期汇率一同保持升势，且NDF与中间价差值几乎缩小至零，表明市场对人民币汇率的看跌情绪已经降温，甚至出现人民币汇率升值预期。

另外，本周共有15家经营人

■ 新债定位 | New Bonds

13附息国债04

预测中标区间[3.05%, 3.12%]

债券期限	3年	招标数量	260亿元(无追加)	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	混合式利率招标	招标日	1月30日
起息日	1月31日	上市日	2月4日	手续费	0.05%
鄞州银行	1月份	发行的国债期限结构均不同，预计配置需求仍然较旺。1月28日，3年期国债双边报价在3.08%-3.10%附近，建议本期国债配置区间为3.05%-3.09%。			
国信证券	受经济好转影响，本周一利率品种收益率保持高位或略有小幅上升；而春节临近，资金面开始趋紧，也将从技术层面推动市场收益率上行。加上3年期国债绝对收益率较低，因此，预计本期国债需求一般，预计中标区间在3.06%-3.12%，建议配置型机构在3.06%-3.10%投标，交易型机构在3.10%-3.12%投标。（葛春晖 整理）				
中银国际	考虑到1月份利率品种到期量较多而新债发行较少，供求关系以及“股早获利”的驱动使得大行对利率债一级市场投标保持旺盛需求，预计本期国债的需求较好，建议积极的投资者在3.06%-3.10%投标，相对保守				

的