

年末止盈 债市震荡风险加大

□本报记者 王辉

12月1日，最新公布的11月官方PMI数据创下八个月新低，显示经济基本面弱势给债券市场的强势支撑依然稳固。不过，市场人士指出，由于今年债券市场基本“由年初涨至年尾”，当前市场止盈情绪浓郁，加之年末主流机构配置力度下降，年末债市继续向上拓展空间具有明显阻力，预计12月债券市场难现单边上涨，震荡加剧的风险则有所增大。

经济表现依旧疲软

12月1日最新出炉的数据显示，11月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.3点，比上月回落0.5点，降至3月份以来最低。同日，汇丰银行发布的11月汇丰PMI终值为50点，也刷新了近五个月以来低点。

结合先行的PMI指标，中金公司最新观点认为，下周陆续公布的11月其他主要经济数据可能均表现较弱，整体来看，现阶段经济下行压力大、通缩风险隐现，以及就业和中小企业经营恶化的状况仍然没有明显改观。该机构表示，受需求低迷叠加部分产业停产减排影响，11月工业增速或显著放缓；考虑到11月食品价格环比小幅下降，非食品价格延续弱势，预计11月CPI同比增速将继续降至1.4%附近。

中信证券也认为，多种迹象表明当前去库存仍然是工业主旋律，11月工业品价格持续在低位徘徊，证明当前巨量工业品库存仍然制约其价格上涨，11月工业增加值或继续低于8%，继续维持低位水平。中信建投则进一步指出，从11月PMI和工业利润指标走势来看，现阶段经济增长动力仍然偏弱，近期将要披露的经济数据也不会有明显好转，因此后期“稳增长”压力还会不断增大。

在经济基本面依然疲弱的背景下，市场对于货币政策的宽松预期继续发酵。中

金公司、中信建投等机构指出，央行11月21日降息、25日下调正回购利率的举措，对降低银行间利率和实体经济融资成本的作用仍未充分体现，货币政策放松力度还将继续加码，具体政策措施包括降低法定存款准备金率和继续降息等政策工具，尤其是大幅调降银行间利率的压力进一步增大。

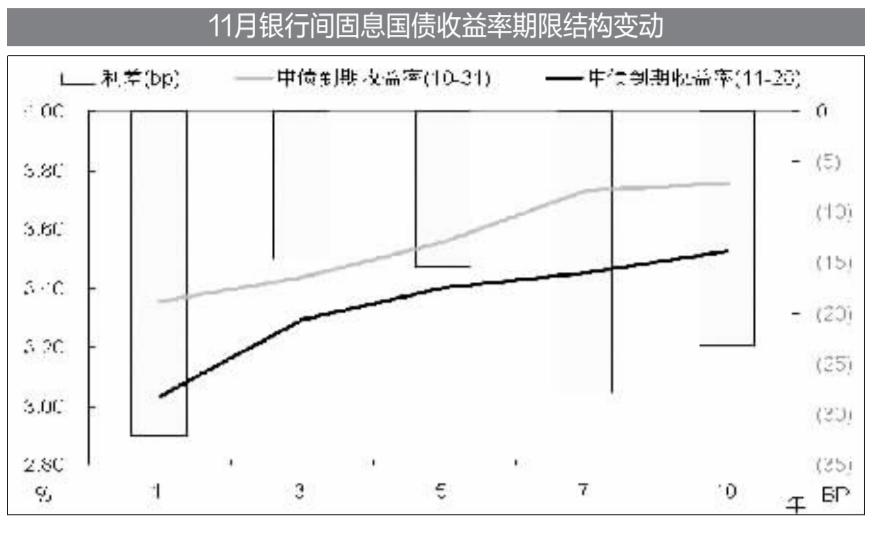
债市难现单边上扬

尽管短期经济基本面保持弱势将继续给债市带来提振，但对于年底前的未来一段时间市场表现，多家主流机构在坚持长期乐观的同时，纷纷表达了短期偏于中性的看法。机构观点普遍认为，年末主流机构配置需求下滑、12月资金面面临不确定性、市场止盈压力等因素，都可能使得市场出现波动。

中信建投本周表示，结合此前央行降息后债市的反应，以及近两周股市等权益类市场的表现来看，一方面，市场风险偏好快速提升，不利于债市；另一方面，中长期收益率在当前位置上对于配置户的吸引力显著降低，一级市场中长期需求乏力，以及近段时间资金面相对偏紧，预计将使得“狂欢后的债市上攻乏力”。该机构认为，在政策再次放松之前，利率债整体将进入震荡期。

就资金面而言，平安证券和瑞银证券进一步指出，虽然上周以来市场预期央行还将快速采取降准等手段、从而将货币政策转向全面的实质性宽松，但市场短期已经过度透支了流动性宽松的预期。由于12月公开市场几乎没有到期量，银行体系又面临年末时点，尽管有年末财政放款的正面影响，但其时间存在一定的不确定性，因此，对12月的资金面状况还需予以适当警惕。

此外，申银万国等机构指出，近期债市在降息重磅利好下表现相对理性，对于市场经过全年持续上涨之后较强的止盈情绪，需要在年末时点予以关注。



11月国债收益率平均下行逾20基点

□本报记者 张勤峰

在宽松预期及央行降息的相继推动下，11月份债券市场收益率整体进一步走低，曲线呈现出一定的陡峭化形变特征。不过，随着估值不断下降，市场分歧有所扩大，收益率下行的过程一波三折。市场人士认为，若短期内没有进一步的实质利好，债市或进入一段震荡期。

从中债到期收益率曲线上看，11月份各关键期限国债收益率整体平均下行23bp。期限结构方面，1年期品种累计下行32bp，幅度在各期限中居首，其次是较长期限的7年和10年品种，分别下行28bp、23bp，而3年和5年品种在经历10月份补跌后，11月收益率下行速度放缓，当月双双下行15bp。总体来看，国债收益率曲线有从平坦化转向陡峭化的迹象。

11月份债券收益率下行过程并非一帆风顺，收益率下行主要集中在11月上旬和央行降息后短短一两个交易日内。与之对应，从收益率曲线上看，11月份国债收益率有两次探底过程，但每次在刷新年内低位后，都出现了反弹，这表明随着债券估值不断下降，市场分歧有所扩大。据收益率曲线显示，目前关键期限国债中，1年期和3年期仍高于历史均值，5年期和7年期接近历史均值，10年期则已低于历史均值。

有债券市场人士认为，9月份以来债券收益率下行过快，目前估值仍反映了一次左右的降息预期，若短期内没有实质利好，债市或进入一段震荡期。与此同时，考虑到估值和经济增长预期，在未来货币政策继续放松过程中，短久期品种利率下行空间相对更大。

多因素施压 12月资金面易紧难松

□本报记者 葛春晖

12月首个交易日，度过月末时点的银行间市场资金面有所好转，1个月内期限的资金利率纷纷下行。不过，从14天和21天资金价格走势看，机构对于12月下旬的流动性预期仍较为谨慎。

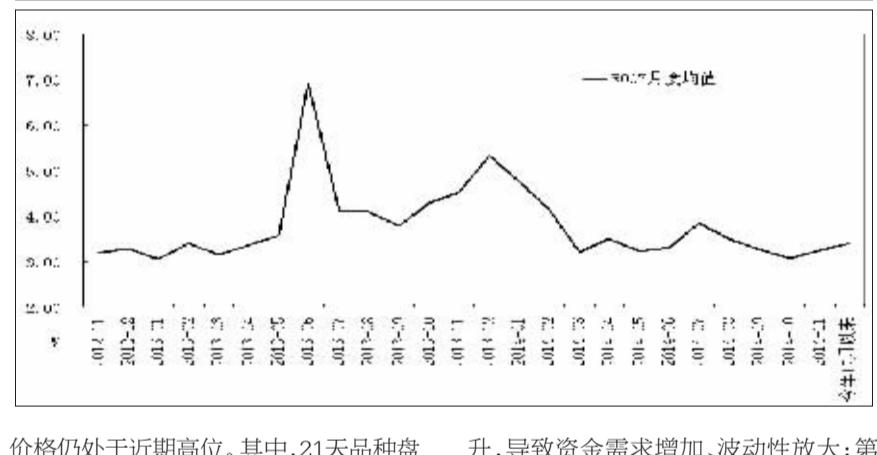
分析人士指出，短期内资金面还有进一步改善的空间，但考虑到利率市场化加快推进、新股发行按部就班以及年末季节性紧张等因素，12月中下旬资金面仍将易紧难松。在此背景下，若想尽快实现和巩固降息效果，还需要进一步“放水”引导货币市场利率下行，具体可选数量工具包括加大定向投放甚至全面降准。

资金面改善难掩下半月隐忧

随着A股IPO申购资金解冻以及月末考核敏感时点度过，银行间市场资金面在12月的首个交易日明显好转，各期限资金利率除2个月品种外全线下行。

数据显示，12月1日银行间质押式回购市场上，主流短期交易品种中，隔夜回购加权平均利率下行近8BP至2.65%，标的品种7天回购加权平均利率收于3.40%，亦下行8BP；中期品种中，14天回购加权平均利率下行7BP至4.01%，21天品种下行6BP至5.72%；1个月及以上期限品种涨跌互现。交易员称，当日资金供给充足，隔夜资金尾盘出现减点融出，资金面整体呈现供需两旺、总体平衡格局。

值得关注的是，从14天和21天的中等期限资金价格表现看，尽管加权利率环比有所下降，但总体水平和盘中成交



价格仍处于近期高位。其中，21天品种盘中最高成交至7.40%，创下今年春节过后最高的水平，14天回购盘中也再次触及6.00%的近期高位。这两个期限资金价格的居高不下，反映出机构对于本月中下旬市场资金面的预期仍较为谨慎。

结合上周资金面在降息、下调正回购操作利率之后仍出现阶段性紧张来看，分析人士认为，这在很大程度上显示出当前资金面边际压力承受能力下降的事实，展望12月中下旬，资金面仍可能易紧难松。

东莞银行等机构指出，下半月银行间市场资金面所面临的负面因素包括：首先，新股集中发行按部就班。有机构指出，目前已过会企业达到32家，虽然不会在年底前全部完成发行，但即便按照此前节奏，动辄过万亿元的冻结资金规模也会导致资金面出现临时性紧张；其次，牛市环境下，债市整体杠杆水平有所上升。

“降成本”需数量宽松配套

据WIND统计，11月份7天回购加权平均利率均值为3.25%，较10月份上涨了18BP。考虑到年末扰动因素偏多，若无央行扶助，12月资金利率中枢较11月份将易涨难跌。

显然，货币市场利率上行与降息的政策目标是相互背离的。因此，多家分析

机构均指出，若想尽快实现和巩固降息效果，还需要有数量措施的跟进，从而引导资金利率水平向央行正回购利率提示的水平靠拢。申银万国证券指出，目前线上资金价格被指导、线下资金价格处于较高水平的情况下与去年下半年较为类似，央行通过SLF、MLF、PLS等工具投放流动性或者降准的必要性较高。

东莞银行进一步指出，未来的资金面趋紧，意味着央行必须在稳定货币市场资金面和资金价格方面加大调控力度，以便使降低融资成本的目标落到实处。目前来看，降息之后没有数量政策支持，在市场化和宏观风险上升的背景下，商业银行不太愿意向实体企业在降低利率的同时加大投放力度，特别是对小微企业，因此央行后续放水的力度还有可能继续加大。

就具体“放水”措施而言，自上周四正回购暂停之后，本周会否重启逆回购成为市场关注焦点。东莞银行认为，重启逆回购在心理上有方向性的指导作用，但对于实际的资金供给可能相对有限，因此，大剂量的定向投放甚至降准都是配套降息政策的选项，否则降息的效果至少在短期很难体现出来。从当前存款准备金规模、央行定量宽松、商业银行成本和资金压力来看，降准的必要性在逐渐加强，预计后续央行会降准。但该机构同时指出，不管是降准还是定向投放，其目标应该是其所扶持的行业和企业以及转型方向的投资，如果降准，则必须出台配套的窗口指导政策，使漫灌的货币在窗口指导下流向上述方向。

货比口径的调整、存款保险制度的推动，也需要准备金率的下调以对冲。货币放松的大周期预期和短期仍然悲观的经济，意味着债市收益率没有持续上行的理由。

信用产品

南京银行：信用债短期风险积聚

建议对于后续操作维持相对谨慎。一是，从信用利差来看，各期限中高评级信用债均低于历史均值；二是，中长期信用收益率下行幅度较大；三是，近期利率债收益率出现快速上行，信用债短期风险有所积聚。不过，信用债净供给短期有所下降，理财等配置类机构对于较高收益率信用债需求仍在，而且经济数据表现不及预期，政策面降低融资成本要求仍在，总体回调风险相对有限，建议刚性配置盘可以逢高建仓，满足资产配置需要。分品种来看，短期融资券随市场行情波动较大，风险相对可控。因“沪港通”和新股发行相对密集，资金面不确定性较大，短期融资券存在交易性机会。

可转债

国信证券：继续看好银行转债

虽然非对称降息和存款保险制度对于银行股业绩都有一定影响，但当前对于银行股的关注点已经不再聚焦于利润增速，更多关注的是资产质量和估值水平。信贷资产证券化有利于盘活银行资产存量，存款保险制度有利于改善金融效率、消除尾部风险，降息带来的则是银行资产负债质量的修复，这些都有利于提升银行估值。

此外，存款保险制度的推出也可能使得存款更多的流向全国性的大中型银行，对上市银行更加有利。

估值方面，由于当前银行股股价普遍低于2013年的每股净资产，更加低于2014年预期PB，若2015年将要推出银行的员工持股计划，股价的合理演绎会促使银行股估值超过1倍PB。维持11月以来对银行转债的看法，继续看好银行转债，排序为中行、民生、工行。

中金公司：可尝试小幅波段操作

市场风格转换已经开始且有望持续。转债在大类资产配置中博取超额回报的重要性已经无需赘述。重申在易涨难跌的市场中，回撤的底线是回归中性仓位，而把握板块轮动机会仍是获胜重点。如果市场继续上涨，可以考虑在放量滞涨信号出现后尝试小幅波段操作机会，毕竟过快的上涨对资金面的过度消耗是个风险点。个券方面，维持之前的推荐组合：其一，平安和银行转债（排序中行、工行、民生）；其二，国金、东方、徐工等题材转债；其三，歌华和南山等促销意愿强转债；其四，齐峰、通鼎等小盘转债。久立、长青等流动性已经很差。（张勤峰 整理）

人民币兑美元即期价跌破6.15

12月首日，人民币兑美元即期汇率延续近期偏弱走势，收盘跌破6.15关口，创下两个月新低。市场人士表示，最新经济数据疲软强化了中国货币宽松预期，预计近期人民币即期汇率将延续弱势，但贬值空间有限。

据外汇交易中心公布，12月1日人民币兑美元汇率中间价报6.1369，较上一交易日下调24基点，近两个交易日累计下跌49基点，继续围绕6.14一线窄幅波动。美元指数上周五连续第二个交易日小幅上涨，全天涨幅0.33%至88.24。

1日即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇率低开低走，尾盘跌幅扩大，最终以6.1520的全

天低点收盘，较上周五下跌70基点或0.11%。上周以来，人民币即期汇率在意外降息以及宽松政策预期升温背景下连续走软，在中间价保持稳定的同时，重新回落至中间价下方运行。

由于1日公布的11月中采PMI指数创下近八个月新低，市场上对于降息后宽松政策加码的预期进一步升温。分析人士认为，在美联储加息方向明确的背景下，货币政策预期差异将使得人民币对美元继续承压，但考虑到年末季节性结汇增多，而且近期中间价保持稳中偏强运行特征，人民币即期汇率虽然短期存在走软压力，但预计贬值空间不会太大。（葛春晖）

11月债券发行量环比下降一成半

随着年底临近，债券一级市场正进入传统淡季。数据显示，11月份债券发行量下滑，除中票和定向工具以外的其它主要债券品种发行量均出现不同程度的下滑。市场人士指出，很多企业已完成全年债券发行计划，预计12月份债券供给量将进一步减少。

据Wind统计，11月份共发行各类型债券9750亿元，较10月份的11429亿元减少约1678亿元或14.7%。考虑到10月份的实际工作日较少，11月份债券供给的下降趋势已比较明显。

进一步的统计显示，11月份利率产品和信用产品发行量双双下降。利率产品中，中票和定向工具因企业债审批放缓，承接了部分城投债发行量降至1160亿元，中长期新债需求偏弱

市场人士指出，发行市场已进入传统淡季，未来数月债券供给量或进一步降低；利率产品中，国债供给压力相对较大，而信用产品中，中票和定向工具因企业债审批放缓，承接了部分城投债发行量降至1160亿元，中长期新债需求偏弱

中长期新债需求偏弱

12月1日，中国农业发展银行招标的三期固息金融债需求偏弱，期限相对较长的5年和10年期品种中标收益率均高于二级市场水平；同日国家开发银行招标的1年期金融债则低于二级市场。市场人士指出，年底“保成果”的情结和资金面不确定性加剧债市谨慎情绪，可适当缩短投资组合久期。

农发行1日分别对3期固息金融债进行招标，期限分别为46期、45期和27期。其中3期和45期中标收益率分别为3.8576%、3.9290%和4.0104%。同日，国开行招标的1年期金融债中标收益率为3.5429%，仍低于二级市场逾10bp。中债到期收益率曲线显示，1年期固息金融债最新收益率为3.6682%。

交易员指出，近期一级市场投资情绪有所降温。一方面，随着债券估值不断降低，市场对未来利率走势出现了分歧，且临近年底，投资者倾向于守住前期成果；另一方面，年底资金面易紧张，同业存款纳入存贷比考核的传闻也增添了资金面的不确定性，机构会比较注重保持备付水平，配债的动力有所下降。短期来看，债券收益率下行难度有所加大，建议适当缩短投资组合久期。（张勤峰）

进出口银行4日增发两期金融债

中国进出口银行1日公告称，定于12月4日通过中国人民银行债券发行系统招标发行第79期、第80期金融债券。

进出口行第79期金融债为该行今年第七十八期3年期固息金融债的增发债券，按年付息，票面利率为3.8147%，发行金额不超过50亿元，以价格招标方式发行，中标方式为单一价格中标（荷兰式）。第80期金融债为该行今年第七十三期7年期固息金融债的增发债券，按年付息，3年期品种发行手续费为0.05%，7年品种的发行手续费为0.10%。（张勤峰）

郑州银行披露同业存单发行计划

郑州银行股份有限公司12月1日公布了其2014年度同业存单发行计划。至此，今年以来已披露的商业银行同业存单计划发行金额累计已接近1.42万亿元。

发行计划显示，郑州银行今年同业存单发行额度为30亿元，该行将自行确定每期同业存单的发行品种、金额及期限。经联合资信评估，郑州银行的主体评级等级为AA。

另据中国货币网信息，12月2日将有10家银行发行共12只同业存单，发行金额合计150亿元。

今年以来，同业存单发行主体和市场规模不断扩容。统计显示，今年以来已有81家银行披露同业存单发行计划，计划发行额总计达到1.4179万亿元。另据WIND统计，截至12月1日，今年以来同业存单累计发行量已达782只、7424.40亿元；同业存单发行量