

人心思涨 纠结难解 债牛重振尚待政策指引

□本报记者 张勤峰

最近两日，债券收益率连续下行，去年底以来一直沉闷的盘面终见起色。事实上，在经济弱、通胀低的基本面环境下，货币政策放松仍有想象空间，加上季节性配置需求与供给低谷共同改善供需关系，此前市场也较为看好一季度债市行情。不过，综合机构最新观点来看，受制于信贷投放力度不明确、政策态度不清晰等因素，债券市场短期还难以彻底走出纠结的状态。在机会总体大于风险的情况下，多家机构均建议短期以持券观望为宜，等待进一步政策信号的出现。

期盼小牛争春

13日，债券市场打破沉默，出现明显上涨。中债到期收益率曲线显示，13日银行间待偿期为10年的固息国债收益率下行逾5bp至3.58%，此前10年期国债已在3.63%一线盘整了超过两周时间。14日，债券收益率继续下行，10年期国债中债收益率再降4bp左右。

在近两日债市上涨的背后，尽管有续做MLF的传言在暗地使力，却在一定程度上反映出当前债券市场人心思涨的氛围。事实上，此前很多机构看好2015年一季度债券市场行情，原因在于：

首先，经济增长形势仍不乐观。2014年12月份的宏观数据正陆续公布，预先发布的PMI数据显示当月宏观经济继续走软。高频数据方面，2015年伊始，五大电力集团耗煤增速继续下滑，同样表明经济增长动能不足，社会总需求改善乏力，经济下行压力仍然比较突出。

其次，通胀持续低迷，工业品价格通



缩形势严峻，市场利率具备继续下行的空间。去年8月以来，工业品价格加速下行，PPI通缩形势严峻。考虑到美元升值、全球经济形势疲软，大宗商品价格下行趋势依旧，未来工业品持续通缩可能性大。在工业品持续通缩背景下，消费价格维持弱势可能性大，通胀整体低迷的态势难改。

通胀预期是影响债券利率定位的一项重要指标。在通胀走低的环境中，近期全球债券收益率持续下降。数据显示，近期日本和德国的10年期国债利率已创出历史新高，英国和美国10年期国债利率离2012年7月份的历史低点也已不远。中国国债收益率目前仍在历史平均水平上方，收益率仍有向下的想象空间。

再者，经济弱、通胀低的基本面环境下，货币政策放松仍有余地。一方面，经济弱势形成货币政策托底的需求；另一方面，通胀低迷，导致实际利率不降反

升，这不利于居民消费和企业投资，货币政策仍有较大宽松压力。

最后，一季度供需关系良好，有利于债券市场酝酿多头行情。一季度，机构全年投资计划下达，在早投资早受益的观念作用下，债市处于季节性的配置旺季。与此同时，一季度又是传统的债券供给旺季，结合国债发行计划及城投债供给萎缩来看，一季度供给压力尚不足虑。

静候政策佳音

从昨日市场表现看，尽管MLF续做的刺激被逐渐消化，但得益于好于预期的流动性环境支持，债券市场维持暖意。考虑到新股发行高峰期已现，流动性已难见剧烈收紧的情况，待申购资金解冻后，进一步改善值得期待，这在一定程度上提升了市场看多情绪。不过，多家机构最新观点显示，鉴于经济数据披露期的谨慎情绪难除，而货币政策尚无有力宽

松举措，当前债券市场的上涨力度和持续性还有待观察。

从基本面来看，基建发力、信贷投放加快、房地产销售反弹，使得市场对于经济短期回稳不乏担忧。上周，有媒体报道发改委新批“七万亿”投资项目，基建发力会否推动经济企稳的话题被广泛讨论。同时，2014年12月信贷数据披露在即，在解锁贷存比、放松信贷额度控制的背景下，宽货币向宽信用转化的趋势也引起关注。另外，房地产销量在降息后明显反弹，有观点担忧销售回暖可能刺激房地产投资回升。总体看，在经济增长数据披露前期，投资者可能继续在经济低迷的现状与经济可能企稳的预期之间纠结。

而全面降准预期再三落空，降低了市场对于短期内货币政策宽松的预期。一位股份行交易员直言，政策预期是本轮牛市最重要的推手，当前人心思涨，万事俱备只欠东风，奈何“风”一直不来。从这个角度看，13日一则央行续做MLF的传闻就刺激债券市场全线上涨并不难理解。但与市场期望的政策相比，续做MLF的“风力”太小。申银万国证券报告进一步指出，MLF主要是为了弥补新增外汇占款减少形成的基础货币供应缺口，从货币总量上看并无明显宽松；此次续做MLF没有带来大量的净投放，也不应视为央行放开了货币政策；因此，续做MLF的消息难以持续驱动债券利率下行。

短期操作策略方面，申银万国证券表示，虽对未来利率下行趋势保持乐观，但目前阶段利率波动区间可能难以趋势下移，建议投资者莫要追高。中金公司报告建议，在机会大于风险的情况下，投资者可持券待涨，静候政策佳音。

十股齐发 资金面依旧宽松

□本报记者 葛春晖

资金面预期较为乐观。交易所市场方面，上交所隔夜回购加权平均利率收报5.47%，较上日大涨约270BP；7天回购加权平均利率反而下跌了15BP，收于4.74%。与12月中旬那轮新股申购隔夜、7天加权利率双双持续超过10%相比，本轮资金利率堪称“波澜不惊”。

分析人士指出，本轮新股申购冲击明显弱于预期的原因，一是，年初时点银行超储率通常较高；二是，年末央行明确同业存款暂不缴纳法定准备金，稳定了机构预期；三是，与去年12月相比，今年1月资金面扰动因素相对较少，且影响时点上有错位；四是，13日有传闻央行对到期MLF进行了续做，进一步缓和了市场气氛。按照此前机构预计，本轮新股申购冻结资金峰值在本周三，从周四开始将有资金逐步解冻，且随着时间推移，解冻资金将越来越多，意味着本轮“打新”给资金面造成的短期扰动即将烟消云散。

人民币即期汇率连升四日

□本报记者 王辉

近日来，在中间价整体持稳、美元指数高位徘徊的背景下，人民币兑美元即期汇率呈现偏强走势。1月14日，人民币兑美元即期汇率录得连续第四个交易日小幅上涨。

据外汇交易中心公布，2015年1月14日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1205，13日微跌10基点，由此结束了之前的“三连涨”走势。而即期交易市场上，人民币

兑美元即期汇率则未受中间价走低影响，早盘小幅高开后，全天呈现窄幅震荡走势，收盘报6.1957，较13日收盘上涨26基点或0.04%。至此，该即期汇价连涨四日，并创下2014年12月17日以来的收盘新高。

市场人士表示，在13日公布的2014年12月偏强贸易数据支撑下，市场上看空人民币的预期进一步收敛，油盘购汇也未能刺

激人民币即期汇率走软。短期来看，人民币汇率或将延续近阶段的温和窄幅震荡格局。

一季度机构配置力度弱于往年

加约2000亿。综合考虑关键期限国债的月度发行和到期量分布情况，2015年一季度到期量明显少于去年同期，2015年相对于2014年一季度供给压力明显增加。此外，信用债供给弹性较大，一般季节性不明显。

从需求端看，一般一季度的配置主力为商业银行。由于考核机制未变，早投资早受益”原则下，年初依然是商业银行集中配置债券时点，再加上经历去年12月的估值调整后，当前债券收益率配置价值尚可，因此机构配置需求仍在。但是，考虑到商业银行配置能力以及债券资产的替代性，今年一季度的机构配置力度或许弱于往年，以经验投资难免被经验所累，债市走向还需回到基本面这一核心因素。

从供给端看，中央经济工作会议决定2015年首要任务为稳增长，实行更为积极的财政政策，预计赤字率将由2014年的2.1%上调至2.5%附近，政府债券的供给将增加。从2015年关键期限国债、50年期国债、储蓄国债和第一季度国债发行计划来看，全年较2014年发行规模增

同时，需求端配置能力及资产可选择性却限制了配置力量的释放，那么市场经验所预期的供需错配导致一季度债券行情今年将明显弱于往年。其实，2002年以来共13年的一季度长期利率债走势显示，经验现象发生的年份只有8年，61.5%的统计概率并不高。因此这种经验判断更多是一种相关性现象，不是必然性的规律。

股票市场上大家喜欢讨论诸如“先月效应”等季节性价格变化，但是实证上却很难成立。债券市场也一样，如果存在一成不变的价格波动规律，而且呈现出季节性，那么根据行为金融学的观点，市场交易行为也将熨平这种不自然的波动。整体而言，今年一季度机构配置力度或许弱于往年，固定经验对债券市场的判断可能失误，对债券市场的分析判断还是应该回归到最核心的宏观经济、流动性等基本面因素。(本文仅代表作者个人观点)

上，在2014年一季度，传统配置主力商业银行的整体配置规模就已经远小于往年。根据中债登的数据，2014年一季度，国债和金融债的托管量增加4862亿元；其中，商业银行整体增持2149亿元，增持量同比减少22.7%，虽仍为最大配置机构，但是配置力度已大幅降低。

其次，股票、信贷等资产对债券的替代性增强。2014年四季度以来，权益资产日益火爆对银行存款、理财产生了较为明显的分流，降低了债券资产的配置资金来源。同时，由于一般贷款利率居高不下，利率超过7%的贷款资产相较于债券而言，对商业银行仍具有较大的吸引力。当前5年AA+中票估值在5.9%附近，相对信贷的隐含流动性溢价超过120bp，大幅高于历史均值。因此，随着股票、信贷等资产对债券的替代性持续增强，对债券配置资金形成较大分流。

如前所述，在供给规模略高于往年的

一级市场热度不减

1年期国债中标利率低于预期

□本报记者 王辉

财政部1月14日招标发行了2015年第一期记账式附息国债。在近期市场资金面偏松、央行续做MLF操作等利好推动下，本期1年期固息国债招标延续了近日利率债一级市场偏热的表现，中标利率低于市场预期。

招标结果显示，本期国债中标票面利率为3.14%，200亿元的招标额共计获得709亿元资金参与竞标，对应认购倍数达到3.55倍。银行间市场固定利率国债到期收益率曲线显示，1年期品种最新收益率在3.20%一线，此前多家机构为本期新债给出的利率预测均值则在

3.23%左右。市场人士表示，本周以来银行间资金面意外宽松，13日晚间有关央行续做MLF操作的消息也再度提振了市场信心，再加上主流机构配置需求也开始释放，本期国债的发行结果好于预期也在情理之中。

另外，财政部14日公告，决定于1月21日招标发行2015年记账式附息(二期)国债。本期国债为7年期固息品种，按年付息，竞争性招标面值总额200亿元，不进行甲类成员追加投标，1月21日招标，1月22日开始计息，1月28日起上市交易。本期国债采用混合式招标方式，标的为利率，发行手续费为承销面值的0.1%。

大盘转债带动指数收红

□本报记者 王辉

周三(1月14日)，沪深股市窄幅震荡，主要股指小幅收跌，交易所可转债市场亦是跌多涨少，但大盘转债走强仍带动转债指数以红盘报收。

具体来看，中证转债指数收于447.88点，较周二小涨3.75点或0.84%。全天市场合计成交75.1亿元，较周二温和放大近两成，但仍为近期较低的量能水平。

个券表现方面，当日两市正常交易的26只转债中，有10只上涨、2只平盘、14只下跌。本周二刚刚挂牌上市的格力转债小涨1.12%至

139.81元。受正股拉动，中行转债、浙能转债、工行转债分别收涨2.97%、2.30%和1.68%，列两市转债涨幅前三；中海转债、海运转债、徐工转债分别下跌2.26%、1.98%和1.31%，列跌幅前三。此外，石化转债、民生转债也在正股走强的同

时以红盘报收。

银河证券表示，短期而言，预计供需矛盾下高估值的转债流动性将有所下降，A股投资者加杠杆的行为也在趋于谨慎，建议投资者一方面要关注短期内市场震荡加剧的风险，另一方面可适当把握市场调整过程中存在的低吸机会。

■外汇市场日报

欧元兑美元汇率创历史新低

□南京银行 蒋献

在欧洲央行量宽加码预期持续升温的背景下，本周三欧元再次跌破自1999年欧元面世时的1.1747水平。从技术面角度

看，欧元对美元支撑位在1.1731，阻力位在1.1835。

目前市场对于欧洲央行能在下周货币政策会议上出台量化宽松政策的预期越来越强，而之前美国公布的一系列经济数据依然强劲，令市场对美联储加息的预期也在增强。两大央行货币政策未来走向渐行渐远，将继续令欧元承压。与此同时，投资者对全球经济的增长的担忧，则会让欧元等避险货币获得追捧。

今年同业存单发行量有望翻倍

□本报记者 葛春晖

2015年刚刚过去不到半个月，披露2015年同业存单发行计划的银行就已达到35家，计划发行总额超过1.7万亿元，远超去年全年水平。分析机构指出，在利率市场化持续推进的背景下，发行同业存单已经成为股份制银行和中小商业银行优化负债结构、拓宽负债来源的重要渠道，预计2015年同业存单的发行总规模将超过2万亿元，较去年的不足万亿至少翻倍，与此同时，同业存单的扩容可能给利率债投资带来一定的挤出效应。

银行主动负债“新宠”

商业银行同业存单自2013年12月以来试点形式面世以来，经过2014年的加速铺开后，刚刚进入2015年就呈现出爆发式增长态势。1月14日，华商银行、宁夏银行相继披露了2015年同业存单发行计划，各自计划发行额度均为100亿元。至此，披露2015年同业存单发行计划的银行已达到35家，发行额度合计达到1.7085亿元，而2014年全年近百家银行披露的同业存单计划发行额度也只不过逾1.43万亿元。

市场人士指出，近年来，随着利率市场化进程的持续推进，商业银行自身的流动性管理也面临着持续挑战，而同业存单的推出丰富了商业银行的市场化负债来源，正在逐渐成为商业银行优化负债结构、提升主动负债管理的重要渠道。与此同时，由于吸储能力相对弱于国有大型银行，发行同业存单更是成为股份制银行和城商行、农商行等中小银行提升存款吸收能力和主动负债能力、降低融资成本的重要途径。

将部分银行已公布的2015年发行计

划与其2014年计划进行对比，股份制银行和其他中小银行对同业存单发行的积极性程度即可一目了然。已披露的信息显示，农行、中行等四大国有银行2014年同业存单计划发行额度均为1000亿元，而农业银行2015年的计划发行额度与去年持平，中国银行则降至500亿元。与之形成对比的是，作为全国性股份制银行的招商银行、浦发银行、兴业银行，今年同业存单计划发行额度均高达2000亿元，而去年各自为800亿元、1000亿元、1000亿元，光大银行和平安银行也将各自的计划发行额度由去年的500亿元、700亿元分别提升到了1500亿元、1000亿元。此外，其他可比较的中小银行今年计划发行额度也大多在上年基础上有所提高。

或挤占机构配债资金

2013年12月，银行可转让同业存单启动了试点发行，参与首批发行的为中农工建交等10家国有或全国性股份制商业

银行，发行总额合计仅340亿元。2014年，随着此项业务的加速开展，全年累计发行

额度达到了8985.60亿元；尽管有部分同业存单于年内到期，但截至2014年底，同业存单存量规模仍剩余5995.3亿元。而据WIND最新统计显示，截至1月14日，2015年以来不到半个月时间里，银行间市场已累计发行了1018.60亿元。另外，还有9家银行将于15日再发共计144亿元的同业存单。可以预见，随着发行人范围扩大、需求群体增多、发行额度增加，2015年同业存单发行将进一步呈现井喷态势。

国泰君安证券指出，目前国开行、工行、建行、中信等大行尚未公布年度同业存单发行额度，未来随着面向企业和个人的大额可转让定期存单发行，预计2015年同业存单总供给量将达到2.5万亿元，扣除到期规模后，年度净增量将超过1万亿元。

值得一提的是，国泰君安证券分析师同时指出，虽然同业存单不属于传统的利率债，但由于发行方是银行，信用资质优异、收益率较高，容易受到银行配置青睐，将会对利率债投资造成一定程度的挤出影响。

2013年12月，银行可转让同业存单启动了试点发行，参与首批发行的为中农工建交等10家国有或全国性股份制商业

银行，发行总额合计仅340亿元。2014年，随着此项业务的加速开展，全年累计发行

额度达到了8985.60亿元；尽管有部分同业存单于年内到期，但截至2014年底，同业存单存量规模仍剩余5995.3亿元。而据WIND最新统计显示，截至1月14日，2015年以来不到半个月时间里，银行间市场已累计发行了1018.60亿元。另外，还有9家银行将于15日再发共计144亿元的同业存单。可以预见，随着发行人范围扩大、需求群体增多、发行额度增加，2015年同业存单发行将进一步呈现井喷态势。

国泰君安证券指出，目前国开行、工行、建行、中信等大行尚未公布年度同业存单发行额度，未来随着面向企业和个人的大额可转让定期存单发行，预计2015年同业存单总供给量将达到2.5万亿元，扣除到期规模后，年度净增量将超过1万亿元。

值得一提的是，国泰君安证券分析师同时指出，虽然同业存单不属于传统的利率债，但由于发行方是银行，信用资质优异、收益率较高，容易受到银行配置青睐，将会对利率债投资造成一定程度的挤出影响。

2013年12月，银行可转让同业存单启动了试点发行，参与首批发行的为中农工建交等10家国有或全国性股份制商业

银行，发行总额合计仅340亿元。2014年，随着此项业务的加速开展，全年累计发行