

经济滑向底线

宽松犹待加码

□本报记者 张勤峰

月初以来，先后出炉的1月份制造业PMI、进出口等宏观数据均表现欠佳，勾勒出整体经济动能加速下行的严峻形势。从这一角度看，央行上周“破例”降准，除了弥补流动性缺口的考虑之外，亦蕴含托底经济的因素。市场机构指出，当前经济增长动能持续回落，物价通缩风险有所加大，货币条件仍存偏紧之虞，央行货币政策有继续适度放松的必要。

经济增速向下 通缩风险上升

上周，央行普降定向降准并举，一次性释放流动性超过6000亿元。市场普遍认为，此次央行总量性货币政策出现松动，很大程度上是对短期资本外流、春节前流动性紧张的妥协，主要目的是对冲外汇占款减少，兼顾短期稳定货币市场的需要，但是综合经济运行的基本背景来看，央行此次降准也不乏托底经济增长的长远考虑。

月初以来，先后出炉的1月份制造业PMI、进出口等宏观数据均表现欠佳，显示实体经济下行势头加重，基本面正进一步滑向宏观调控的底线。

2月伊始，1月份PMI数据出炉。数据显示，1月份中采制造业PMI连续第6个月下行，且跌破50荣枯线至49.8，创下2012年10月以来最低值。由于今年春节较晚，1月份数据表现从季节性上看理应好于往年，但实际情况并非如此；分项数据上，需求、生产、价格和库存等主要分项指标尽显恶化。这些先行指标无不表明，去年12月工业生产的回暖迹象或是昙花一现，开年以来经济已重归下行趋势，且有加速向下的迹象。

上周末公布的1月进出口数据进一步确认了经济基本面疲软。数据显示，1月份我国出口同比下降3.3%，进口同比下降19.9%，均大幅低于预期。中金公司等机构认为，1月份外贸数据超预期的弱，除了包含大宗商品涨价、虚假贸易减少、去年高基数的影响之外，更重要的原因还是内外需求超预期低迷，反映出中

国经济正面临内外交困的局面。申万宏源报告指出，结合已披露的1、2月份数据看，一季度经济要差于去年四季度，趋势增长率可能已下行至7.1%附近。如果去年GDP增速目标为7%，则今年开年经济形势就已经逼近政策底线，货币政策需要适时肩负起稳增长的责任。

与此同时，当前物价通缩风险正不断加重，也对货币宽松提出要求。1月份通胀数据即将披露，目前市场一致预期1月CPI、PPI将明显下行，CPI同比增速有跌破1%的可能。在通胀持续低迷的情况下，实际利率偏高不利于居民消费和企业投资，从而抑制经济增长动能，也使货币政策放松成为必要。

由此来看，央行上周“破例”降准，某种程度上也是对经济下行和物价通缩风险加重的一种确认。

逆周期宏观调控仍有待加码

尽管总量性货币政策已经显露松动迹象，但市场机构认为，当前经济下行压力依旧很大，货币条件仍有偏紧之虞，逆周期宏观调控仍有待加码。

PMI和进出口数据已经印证经济加速下行的势头正在出现，而且增长前景不容乐观。机构指出，以1月PMI新订单减产成品库存衡量的经济动能指标继续下滑，显示经济增长动能仍在持续回落。此外，1月PMI分项中企业生产经营活动预期指数创下2013年以来最低值，显示企业对未来六个月经营预期较悲观，制造业经营活动继续弱势可能性大。

而与此同时，在短期资金外流导致外汇占款持续降低的情况下，央行实施降准主要起到对冲的作用，带来的增量流动性供给有限，还不足以发挥全面宽松的作用。尽管上周央行全面和定向降准并举，但是市场利率水平下行并不明显，货币市场仍维持相对高位，中长期债券利率也下行乏力。

中金公司报告指出，从1月份的外贸数据、PMI数据和即将公布的CPI和货币数据来看，已经或将要印证整体经济动能下行的严峻形势；货币增速继续回落，人民币实际有效汇率仍延续升值，通胀

下行环境下实际利率偏高，这些都导致经济无法得到有效刺激和托底。兴业证券报告也认为，如果央行降准意在托底经济，那么央行需要维持流动性的持续宽松来推动信用的扩张，考虑到地方政府面临财政收缩风险，央行还需更大力度的货币宽松才能稳定增长。

中金公司报告进一步指出，在内外交困的经济环境下，货币政策不松不行，松的慢同样不行。而在货币增速、汇率和实际利率三个货币条件中，引导实际利率下降来提振内需更为重要且可操作。

观点链接

中投证券：经济现状倒逼货币政策逐渐从紧缩向中性回归，且速度加快。自2010年以来，货币条件就呈现不断收紧的状态，经济增速一降再降，2015年经济进一步下滑甚至失速的风险明显上升。宏观调控当局不能忽视银行坏账率持续攀升，以中小企业私募债发行人为代表的最有活力的实体企业运营困难，不能忽视金融风险的逐步上升。从此次降准来看，货币政策回归中性比我们的预想还要快。

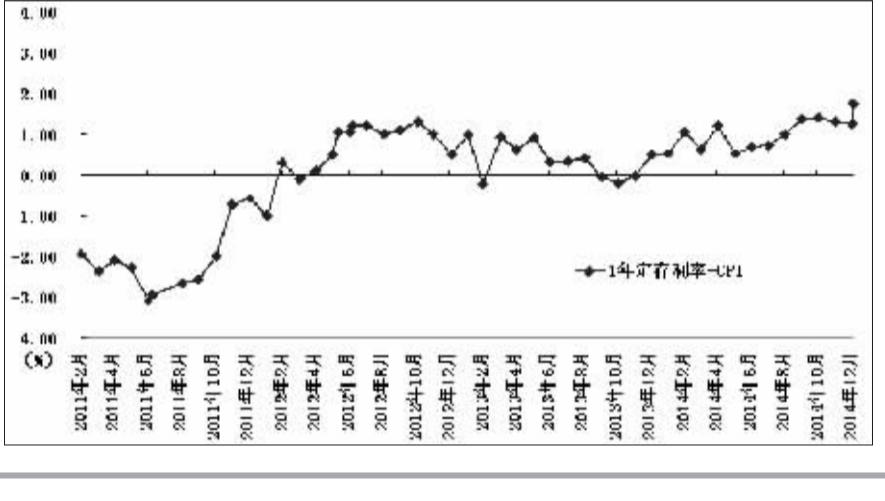
海通证券：降准有利扫清降息障碍。降准开启全面宽松之门，年内可能还有3次以上降准。短期内降准或加大人民币贬值压力，热钱流出和央行干预或使得外占继续下降，需要再次降准补充流动性。对我国央行而言，国内利率市场的重要性高于外汇市场，稳增长、抗通缩，货币宽松不会缺席，降准有利扫清降息障碍。

从降准到债市牛市逻辑：降准释放流动性买债—债券收益率下行—理财可配资产收益率下行—理财收益率下行—回购利率明。

有望下行——降息障碍扫除——降息周期启动——利率债牛市延续。

中银国际：未来利率、汇率和准备金率都会继续下降，政策还会在保增长和调结构中进行权衡。展望未来的货币政策，松紧适度仍是主基调，对于政策的运用也会考虑更多方面的因素。我们认为，总量政策的出台还会继续，但是其作用更多的体现在托底经济和对冲效应，未来基本面对债市尤其是利率债的利好仍然存在。在资本市场与实体经济的通道没有进一步打通之前，政策之实也很难解经济衰弱之困。

广发证券：3、4月是宏观调控定调的关键点。随着转型的不断深化，2015年正式进入政府收缩元年，经济运行有可能触及调控底线。一旦经济运行触及底线，特别是就业和金融风险底线，宏观调控可能转向进一步宽松。3、4月份，经济增速、就业压力和金融风险等因素逐步明朗，宏观调控的松紧调节将进一步明。



去产能加速 助推信用利差扩大

□安信证券固定收益部 袁志辉

能即将迎来加速触底，企业现金流和盈利能力均面临“最后一跌”。

价格层面数据反映的更为直观。2008年以来，PPI环比增速波动中枢持续下移，从0.6%降到2010年的0%附近并进一步下探到-0.3%，2014年以来更是长期环比负增长，且跌幅逐步加深。整体经济的通缩迹象非常明显，进一步印证了去产能周期的加速。通缩格局下，企业存货跌价损失加大，存货减少，企业利润在下跌过程中受损严重。

1月PMI指数的回落、钢铁水泥发电等主要工业品量价齐跌，加上房地产高库存背景下销售开局不利导致土地购置及开工低迷，都预示着短期宏观经济面临惯性下跌。再考虑到仅14%附近的社会融资余额增速，一季度GDP增速极有可能跌破7%。虽然前期的财政、货币政策托底效应在下半年将逐步显现，但是上半年宏观经济惯性下跌，仍将对企业信用及社会风险偏好产生极大冲击。

从微观层面看，实体经济财务状况已经在加速恶化。2014年12月份，规模以上工业企业实现利润总额8507.3亿元，同比下降8%，降幅比11月份扩大3.8个百分点。全年累计同比增长3.3%，较2013年增速回落8.85%。此外，企业流动性自2011年以来不断恶化，流动资产平均余额累计增

速快速下滑至2014年末的7.8%。按照财务管理的一般原则，加速去产能阶段的企业盈利、流动性持续变差，叠加高杠杆的大背景，信用风险将增大。

目前，5年AA中票与同期限国债利差接近220bp，5年AA与AAA中票利差不到100bp，均在2008年以来的历史均值附近，信用溢价估值并不高。究其原因，主要是2014年以来，在银行间市场流动性大幅宽松背景下，信用溢价被套息交易压缩。如果市场跨过临界点后情景改变，中长期宏观去产能加速触底、短期经济惯性下滑仍会显现季节性上升态势；需求方面，乙类客户开户提速带来需求利好，但在现有收益率水平下，实际需求增长仍将缓慢。建议做陡曲线，向短端倾斜博弈春节后的资金面缓解，品种上可以择优考虑利差仍然较高的中低评级品种。城投债未来一段时间的政策变化值得关注，若有松动利好，或能摆脱近期颓势恢复价值。

可转债
国信证券：以持有为主
2月5日降准以来，股指未改颓势，继续震荡走弱，主要是监管层对杠杆的控制和24家新股IPO。监管层主动降杠杆并不是刻意打压股市，而是为了减缓银行资金流入股市的规模与速度，是对牛市的一种减缓措施。24家新股IPO预计冻结资金近2万亿元，在增量资金进场被严控、存量资金博

一步压缩空间。疲弱基本面与宽松外部流动性环境下，近期个体事件频发与市场整体风险偏好维持较高的情况有望成为新常态。后续城投平台融资不排除有边际松动可能，从而利好城投债和市场整体情绪。市场供需关系仍在边际弱化：供给后续仍会显现季节性上升态势；需求方面，乙类客户开户提速带来需求利好，但在现有收益率水平下，实际需求增长仍将缓慢。建议做陡曲线，向短端倾斜博弈春节后的资金面缓解，品种上可以择优考虑利差仍然较高的中低评级品种。城投债未来一段时间的政策变化值得关注，若有松动利好，或能摆脱近期颓势恢复价值。

国信证券：以持有为主
2月5日降准以来，股指未改颓势，继续震荡走弱，主要是监管层对杠杆的控制和24家新股IPO。监管层主动降杠杆并不是刻意打压股市，而是为了减缓银行资金流入股市的规模与速度，是对牛市的一种减缓措施。24家新股IPO预计冻结资金近2万亿元，在增量资金进场被严控、存量资金博

弃行情的背景下，IPO抽血对市场影响是显著的。短期来看，24只新股IPO、月末和春节临近等季节性因素将导致资金面紧张，股指短期仍有压力。长期来看，在正股慢牛的预期下，2月份将维持震荡走势，经过近期转债估值的调整，目前转债以持有为主，机会来自于个券低吸机会。

东北证券：等待企稳再择券吸纳

市场仍在调整，转债估值提升，个券机会相对前期减少，选择个券难度比较大，且波动比较大，建议投资者适当合理配置不同类型转债，谨慎防御，适度减少转债仓位，挖掘个券，逢高兑现收益，控制追高风险。一般投资者可耐心等待、观望，期待调整之后的个券机会。风雨过后是彩虹，对转债没有必要悲观，挖掘未来转债结构性机会和个券价值。调整后部分业绩优良，有主题机会的转债有望受到投资者青睐，如房地产债、传媒类债和能源类转债调整后可值得关注。歌尔转债、吉视转债、歌华转债、浙能转债、深燃转债、格力转债等可重点关注，民生和洛阳转债也可关注。近期可关注具有核电概念的浙能转债等。(张勤峰 整理)



债券策略汇

利率产品

兴业证券：收益率曲线趋于陡峭

在央行降准后，市场短期交投重心将转到1月份的信贷数据上，而节后资金面宽松局面较为确定，收益率曲线将趋于陡峭，3-5年品种的收益率下降的确定性较强。对长期利率债，我们在趋势上仍坚定看好，未来地方政府预算软约束与刚兑如果解决，货币政策松绑，利率中枢还将大幅下降。短期内，由于资金成本偏高，下行空间可能有限，但未来随着资金面的宽松和短期利率的下降，长债的安全边际也会提升，如果信贷的放量导致其出现调整，可能会出现新的买点。

光大证券：长端收益率逼近目标值

由于之前的长端收益率已经反映了降准预期，维持我们一直以来的长端目标价——10年国债3.3%，10年国开债3.7%不变。在降准利好的推动下，长端收益率进一步逼近目标值，继续下行的空间仅在10bp左右，预计春节前后将出现较长时间的盘整，有待下一次放量的推动。短端收益率由于节前资金

进入“打新周” 交易所资金略紧 央行逆回购料将放量

□本报记者 葛春晖

项叠加，货币市场流动性在节前将持续承压。有机构预计，本轮“打新”最高可冻结资金超2亿元。

与银行间市场相比，对于“打新”带来的扰动，交易所资金面自然首当其冲。统计显示，仅在2月10日、11日，市场将相继迎来11只、3只新股集中申购。周一，交易所相关期限资金利率显著上涨。其中，作为标杆品种的上交所7天期新质押式回购加权平均利率大涨91BP至6.08%，创下1月13日以来的新高水平。

市场人士表示，央行上周三宣布降准后，在周四进行逆回购时采取了量缩价平操作，反映此次降准主要意在对冲外汇占款下降，但在面临打新和春节双重扰动、平抑资金面季节性波动需求较大的背景下，本周央行逆回购加码将是大概率事件。预计节前资金利率特别是交易所资金面波动难免但幅度可控。