

多重利好可期 债市牛步稳健

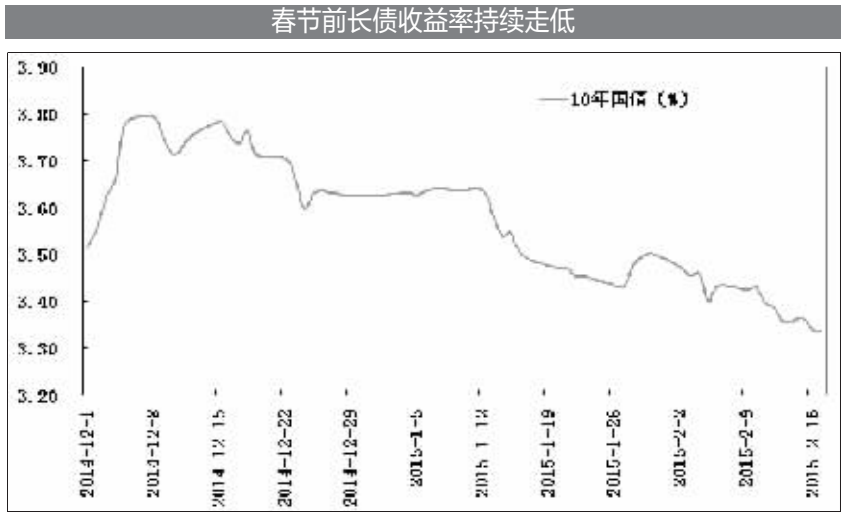
□本报记者 王辉

受央行降准激励，一月末至春节前债券市场持续震荡上扬。分析人士指出，在2015年宏观经济开局偏弱、节后流动性有望回归宽松、物价通缩风险上升、继续降息降准可期的大环境下，尽管年初以来市场绝对涨幅已经不小，但债市中短期内预计仍将易涨难跌。

羊年债市平稳开场

2月25日，债券市场迎来了农历羊年第一个交易日。因春节长假刚刚结束，市场交投仍相对清淡，加之银行间市场资金面均衡偏紧，2月汇丰制造业PMI初值意外回升，当天利率债市场中短期产品收益率较节前略有上行。不过，当日续发行招标的七年期国债表现尚可，中标收益率利率仍低于二级市场，显示需求整体稳健，市场情绪仍相对乐观。

周三汇丰银行公布的2月汇丰中国制造业PMI初值由1月的49.7小幅升至50.1，其中产出指数从1月的50.3升至50.8，新订单指数从1月的50.1升至50.4。在2月份有春节长假的情况下，当月汇丰PMI初值的回升略超出市场预期。与此同时，春节长假后首个交易日银行间市场主要回购利率大多下行，但流动性并未同步转暖，隔夜、7天



等主流资金价格下行幅度有限。交易员指出，节前抽离银行体系的现金回流仍需一些时间，加上当天有逆回购和国库现金定存到期、存款类机构又恰逢存款准备金例行调整，资金面紧平衡的格局还没有明显改观。综合考虑上述经济基本面与资金面的情况，利率债市场在羊年首个交易日表现称得上中规中矩。

基本面利好债市

受货币宽松形势不断深化、宏观经

济复苏力度持续疲软等因素推动，2015年年初以来，利率债市场出现大幅度上涨。截至节前最后一个交易日，今年以来10年期国债收益率已下行近30个基点。在近期市场绝对涨幅已经较大的背景下，此间主流机构仍普遍预期，中短期内经济基本面、资金面、货币政策走向等主要因素仍将支撑债市易涨难跌。

对于2月汇丰制造业PMI初值的反弹，中金公司周三表示，从9个月库存周期的理论来看，2月汇丰PMI初值的反弹

中性看待信用债投资价值

□国海证券 陈彦

虽然目前市场对降息的乐观预期占据上风，利率震荡下行的慢牛行情仍在进行中，但具体到信用债市场，未来风险溢价提高的概率大于信用利差进一步收窄的概率，建议中性看待信用债的投资机会。

当前信用债收益率定位合理，向下空间有限。过去的半年中，信用债走势出现大幅震荡，主要是政策刺激下，市场出现了对信用风险溢价定位的修正。而近期，随着无风险利率持续向下，企业债、城投债的收益率绝对水平也已回落至近几年偏低的水平。从信用利差看，企业债处于平均偏高位置，反映出对发行人经

■观点链接

光大证券：更看好短端利率下行

春节期间没有系统性重要的经济数据公布，目前而言，债市牛市逻辑未变，通胀低迷、经济不振，货币放松未完待续。我们认为后续仍会有全面性的货币政策出台。债市风险在房地产或者基建推进的基本面回暖，而目前看这些条件还不具备，基础还不稳。债牛仍在途中。目前的长期利率债收益率已经提前反映了放松预期，至少隐含一次降息预期，暂不更改长期债券的目标收益率——国债3.3%，国开债3.7%。更看好年后资金回流助推下的短端利率下行。

招商证券：乐观预期过度反映

当前利率水平已经过度反映市场

对基本面下行以及政策宽松的预期，节后长端利率存在较大的反弹风险。结合基本面和政策层面相关操作，政策确实存在宽松空间，但是我们认为一方面宽松的幅度将不及市场预期，另一方面政策宽松的方向也将更偏向于信用，对银行间资金面反而有一定挤压，节后资金利率水平或维持在相对较高水平；而且前期稳增长措施将在节后逐步反映到基本面，对长端利率也有压力。从稳增长和宽信用的逻辑出发，我们认为当前的利率水平不可持续，存在较大的反弹压力，继续建议维持谨慎操作。

中金公司：看好一季度债市

2月份汇丰PMI初值在1月份回升的基础上继续小幅回升。从我们以往提到

的9个月库存周期理论来看，是比较好理解汇丰PMI反弹的。即库存周期的低点到另外一个低点一般是9个月。去年汇丰PMI的阶段性低点是3月份，9个月后，在去年的12月份PMI触底，1、2月份以来延续小幅回升。春节过后，随着天气转暖，房地产和基建逐步进入开工旺季。不过，由于房地产投资增速偏低，而地方政府基建仍受限于43号文的影响，加上货币增速仍在下滑，预计整体投资增速仍偏低。预计这一轮企业的库存周期不会很长，持续性也有待观察。总体来看，目前经济状况尚未看到明确且可持续的复苏，后续货币政策仍需要进一步放松来提振经济动能。债券市场的牛市尚未走完，我们仍维持看好上半年尤其是一季度债市的观点，目前应该持券待涨。

并不超出预期。该机构分析认为，近年来中国经济库存周期的低点到另外一个低点一般是9个月，反之高点到高点也是9个月。2014年汇丰PMI的阶段性低点是3月份，9个月后的2014年12月份PMI触底、2015年1月与2月则“顺理成章”延续小幅回升。由此，中金公司认为目前经济状况尚未看到明确且可持续的复苏，后续货币政策仍需要进一步放松来提振经济动能。在此背景下，本轮债券市场的牛市仍未走完，上半年尤其是一季度债市仍值得继续看好。

此外，海通证券本周三也指出，从最新的宏观数据来看，当前经济通胀仍低迷，2015年上半年经济预计仍难有起色。考虑到通缩魅影再现，未来较长时间内宽松货币政策仍是主基调，利率债慢牛仍有支撑。综合考虑到节后资金逐步充裕，回购利率下行有望带动利率债短端下行，并打开长端下行空间，利率债慢牛行情将延续。

不过，在节前利率债市场整体已录得大幅度上涨的情况下，也有机构提示短期市场收益率反弹的风险。本周招商证券就提示称，当前收益率水平可能已过度反映市场对基本面下行以及政策宽松的预期，节后长端利率存在一定反弹风险。

个券违约的可能性在逐步加大，若出现，对市场的影响更广泛，投资者的风险偏好或会随之出现大幅调整，虽然“不发生全面、系统性风险”仍是政策的底线之一，但也不能排除出现类似2011年中市场对信用风险担忧过度反映从而对整体信用债形成负面冲击的可能，从这一角度出发，风险溢价甚至面临上行压力。

短期内，信用债收益率仍有可能跟随无风险利率的下行而小幅向下，但长时间看风险溢价反而存在提高的风险，建议中性看待信用债的投资机会，维持短久期并适度控制仓位，同时回避行业景气度差、抗风险能力弱以及融资能力较差的个券品种是合理选择。

海通证券：慢牛行情将延续

2月降准释放基础货币超6000亿元，公开市场短期投放货币超2000亿元，我们估算2月末起债率有望回升至 2.7%以上，节后流动性有望逐步改善。1月货币融资萎缩预示未来半年经济难见底，而春节期间消费出现下滑，通缩风险仍大，降息时机已经成熟。节后资金宽松叠加降息预期，预计回购利率将回落，维持未来三个月7天回购利率中短降至3%-3.5%的判断。短期经济低迷，通缩加剧的背景不改，IPO注册制等直接融资加速，央行实施货币宽松兼备必要性和可行性，再次降准降息均值得期待。我们预计节后资金将逐步充裕，回购利率下行有望带动利率债短端下行，并打开长端下行空间，利率债慢牛行情将延续，维持10年国开债目标区间3.4%-3.8%。（张勤峰 整理）

多因素压制 资金面紧平衡

□本报记者 葛春晖

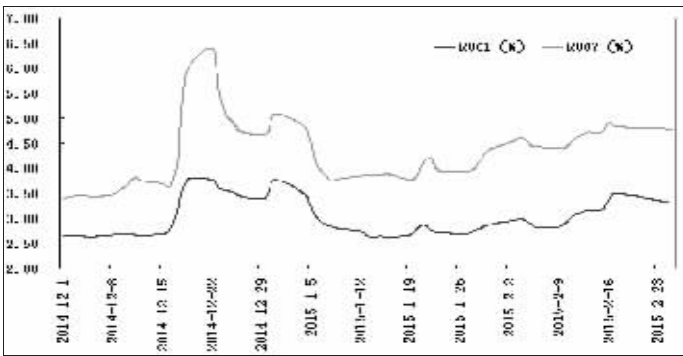
春节后首个交易日，银行

间货币市场主流资金利率虽然普降，但融资难度未见下降，资金面仍呈现紧平衡格局。市场人士指出，短期流动性压力较多，考虑到节后现金回流仍需时日、央行扶助力度有待观察，未来几日资金紧平衡局面或将持续。

25日银行间质押式回购市场上，存款类机构隔夜、7天回购加权平均利率分别下跌22BP、8BP，收报3.26%、4.73%；中等期限的14天回购加权平均利率微升2BP至4.88%，21天品种下行27BP至5.05%。不过，据交易员称，当日大行资金供给规模依然有限，资金加权利率走低主要受到开盘价影响。例如，隔夜回购利率开盘报3.2%，盘中最高成交至4.5%，收盘亦高企于3.60%。

另据WIND统计，2月24日、25日分别有550亿元央行逆回

近期银行间短期回购利率保持高位运行



7年期续发国债招标结果向好

□本报记者 葛春晖

25日，财政部就2015年记账式附息（二期）国债进行了第一次续发行招标。在资金面紧平衡、机构预期仍普遍乐观、年初配置需求旺盛的背景下，本期新债的需求情况较为稳定，中标利率略低于二级市场。

15附息国债02为7年期固定利率国债，票面利率3.36%，按年付息，从2015年1月22日开始计息，本次续发行招标规模为200亿元。来自中债网的信息显示，本期续发国债经招标确定的发行价格为101.46元，对应参考中标收益率为3.1752%。WIND数据显示，15附息国债02在17日的最新收盘收益率为3.22%，7年期固定国债的最新中债收益率为3.2314%；本期新债获得了2.43倍有效投标，

资金偏紧 转债承压

□本报记者 张勤峰

25日，转债市场表现乏力，个券多跑输正股，估值水平主动收缩。除去A股市场调整的影响之外，春节后首个交易日资金面仍保持偏紧的态势，亦打压转债市场行情。市场人士指出，权益市场连续上涨后有回调压力，加上存量转债迅速萎缩后导致可选择余地大为降低，操作难度上升，仍建议以均衡配置为主。

25日，A股市场震荡走弱。当日两市正常交易的可转债共19只，对应正股7涨12跌。与之相比，转债表现更显疲软，19只转债中上涨的只有4只。此外，当天共有9只转债跌幅高于2%，靠前的如浙能、民生、海运等品种，转债跌幅明显高于正股。如浙能转债全天下跌2.88%，跌幅居首，其正股浙

齐鲁证券28日招标20亿短融

□本报记者 葛春晖

齐鲁证券25日公告称，定于2月28日通过全国银行间债券市场债券发行系统公开招标发行公司2015年度第一期短期融资券。

本期证券公司短融发行金额20亿元，期限88天，按面值平价发行，采用固定利率方式，票面利率将通过招标系统招标确定。时间安排上，本期短融券的分销日、缴款日、起息日、债权债务登记日均为3月2日，交易流通日为3月3日，付息、兑付日为2015年5月29日（遇节假日顺延）。经中诚信国际评定，齐

购和600亿元国库现金定存到期。市场人士表示，受假期影响，这两项到期工具实际在25日合计抽离1150亿元资金，对银行体系流动性影响不小。此外，25日是存款准备金例行调整日，26日又将有1250亿元央行逆回购到期，且商业银行很快面临月末考核，因而短期资金面将持续承压。

从资金来源看，近日人民币持续贬值反映外汇占款难有显著回升，节后现金回流虽值得期待但仍需一定时间，在此背景下，央行扶持力度继续成为市场关注的焦点。据交易员称，央行周三同时开展了正逆回购和央票询量，而从历史经验看，央行在春节前投放、节后回笼资金也符合惯例，因此央行本周公开市场操作情况仍有待观察。总体而言，短期内资金面有望延续紧平衡状态，而随着现金回流规模逐渐增大，整体流动性有望在3月初得到实质性好转。

与今年前三期中长期国债招标倍数大体一致，显示机构需求较为稳定。

25日是春节后首个交易日，由于节后现金回流银行体系尚需时日，市场资金面仍保持紧平衡格局。同时，汇丰2月中国制造业PMI初值3个月来首次重返荣枯线之上，节前债券收益率降幅较大，也令债券市场短期观望情绪有所增强。但从本期7年期国债招标情况看，利率债一级市场仍保持了年初以来的持续向好局面。市场人士表示，汇丰2月新出口订单恶化、春节消费数据弱于预期等等，均显示未来经济仍存在诸多不确定性，机构普遍认为货币政策中长期进一步宽松、引导利率下行仍是大势所趋，再加上年初机构配置需求旺盛，使得本次招标情况继续偏暖。

兑美元即期价三连跌

人民币有适度贬值倾向

□本报记者 张勤峰

25日，银行间外汇市场人民币兑美元即期汇率随中间价走低，继续运行在“跌停价”附近。市场人士指出，中间价下调与离岸汇率先行走弱，共同带动人民币在岸即期汇率走低，中短期内人民币汇率可能呈现震荡偏弱的走势。

即期价中间价齐跌

25日是春节长假后首个交易日，由于假日期间国际外汇市场美元指数稳中略升，当天人民币兑美元中间价设在6.1384元，较节前最后一个交易日下跌54基点。银行间外汇市场上，人民币兑美元即期汇率随中间价低开，盘中震荡走弱，最低下探6.2605元，接近年内最低的6.2606元，尾

盘收在6.2598元，较前一交易日收盘价下跌47基点，为近期连续第三个交易日下跌。与中间价相比，25日人民币兑美元即期汇率盘中最大偏离幅度达1.99%，继续徘徊在“跌停价”附近。

除去中间价下跌的影响，交易员认为人民币离岸与在岸汇率价差扩大，亦拖累人民币在岸汇率走势。长假期间，香港离岸市场人民币兑美元即期汇率（CNH）已先行走弱至6.27元以下，与在岸汇价价差扩大至200基点以上，提升了跨境流动资金在境内购汇的动力，从而对人民币在岸价格形成向下的牵引。

预计年内小幅贬值

值得一提的是，25日早间，新披露的2月份汇丰PMI预览值回升至50.1，略超出

市场预期。考虑到春节长假的扰动，市场原本预计该指数将会小幅下降。不过，从当天人民币即期外汇市场交易来看，该项数据对人民币汇率走势几无影响。

外汇市场人士指出，尽管汇丰PMI数据略超预期，但开年经济数据总体表现乏力，市场对中短期经济运行仍持谨慎看法，货币政策放松的预期也挥之不去，在美元中期强势的背景下，人民币对美元仍有进一步贬值空间。

近段时间，商业银行结售汇数据连续呈现逆差，已表明人民币外汇市场供求格局出现深刻变化，市场主体持汇意愿上升，单边看多人民币的情绪明显弱化。数据显示，2015年1月银行代客结售汇逆差116.48亿美元，自2014年9月以来已连续五个月出现逆差，在同期人民币对外贸易

顺差居高不下的情况下，结售汇逆差数据表明企业和个人结汇意愿降低，持汇意愿增强，从而为人民币对美元汇率走势从单边升值转向双向波动奠定了市场基础。数据还显示，2月份银行代客远期净结汇为-58.65亿元，时隔两月再现远期净售汇，亦反映出市场对人民币的短期贬值预期在增强。

此外，考虑到人民币综合有效汇率仍在升值，导致国内货币条件偏紧，不利于稳定经济增长，货币当局容许人民币适度贬值的可能性也在上升。总体上看，机构多认为未来一段时间人民币可能保持震荡偏弱的运行方向。瑞银证券预计，今年人民币对美元会小幅贬值3%左右，年底时人民币兑美元汇率将达6.35元。

短期内市场对于经济的悲观预期及货

品种需求稳步增多，1个月需求也少量出现，整体供给偏紧张，持续至尾盘，仍有较多隔夜融入交易。

债券市场方面，受流动性偏紧影响，昨日中短期收益率上行较多。国债收益率小幅上行，10年期品种成交在3.34%附近，7年期成交在3.20%附近，5年期成交在3.19%；政策性金融债中，10年期国开债成交在3.86%，5年期国开债成交在3.67%，3年期国开债成交在3.69%，1年期成交在3.71%。信用债涨跌互现，

节后资金待回流 短债空间或打开

短融成交集中在高等级券种，如AAA券种15豫能能源SCP001成交在4.87%，期限稍短的AA+券种14九州通CP001成交在5.30%；中票成交较为清淡，中期限中高等级券种较受关注，如5年的15国电集MTN001成交在4.24%，3年的13吉高速MTN1成交在5.10%；企业债因年后供给较少而持续受到关注，收益率略有下行，如AA券种14赣投债成交在5.71%，7年期12铁道03成交在4.35%。