

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

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宽裕，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，但拉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月末超储率有望回升至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天回购利率中枢降至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宽裕，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）

中性看待信用债投资价值

营风险有所增加的担忧，而城投债曲线仍处于中性偏低水平，是对存量城投债普遍政府信用的反映。各品种的收益率定位基本合理，向下修正的空间有限。

资金成本较难明显降低，从而抑制信用债收益率的下行。对实体经济而言，资金供不应求仍是常态，短期内社会融资成本下降可能只是市场的美好愿望。一方面，目前托底经济仍然以基建为主，这一经济增长结构不变，则对资本的依赖度不会减少，从而资金需求的下降空间不大；另一方面，决策层面临控杠杆的要求、政策空间的掣肘以及全球资金流动变化的约束，不愿也无力再次加大资金供给的力度，形成大水漫灌的格局。这一政策环境下，金融机构的

评级调降反映出未来公募债券市场的9个月库存周期理论来看，是比较好的理解汇丰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强，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。

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

多因素压制 资金面紧平衡

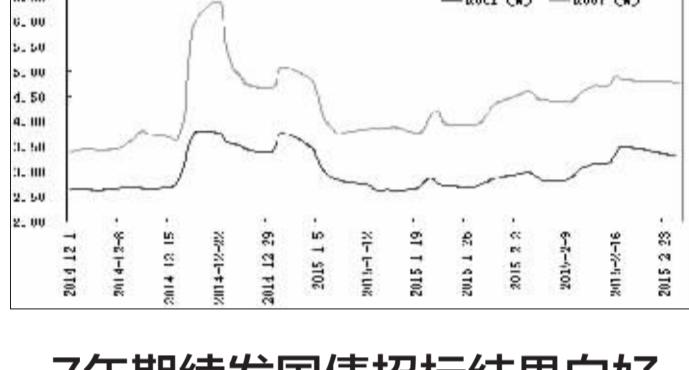
□本报记者 葛春晖

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，央行扶持力度有待观察，未来几日资金紧平衡局面或将持续。

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。

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

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，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，本期国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年期固息国债，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年期固息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

能电力则上涨0.15%。又如，格力转债跌2.82%，正股格力地产跌0.55%。反观4只上涨的转债，涨幅亦多不及正股，如深燃转债涨2.67%，正股深圳燃气则大涨9.96%。

市场人士指出，在纯债价值已无吸引力的情况下，当前转债走势主要跟随正股波动，25日正股市场意外回调，对转债行情固然不利，不过，当天转债估值出现主动收缩，与偏紧的流动性环境应有较大的关系。

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%，前9只的如浙能、格力、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

兑美元即期价三连跌 人民币有适度贬值倾向

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，是比较好的理解汇丰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强，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。

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。

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。

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，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。

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有小幅下降。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。

据显示，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。

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有小幅下降。不

过，从当天人民币即期外汇市场交易看

来，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，