利率下行信号密集释放

债券牛市难言见顶

□本报记者 王辉

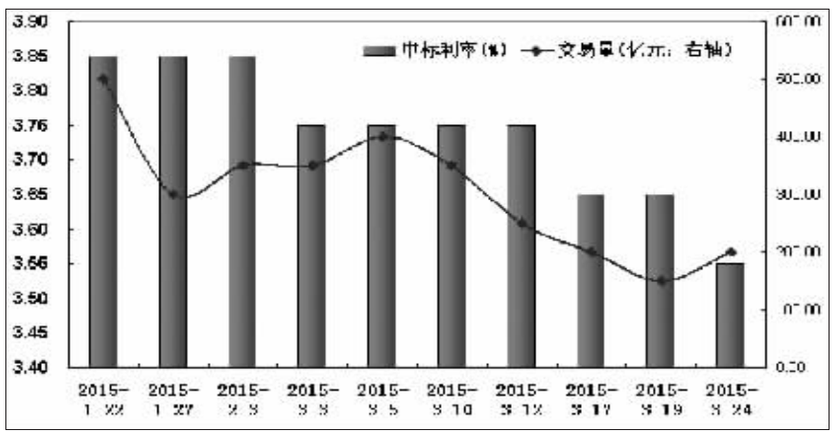
3月24日，央行继续开展7天逆回购操作，中标利率为3.55%，较前次操作下调10bp，为最近一周内连续第二次下调。分析人士表示，央行持续下调公开市场逆回购利率，释放出强烈的引导资金利率下行的意图，进一步印证货币政策仍有继续放松的倾向，而资金利率若能有效下行，对于当前债券、股票双牛行情将是实质利好。

逆回购再“降价”

公告显示，24日央行在公开市场开展了200亿元7天期逆回购操作，正好对冲日内到期的200亿元逆回购，中标利率则较前次下调10基点至3.55%。本次7天期央行逆回购利率下调，是上周以来的第二次，也是3月以来的第三次。央行前两次调降公开市场逆回购利率分别为3月3日下调至3.75%，3月17日下调至3.65%。

受逆回购利率再次走低的提振，24日银行间货币市场中短期限的资金利率整体小幅回落。Wind数据显示，24日银行间隔夜、7天和14天期限的质押式回购加权平均利率（存款类机构）分别为3.20%、3.96%和4.31%，其中隔夜利率与前一日基本持平，7天和14天利率则分别下跌7bp和8bp。不过，21天和1个月期限的回购利率仍小幅走高，并继续运行在4.90%和5%高位附近，显示出市场对于中期资金面改善的信心仍不足。交易员指出，现阶段的资金价格基本上反映了短期逐渐宽松而中长期相对看紧的市场流动性预期。

近期央行公开市场7天期逆回购操作情况



利率下行支撑股债双牛

市场主流观点普遍认为，昨日逆回购中标利率继续下调10bp，释放出央行引导资金利率下行的政策信号，这也有助于稳定市场各方对于货币环境持续中性偏松的预期。不过，有多家机构同时表示，要有效下压市场利率中枢，仍需要其他宽松手段予以配合。

来自民生证券的分析观点认为，本次逆回购中标利率继续下调，反映出央行有引导市场资金利率下调意图，但真正引导市场资金利率下行还需要“量”的配合。考虑到外汇占款收缩，新增人民币贷款高增长以及债务置换压力，长端利率在资金面紧平衡的约束下已经出现明显反弹，可见如果货币宽松没有“量”的配合很难真正引导利率下行。考虑到长端利率反弹与当前经济下行压力不匹配，稳增长也需宽货币，降准可能由此渐行渐近。

世纪证券认为，未来市场资金价格的下行将是长期的过程，决策层希望利率的下行是平缓的，而不是一步到位。这在一定程度上，也解释了较长一段时间以来货币市场一直维持紧平衡的原因。不过，该机构进一步表示，虽然逆回购利率3月以来已连续三次下移，但二季度城投债到期量也将大为增加，资金面届时仍然需要新的外部助力。在此背景下，央行仍需要通过全面降准、SLF、SLO、MLF等结构性货币工具提高货币乘数，相应的提升银行的信贷投放能力和货币创造能力，以加强降息、调降逆回购利率等手段引导利率下行的成效。

在货币当局密集传递出下压资金价格政策信号的背景下，市场人士也普遍预期一旦市场资金利率有效下行，债市与股市都将有望因此受益。对于债市而言，中长期限资金价格若能有效下行，将有望带动短债收益率下行，从而打破中长债收益率继续下行的瓶颈；对于股市而言，无风险收益率的下降，则将使得权益类资产的估值扩张更具有说服力。

■观点链接

华泰证券：降准降息是最优选择

24日，央行在公开市场上再一次下调逆回购利率，7天逆回购利率从3.75%下调至3.65%。这非常符合我们的基本判断，即央行在降准降息后希望传统的货币政策传导机制能够发挥更积极的作用，逆回购利率的下调将在二季度继续发生。对未来货币政策，我们认为降准降息是全年最优货币政策，一季度末二季度初有降准可能性，二季度有降息可能性。同时，在货币市场上继续降低短期流动性利率水平同样是重要的货币政策操作。经过连续的降准降息、下调逆回购利率等货币政策操作，信贷特别是企业中长期信贷显著回暖，全社会融资成本逐步下降，货币堰塞湖进一步疏通。

中金公司：货币宽松料再度加码

3月份汇丰PMI重新下滑，降至49.2，大幅低于预期的50.5，显示经济并没有企稳。1-2月份PMI的企稳回升主要是在库存周期下的小幅补库存推动的，本质上，经济目前仍处于去杠杆过程当中，去杠杆才是大周期，库存只是小周期，小周期对经济的支撑无法抵御大周期的下行压力。而货币条件指数并无实质性放松，经济目前还看不到走强的有力支撑。有利的一点在于央行已经意识到问题的严重性，货币政策的放松节奏从过去的滞后倒逼式放松转为更超前的放松，典型的表现在连续两周公开市场操作发行利率下调来引导货币市场利率回落，MLF的展期也更为慷慨，放松的力度有所增强。按照目前3月份的高频数据、PMI数据以及近期京津冀及周边地区的环保限产，预计3月份工业增加值将再度明显走低，可能推动货币政策在3月份数据公布前后再度加码放松，比如再度降准降息。

华泰证券：政策放松进行时

美联储3月的议息会议维持利率不变，并在政策前瞻指引中去掉了“耐心”一词，同时下调了对经济增长和通胀的预期。受此影响，上周美元指数出现大幅回落，人民币贬值的压力也大大缓解。既然贬值压力暂缓，而经济增长压力仍然较大，货币政策的进一步宽松可能性就大大增加。在三季度美国加息来临之前，无疑是货币进一步宽松的最佳时点。我们预计二季度进一步宽松的货币政策将会出台，降息降准仍有空间，PSL、MLF有望再次使用，公开市场操作利率有望继续下调。（张勤峰 整理）

南京银行27日招标20亿金融债

□本报记者 葛春晖

南京银行24日发布公告称，定于3月27日通过中国人民银行债券发行系统招标方式发行该行2015年第二期金融债券。

本期金融债券计划发行总额为20亿元，为3年期固定利率品种，按年付息，最终票面利率将根据市场招标结果确定。时间安排上，本期债券招标日为2015年3月27日，发行期限从3月27日至3月31日，缴款截止日、起息日为3月31日，付息日为存续期内每年的3月31日（遇节假日顺延），兑付日为2018年3月31日。

本期债券无担保。经中诚信国际综合评定，本期债券信用级别为AA+，发行人主体信用级别为AA+。发行公告显示，本期债券募集的资金将用于优化发行人的中长期资产负债匹配结构，增加稳定中长期负债来源并支持新增中长期资产业务的开展。

中电投将发行40亿5+N年中票

□本报记者 张勤峰

公告显示，中国电力投资集团公司将于3月31日起发行40亿元的2015年度第一期中期票据。本期中票将于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期。平安银行、民生银行担任此次发行的主承销商。

发行公告指出，本期中票采用固定利率计息。前5年票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，由初始基准利率加初始利差构成；发行人有权选择在第5个和其后每个付息日按面值加应付利息赎回本期中票，如果不行使赎回权，则自第6个计息年度起，基准利率每5年重置一次，每次利率重置后，票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。本期中票设置有递延支付利息条款。

时间安排上，簿记建档日为3月31日，起息日、缴款日为4月1日，存续期内每年的4月1日为付息日（遇节假日顺延）。经中诚信国际综合评定，本期中期票据的信用等级为AAA级，公司的长期信用等级为AAA级。

据Wind统计，今年以来银行间市场累计已发行可续期中票11只，面值总额275亿元。

美元正常回调 牛市仍在继续

□中信银行金融市场部 胡明

近期，美元指数走势如过山车般上蹿下跳，在刷新12年高位至100上方之后，美元指数立即跳水，并创下2011年10月以来的最大单周跌幅，重回97关口附近。随着美元指数呈现出摇摆不定的状态，为期8个月破纪录的连续上涨趋势能否延续成为市场关注焦点。

美联储3月利率决议是触发近期美元指数剧烈波动的直接诱因。虽然美联储从政策声明中删除了将在加息前保持“耐心”的措辞，给予官员在决定收紧货币政策上更多的灵活度，但是美联储官员也下调了经济增长和通胀预期，以及对官方利率将在未来几年上升水平的预期。这直接降低了市场对于美联储加息时点和力度的预期，前期大量累积的押注美元升值的多头头寸发生连锁性技术平仓，致使美元指数价格波动和成交量都是罕见的。

美元指数近期走势也凸显出在市场普遍看涨美元的一致预期下，稍微偏离市场预期的信息都会给市场造成巨大的影响，特别是关乎于美联储加息前景的信息。这也意味着美元的牛市征途不可能一蹴而就，预期偏差导致的回调必然存在。未来可能出现的美国经济增长阶段性低于预期、欧洲经济低位反弹超预期、美联储加息时间偏离市场预期等因素都有可能导致美元指数阶段性回调。而且，在基本面利好趋于兑现边缘区域之时，回调力度会更明显。

不过，阶段性回调并不意味着美元中期牛市行情会终结。尽管市场仍对美联储何时加息依旧存疑，甚至美联储3月利率决议给出的暗示是会延迟至9月后，但是其已经逐渐接受今年加息且此后利率将缓慢提高的观点。因此，自去年年中被市场认可的货币政策分化仍将是驱动美元指数继续走强的一个关键因素。相较于其他央行同行，美联储的鹰派立场依旧是最为尖锐的，其与其他央行的货币政策差距的鸿沟难以在短时间内跨越。

目前，似乎能逆转这一中期驱动力的因素只有美元指数上行带来的负面溢出效应。虽然美联储已经降低了对美元升值拖累GDP增长程度的预估，但是美元升值对美国经济以及通胀的负面影响依旧实际存在，特别是美国公司的盈利水平已经受到美元升值的影响。这可能会在一定程度上延缓美联储货币政策目标的实现，进而延缓美联储对于未来加息时点和节奏的选择。不过，美元升值造成的负面影响仍在可控范围之内，还不足以改变美国经济前景持续走强的事实，美联储也难以因为顾及此因素而转变其货币政策正常化的意愿。

总结而言，虽然美联储流露出延迟开始紧缩的意图导致美元指数短期回调明显，但是这并没有打破美元指数连续8个月的牛市行情。因为延迟紧缩并无法改变美国已经具备开始加息条件的事实，货币政策分化仍是美元牛市的基石。不过，考虑到基本面利好趋于兑现边缘区域之时，加之美元前期走势已经隐含大部分货币政策分化预期，因此，未来预期偏差导致的牛市回调特征明显，美元单边走牛概率很低，而且牛市空间也被压缩。（上述观点仅代表作者个人观点）

美元指数与美元兑人民币即期汇率走势

中间价创近1个月新高

人民币即期价涨逾百基点

□本报记者 葛春晖

23日，人民币兑美元汇率中间价、即期价双双上涨，汇丰中国3月PMI初值走软以及央行下调逆回购操作利率抑制了人民币升幅但冲击有限。市场人士指出，在美元陷入震荡背景下，预计短期内人民币汇率走势将以宽幅震荡为主。

24日人民币兑美元汇率中间价为6.1398，较23日上调50基点，创下2月27日以来的近一个月最高水平。隔夜国际外汇市场上，由于投资者预计美联储短期内可能保持宽松政策，美元多头头寸继续遭到抛售，美元指数全天下跌0.87%。24日亚市时段，美元继续走软，美元指数跌破97关口。

24日银行间即期询价交易市场上，受中间价调高带动，人民币兑美元即期汇率高开高走，早盘一度摸至6.20的全天高点，之后随着汇丰PMI数据和央行公开市场操作消息出炉，震荡回落至6.21附近展开震荡，午后重新震荡走升，最终收报6.2053，全天上涨107基点或0.17%。

24日早间公布的最新数据显示，汇丰中国3月PMI初值为49.2，大幅低于2月份数据和市场预期值，且重回经济荣枯线下方。此外，当日央行再次下调7天期逆回购操作利率10个基点，进一步明确引导市场利率下行的意图。

经过上周连续三个交易日在大幅反弹之后，近日人民币即期汇率呈现为日涨跌幅动辄百基点的宽幅波动状态。市场人士表示，综合考虑我国经济基本面依然偏弱、货币政策宽松是大势所趋以及人民币国际化步伐加快、美元短期陷入盘整等因素来看，影响短期人民币走势的因素仍可谓多空交织，在此背景下，短期内人民币兑美元即期汇率可能继续呈现双向波动、宽幅震荡走势。

一级市场延续弱势

国开行新债中标利率偏高

24日，国家开发银行对该行2015年第一至五期金融债进行新一次增发。在市场观望情绪仍浓的背景下，机构需求相对清淡，五期新债中标利率多数超出市场预期。

国开行本次招标增发的5期固息债期限分别为1年、3年、5年、7年和10年。来自中债网和交易员的信息显示，上述五期新债中标收益率依次为3.6563%、3.8462%、3.9569%、4.1099%、3.9622%，均高于国开行上周二对这五期固息新债进行增发时的中标收益率。其中，1年期、10年期中标收益率位于机构预测区间上限附近，3年、5年、7年品种定价均超出市场预期；此外，五期新债认购倍数分别为2.82倍、2.14倍、2.21倍、2.70倍、2.96倍，均处于今年以来国开债新债招标倍数的相对低位水平。

市场人士表示，尽管央行再次下调逆回购操作利率继续彰显引导货币市场利率下行信号，但考虑到近期货币市场资金面仍受到季末考核、权益市场分流等因素冲击，机构对于短期内货币市场利率下行的空间依然持谨慎态度，从而继续制约着债券市场的回暖。（葛春晖）

债市调整空间有限

24日，银行间市场资金面先紧后松，午后回归偏宽松态势，资金利率稳中有降。但由于近期股市行情火爆，分流影响较为明显，加上万亿地方债发行加剧潜在供给压力，导致近日一级市场利率债招标结果均高于预期，拖累二级现券收益率中长端呈现震荡上行走势。

24日，银行间市场资金面先紧后松，短期限回购利率稳中有降。当天央行公开市场进行了200亿元7天逆回购操作，中标利率3.55%，继上周二下调利率后再度下调10bp，规模增加50亿元，显示出临近季末，央行引导资金利率下行的力度有所加大。

24日现券市场交投较为活跃，10年期国债成交在3.49%，10年期国开债成交在4.11%。信用债短端品种需求增加，短融成交集中在半年内品种，收益率显著上行，中票成交收益率继续向上，中高等级券种交投较为活跃，企业债交投较为清淡，受一级招标利率债及新发5年铁道中票的影响，AAA品种收益率有所上行。

基本面上，24日公布的3月汇丰制造业PMI初值为49.2，创11个月新低，显示当前经济仍有较大的下行压力，货币政策进一步宽松可期，将限制债券市场调整空间。此外，随着IPO资金解冻，现金回流到位以及央行续做巨量MLF等，近期流动性不断走宽。鉴于人民币汇率企稳，资本外流改善，货币利率有望进一步回落，短端收益率有一定下行空间。（中银国际证券 斯竹）

跟涨不力 跟跌积极

转债继续跑输正股

在A股市场出现剧烈震荡背景下，24日可转债跌多涨少，表现继续跑输正股，高估值对转债行情的制约仍很明显。

在股指九连阳后，24日A股市场出现剧烈震荡，个股跌多涨少。在此背景下，沪深可转债整体陷入调整。值得注意的是，当日两市正常交易的可转债共17只，其中仅4只收盘上涨，其余13只均遭遇调整，相应正股则有8只上涨，9只下跌。不光是下跌面积大于正股，就连个券的涨跌表现也明显不及正股。例如，当日涨幅最大的转债冠城转债全天上涨4.77%，正股冠城大通则收获涨停板，跌幅最大的深燃转债下跌2.79%，正股深圳燃气下跌2.46%，另外海运转债全天下跌2.42%，跌幅列第二位，其正股宁波海运收盘微涨0.74%。

另外，从指数上看，24日上证指数基本收平，中证转债指数则下跌1.12%；最近十个交易日，上证指数累计已上涨12.34%，中证转债指数仅上涨7.11%。不难发现，近段时间可转债市场明显表现出跟涨无力、下跌超前的特征。市场人士指出，这一现象的根源在于转债估值过高，高估值透支正股乐观预期，降低转债相对弹性和性价比。有研究机构指出，短期看，转债供求紧张难改甚至将进一步随着股市的上涨而强化，而股市虽然短期震荡风险提升，但趋势不改，市场风格也较此前更为均衡、热点点频出，持有中等待轮动机会是较好选择。不过，过高的估值是确定性因素，而股市上涨和涨幅是变量，配转债仍明显不如精选个股。（张勤峰）

联合资信：将青岛三特列入降级观察名单

联合资信日前公告，将青岛三特电器集团有限公司列入下调信用评级观察名单。

公告指出，本月20日，“13青岛SMECN1”主承销商恒丰银行发布公告称：自2014年4季度以来，作为该集合票据联合发行人之一的青岛三特受多家银行抽贷影响，导致现金流紧张，同时企业涉及民间借贷，并有银行贷款逾期、欠息，银行账户被法院查封等事件发生。恒丰银行决定召集债权人大会就以上事件做出说明。鉴于“13青岛SMECN1”由中债信用增进公司提供增信，并由青岛担保中心提供了反担保，担保方实力较强且青岛三特电器目前生产经营仍能维持，将由债权人审议是否同意持有到期。

联合资信表示，据获取的信息，银行抽贷对青岛三特营运资金形成较大压力，同时对于到期的银行借款青岛三特采取借新还旧（或展期），导致银行征信系统出现贷款逾期记录。通过当地政府协调和青岛三特产品以及生产销售模式调整，目前银行抽贷现象得以缓解，但由此形成的营运资金压力仍较为明显；青岛三特产品和生产销售模式调整短期内有助于缓解营运资金压力，但中长期来看，青岛三特生产销售规模下降，将带来收入及利润规模的下滑。

鉴于以上因素，联合资信决定将青岛三特列入下调信用评级观察名单。

据悉，“13青岛SMECN1”期限3年，发行金额1.2亿元，其中青岛三特发行额为6000万元。2014年7月，联合资信对青岛三特主体信用跟踪评级结果为“BBB-/稳定”，对该期集合票据跟踪评级为“AAA”。（张勤峰）

鹏元：将奈伦集团列入评级观察名单

鹏元日前发布公告，将内蒙古奈伦集团股份有限公司主体长期信用等级和“11蒙奈伦债/ST蒙奈伦债”信用等级列入信用评级观察名单。

公告指出，本月6日奈伦集团发布公告称：3月3日，公司核心控股子公司天润化肥在气化炉停车工艺处理过程中发生一起安全事故。目前，当地政府已成立事故调查组，正对事故进行安全调查，天润化肥已处于停产状态。天润化肥对奈伦集团收入贡献较大。鉴于天润化肥的复产时间尚不确定，目前对奈伦集团的盈利能力及偿债能力的影响程度尚待进一步评估，鹏元决定将奈伦集团主体长期信用等级A+和“11蒙奈伦债”信用等级A+列入信用评级观察名单。观察期内，鹏元将持续关注此次事件的后续进展，判断对奈伦集团经营和财务等方面可能产生的影响。（张勤峰）