

债券市场弱势中酝酿转机

本报记者 王辉

备受关注的存款保险制度将于5月1日起正式实施，意味着利率市场化进程稳步推进。分析人士认为，存款保险制度的实施短期内可能增添短端利率上行压力，从而压制市场做多信心，但从长期看，则有利于推动无风险利率的下行。结合3月官方及汇丰PMI指数依旧偏弱，以及调整后债市安全边际得到提升来看，尽管债券市场的弱势震荡格局可能短期还会持续，放眼中长期角度的投资机会也正在逐渐显现。

存款保险制度短空长多

本周二，国务院正式公布《存款保险条例》，并宣布于5月1日起正式实施。主流机构观点认为，这一利率市场化新举措的推出，对于债市的影响可能是短空长多。

申万宏源证券周三发布的专项点评报告指出，短期来看，由于存款保险制度推出之后，存款利率上浮可能也会加速放开，从而推升银行负债成本，可能会对市场心理带来一定负面压力。但在长期影响方面，利率市场化的深化必将带来刚兑的打破以及由此带来的无风险资产和风险资产的区分和重定价。过去长期享受风险溢价但并未“预期”承担信用风险的金融产品，必须通过降低资产配置的风险偏好以匹配实际的资金风险管理。这将最终带来长期无风险利率的下行以及风险利差的提升。

观点链接

中银国际证券： 供给担忧加剧 配置价值上升

需求方面，目前在现券绝对收益水平偏低，股市火热的情况下，商业银行在负债成本逐渐上升的同时抬升了风险偏好，利率债配置需求持续缩减；保险加大权益类配置，债基面临赎回压力。不过，目前国内收益率对于海外投资者仍有较大吸引力，其配置需求对于缓解供给压力有一定作用。供给方面，债务置换带来供给大增，且央行暂时没有表示会介入，造成市场对供给压力的担忧加剧。利率不断升高会对缓解债务压力和降低实体经济融资成本产生负面影响，因此央行还需要给予较大力度的支持。短期由于稳楼市政策超预期，利率债供需结构失衡以及股市火热对债市的分流，债券市场存在较大调整风险；但调结构和去产能仍是经济面的主要基调，疲弱经济难有大起色，同时央行配套的宽松货币政策仍值得期待，这都将成为债市长期的支撑因素。

人民币兑美元 即期汇率三连涨

本报记者 张勤峰

周三（4月1日），人民币兑美元即期汇率连续第三个交易日走高，与中间价持续下调形成背离。市场人士指出，周三披露的3月份官方PMI数据好于预期，加上房地产政策松动改善经济增长预期，令市场上做多人民币的情绪有所上升，但综合经济增长现状和美元走势前景等因素看，未来人民币汇率大概率将呈现震荡走势。

呼应隔夜美元指数温和上涨的走势，4月1日人民币兑美元汇率中间价小幅下调12基点至6.1434，为近期连续第四个交易日走低。尽管如此，当日银行间外汇市场即期询价交易中，人民币兑美元汇率仍惯性高出26基点至6.1970，延续了近期相对强势特征。从盘面上看，周三人民币兑美元即期汇率高开后转向窄幅震荡，日内波动未超过60基点，尾盘收在6.1980，较前一日收盘价上涨16基点。这是该即期汇率连续第三个交易日走高，与中间价走势形成明显背离。

外汇市场人士指出，在近日美元指数持续温和反弹的背景下，人民币即期汇率升值主要归因于市场对中国经济增长预期的改善。房地产下滑拖累本轮经济调整的主要原因之一，房地产政策放松有助于改善市场对经济基本面的预期。周三早间披露的3月份中采制造业PMI数据为50.1，好于市场预期的49.8。经济预期改善促使市场修正前期过度看空人民币的观点，导致前期积压的结汇需求持续释放，为近阶段人民币汇率提供了上行动力。

不过，上述市场人士同时指出，经济企稳回升能否照进现实还存在不确定性。一是，一季度经济数据偏弱几成共识，人民币汇率持续升值仍缺乏基本面的强劲支撑。二是，美元偏强的格局未根本扭转。因此，未来人民币汇率很可能维持震荡格局。



将随之下降。

调整之后 安全边际提升

周三市况显示，虽然《存款保险条例》的出炉带来一定短期冲击，但债券市场仍迎来了近期罕见的较大幅度反弹。中债登数据显示，银行间标杆品种——10年期固息国开债到期收益率较周二大降约10BP。交易员表示，周三银行间资金利率明显下降以及最新公布的3月制造业PMI指标继续趋弱，在很大程度上提振了市场人气，对冲了存款保险制度的负面影响。

而经过此前近一个月的持续下跌之后，主流机构对于债券市场后市的看法在重新趋于积极。综合多家主流机构观

点来看，在宏观经济疲弱趋势难改、偏松的货币政策料将持续、急跌之后债市安全边际显著提升的背景下，债券市场正在酝酿新的投资机会。

就经济基本面而言，3月中采制造业PMI小幅回升至50.1，超出市场平均预期，对此，机构普遍认为，3月份制造业景气状况虽出现季节性回升，但趋势向下压力未改。中金公司指出，3月中采制造业PMI属于季节性反弹，且反弹幅度明显低于历史同期，而汇丰PMI终值49.6更是较2月终值的50.7明显下滑。申万宏源证券也表示，大型企业PMI显著回升，对冲了中型企业和小型企业PMI的下滑，从而支撑了统计局PMI的反弹，但从以往经验来看，大型企业更可能是依据经验或经济维稳需求增加生产，小型企业的行为更具有领先性，当前PMI改善的可持续性依旧存疑。

从安全边际角度，中金公司表示，近期债券市场各种不利的因素出现了集中冲击的状况，投资者悲观情绪的释放也较快，而考虑到债市在调整之后安全边际显著提升，“股”和“债”之间的风险收益比也在动态调整，随着经济形势倒逼货币政策加大放松力度，市场转暖或已不远。

兴业证券也认为，经济持续趋弱与偏松的货币政策对债市的中期走势将构成稳固支撑，尽管短期内供给压力和股市分流可能会令债券收益率仍存在上升和波动风险，但投资者不必过度悲观，机

会正在逐渐出现。

华安证券： 机会都是跌出来的

渤海证券： 否极泰来 等待上涨

目前经济还远未企稳，改革过程中期望找到的内生增长点还难以支撑整个经济，由此需要积极的财政政策和更为宽松的货币政策配合。相对于供给过大，目前债券市场的需求则表现为疲弱，原因是商业银行没有足够的动力和资金来进行债券配置，而解决债务问题不能单靠市场，还需央行予以配合。近期权益市场大涨，对债券市场存在一定的挤压。但考察居民的资产配置情况，理财仍有较大的需求，当前理财产品收益率仍处于较高水平，对债市仍形成一定的支撑。再次降息后，债券市场由于各方面的利空因素出现较大幅度的调整，而目前则到了调整的尾声，机会都是跌出来的，现在可以说是最佳的进场时机。短期来看，更多的地方政府债务置换供给压力和股市可能会对债市形成一定的压制，但基本面和政策面对债市的中期走势形成强有力支撑。

国泰君安证券： 调整的时间和空间仍然不够

尽管收益率相比年内底部反弹了约30-40BP，但债券市场调整的时间和空间仍然显得不够。一是，风口仍然在股票市场。在增长企稳、通胀偏低的时候，股票是大类资产中的优势资产，能够取得超额收益；二是，流动性不会特别充裕。除了结构性因素推高资金成本以外，股市供给上升也将分流资金，汇率形成机制变化也不利于短期流动性；三是，当前收益率对主力配置盘来说缺乏吸引力。整条利率债收益率曲线几乎都在市场资金成本以下，这导致需要预期收益率有足够幅度下行，才能覆盖资金成本以及完成预期回报率目标，显然对主力配置机构来说有相当大的难度。如果缺乏持续的配置资金入场，交易盘获取价差的难度会大幅上升，市场上涨的概率也在下降。预计未来1-2个季度收益率易上难下（预计中长端还会反弹至少30BP）。

流动性渐趋宽松

七天回购利率创年内新低

平稳跨季后，4月1日银行间市场资金面更显宽裕，各期限资金供给充足，回购利率纷纷走低，指标7天回购加权利率创下年内新低。市场人士指出，近期外汇市场结汇意愿增强，外汇占款或继续恢复，货币市场利率仍有下行空间，但4月份流动性扰动因素不少，仍需警惕新一轮IPO、企业缴税等造成的波动。

昨日银行间质押式回购市场上（存款类机构行情），除21天品种之外，其余各期限回购利率全线走低，其中隔夜回购利率加权值收在3.02%，较前一日大幅下行近13bp；指标7天回购利率加权值亦下跌11bp至3.71%，创下年初以来最低值。中长期限的品种方面，唯独21天回购利率小涨约5bp，但目前21天回购利率与1个月回购利率已形成倒挂，若后续资金面趋紧，21天回购利率很可能

关注。（张勤峰）

4月首日转债市场“开门红”

4月1日（周三），在A股继续大涨的提振下，转债市场呈现普涨格局，转债指数“开门红”。个券方面，高溢价率和已触发强制赎回的品种走势仍相对弱于正股。市场人士指出，随着近日转股溢价率迅速收窄，转债高估值压力逐渐放缓，未来在A股市场有望延续慢牛走势的背景下，转债市场也有望与A股实现“共舞”。

前段时间，转债市场整体欲振乏力，走势明显弱于正股，根本原因在于估值水平偏高，降低了转债个券相对正股的弹性。而经过前段时间正股上涨、转债下跌的背离走势之后，多个个券的转股溢价率已经接近或低于5%。有鉴于此，海通证券在周初发布的转债策略周报中指出，未来高估值对转债市场的冲击或暂时缓解，后续转债表现将呈现强股性，策略上建议波段操作、关注主题性机会。（葛春晖）

一季度同业存单发行逾7000亿元 环比增长45%、同比大增近20倍

2015年以来，商业银行同业存单市场呈现井喷式扩容。统计显示，今年一季度，银行间市场累计发行同业存单金额逾7000亿元，为去年第四季度的1.45倍，为去年一季度的20.53倍。

据WIND统计，今年一季度，新发行的同业存单累计达到7137.70亿元/965只，而去年第四季度为4913亿元/571只，去年第一季度仅为347.7亿元/15只。市场存量方面，截至一季度末，同业存单存量为10256.3亿元/1283只，2014年年底为5995.30亿元/667只，去年一季度末仅为377.70亿元/16只。

另据统计，截至3月末，已有82家银行披露了2015年同业

存单发行计划，计划发行额度合计达到2.994万亿元；而2014年全年，近百家银行的同业存单发行额合计仅不足1.5万亿元。

不难发现，去年以来同业存

进口企业如何应对外汇震荡市

□韩会师

3月17日以来，美元对人民币明显走弱，持续数月的升值行情暂告一段落，相对于3月初的最高位，美元即期汇率下跌约600基点，1年远期汇率下跌约800基点。对进口企业而言，美元大幅走弱理应是购汇好时机，但由于美元在6.20附近遇到较强的下行阻力，呈现横盘震荡行情，此时是否应抓住机会签署远期购汇合约，令不少企业犹豫不决。

如果签远期购汇合约，万一人民币继续升值，企业将遭受重估损失。现在人民币距离去年10月贬值行情启动时的价位6.11仍有不小距离，从技术图形看，人民币的确有继续升值的空间，从国际收支看，我国大规模的经常项目顺差也的确对人民币升值有支撑作用，因此签约是有风险的。

但如果现在不签远期购汇合约，万一人民币很快再次贬值，企业就错过了一个绝佳的机会，而且人民币再次贬值的风险也不小，毕竟国际市场美元强势的大格局并未根本动摇，国内资本外流压力并未消失，银行结售汇逆差的格局也没有变。

面对两难局面，如果企业在患得患失之中选择等待，不对未来的美元支付需求进行任何套期保值，那么无疑是将命运交给了苍天。企业其实还有另外一个选择，可以最大程度地降低远期购汇合约给企业带来的潜在亏损风险，即在签署远期购汇合约的同时买入美元看跌期权。

企业向银行买入美元看跌期权，意味着企业在到期日有权利按照合约规定的汇率将美元卖给银行，如果到期日即期汇率高于期权执行价格，企业不执行期权，企业的损失就是期权费；如果到期日即期汇率低于期权执行价格，则企业有权执行期权，企业的收益就是期权执行价与即期汇率的差额。

假设签约即期汇率是6.20，1个月远期汇率是6.23，执行价格为6.23的1个月期限美元看跌期权的期权费是100个基点，也就是说买入名义金额1亿美元的看

损就是期权费200点。

总体来看，与单纯签署远期购汇合约相比，企业增加购买一个看跌期权后，万一美元大幅贬值，企业的潜在亏损将不再是不可预测的。换句话说，通过购买一个看跌期权，企业不必再去担忧签约时机是否正确。

当然，金无足赤、人无完人。一旦美元大幅度升值，“远期购汇合约”+“买入美元看跌期权”的组合与单纯的“远期购汇合约”相比，会令企业的潜在收益缩水，缩水的幅度就是期权费。但相对于其优点，可谓瑕不掩瑜。

简单讲，“远期购汇合约”+“买入美元看跌期权”组合的特点就是：以有限的成本（期权费），锁死最大亏损的同时，保住无限盈利的可能。在汇率走势非常不明朗、市场随时都可能转向的情况下，这种组合对于很快就有付汇需求的进口企业尤为适用，因为期限越短，期权费用相对越低。（作者单位：中国建设银行总行仅代表个人观点）

等待非农数据 美元震荡为主

□南京银行 蒋萍

周三亚欧汇市，美元呈弱势震荡格局，市场静待即将公布的美国非农就业报告。

亚欧时段，由于日本央行短观调查表现疲弱，对日本股市造成打压，日经指数下跌约1%，使得市场风险意愿降低，日元作为避险货币而受到支撑，美元兑日元一度下跌0.2%至119.83位置，之后震荡翻红。

法国和德国公布的3月份采购经理人指数数据有所改善，令市场认为欧元区经济正在出现一些好转的迹象，对欧元起到了一定的提振作用，欧元兑美元一度上涨0.5%至1.0789。有报告显示，2015年第一季度，欧元兑美元跌幅达到11%，创下1999年欧元面世以来的最大季度跌幅，主

要是欧洲央行和美联储货币政策的背道而驰。

另外，中国公布的3月制造业采购经理人指数数据好于预期，推动澳元上涨，澳元兑美元在亚洲交易时段上涨0.3%至0.7625位置，之后震荡回落。

从技术面角度看，欧元兑美元最近支撑位在1.0711，最近阻力位在1.0812；美元兑日元最近支撑位在119.78，最近阻力位在120.68。

目前市场关注的焦点在周五将公布的美国非农就业报告。在复活节以及美国非农就业报告公布前夕，经历了过去一段激烈交投的市场可能转而淡静。另外，对于周三公布的美国ADP数据会反映一些民间部门就业的情况，可能会为周五的美国非农就业报告提供一些线索。

国开行17日招标五期金融债

国家开发银行1日发布公告称，定于4月7日通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第六期1年期、第七期3年期及发行2015年第八期5年期、第九期7年期、第十期10年期固定利率金融债券分别不超过40亿元、50亿元、60亿元、40亿元和70亿元，总量不超过260亿元。除1年期增发品种上市日为4月15日外，其余品种上市日均为4月17日。以上各期债券均不设立基本承销额。承揽费方面，1年期品种无，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势图



注:2015年4月1日金牛银行理财综合收益指数(AO)为5.18%，较修正的上期数据下行2BP。

数据来源:金牛理财网