

## 交易所信用债多数下跌

调整空间或已有限

周三交易所信用债多数继续下跌,主要指数全线收低。分析人士表示,短期市场调整压力或仍需释放,但收益率大幅上行后债券估值已具备一定吸引力,未来继续调整的空间有限。

周三上证企债指数高开低走,尾盘跌幅略微扩大,收盘下跌0.05点或0.03%,报收于145.30点;深市企债指数下跌0.05点或0.04%,收报于125.98点,沪深企债市场双双遭遇四连阴。个券仍以下跌为主,城投债继续处于跌幅前列。沪市企业债之中,城投品种09济城建、10天脊债、10玉溪02包揽跌幅前三位;深市企业债方面,跌幅榜前列也几乎为城投债所占据,但整体跌幅有限,跌幅居首的09怀化债下跌0.51%。另外,沪市公司债指数下跌0.05点或0.04%,收报129.23点。沪市分离债市场则再次出现较大幅度调整,K线连拉十二根阴线,指数收报126.28点,下跌0.12点,跌幅达0.09%。

国泰君安分析师黄纪亮表示,近期在资金去杠杆和信用风险事件的双重打压下,城投债引领交易所信用债出现大幅下跌,短期内城投债风险或仍未完全释放。但从投资价值出发,当前信用债收益率已处于历史相对高位,未来继续上行的空间有限。2008年至今,市场共出现过5次信用债收益率大幅上升的情况,其中城投债收益率升幅在100-200bps。比较而言,5月底至今,城投债收益率已上升100-130bps,继续上升空间有限。(张勤峰)

### ■ 交易员札记

资金价格回落

## 中长期金融债相对活跃

□长江证券固定收益总部 斯竹

周三的债市受到资金面继续转暖的带动,中长期金融债表现相对活跃,信用产品有所回稳,收益率稳步上行。

早盘财政部续发的20年国债获得1.71倍资金认购,最终中标利率4.4781%,边际利率4.5466%,高于此前市场预期,较宽的中标区间显示出机构对该期债券认可上的分歧。

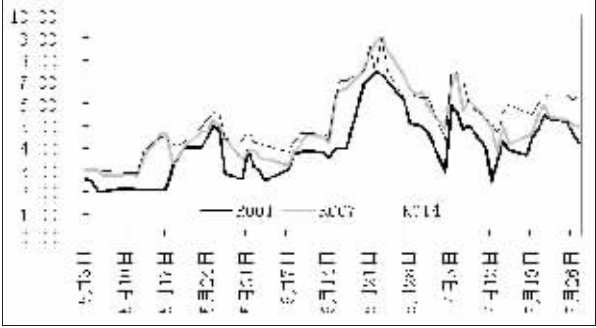
二级现券来看,国债方面,买盘表现谨慎,整体收益率小幅下行。其中,10年期11附息国债15成交在4.08%附近,1年期11附息国债18成交在3.79%附近;金融债方面,焦点集中在中长期品种,成交相对活跃,收益率较为稳定。5年期11农发12成交在4.62%附近,7年期11进出11成交在4.71%附近,10年期11国开20成交在4.90%附近,Shibor浮息债买盘有所增多,如4.7年的11国开21成交在6.17%附近,4.89年的09国开05成交在6.31%-6.26%,4.79年的定存债11国开30成交在4.60%附近。此外,剩余期限2.55年的11国开06成交在6.08%附近,0.85年的11进出08成交在4.33%附近;央票表现一般,成交以2-3年期为主,收益率微幅上行。剩余2年的10央票60成交在4.22%附近,3年期11央票32成交在4.32%附近。短期品种卖盘寥寥,剩余期限2个月的成交在3.15%附近,下行约5bp。

信用产品方面,由于资金面企稳,短融买盘有所增多,成交集中在3个月以内的短券,如AA的券种成交在6.30%-6.50%,AA+的10福耀CP01成交在6.00%附近;中票表现平淡,成交集中在超AAA品种,如剩余2.7年的11中石油MTN1成交在5.33%附近;企业债依然成交惨淡,收益率上行明显,如11宝城投债成交在7.30%附近。

资金面进一步宽松,银行间质押式回购多数期限品种出现回落,其中隔夜品种续跌46bp。不过,14天品种上行21bp,显示市场对于短期内资金状况持谨慎预期。

随着资金面缓解,市场信心有所恢复,高评级信用产品的需求逐步增强,中长期利率产品的配置价值也受到一定关注。但由于对7月份物价数据仍处高位,短期内资金面尚不容乐观的预期,整体悲观情绪有所增强,大多数机构对后市仍持谨慎观望态度。

### 资金利率继续回落



### ■ 外汇市场日报

## 美元指数挫至近三个月低位

□南京银行 蒋献

周三,因市场仍然对美国债务违约并引发美国信用评级遭降心存疑虑,美元指数跌落至近三个月低位。

隔夜纽约交易时段,美国总统奥巴马警告称,若未能在8月2日截止日期前上调举债上限,可能将严重损及美国。该讲话影响到美元的并避免吸引力,引发美元抛盘,美元兑瑞郎创新低,兑日元大跌至四个月低点,兑欧元挫至三周低位。市场认为,只要美国国会未能就预算计划达成协议以避免美国债务违约,美元就将继续贬值。

周三澳洲公布的消费者物价指数涨幅超预期,澳元与美元的利差可能进一步拉大,这一因素刺激美元卖盘增多,加剧了美元的普遍跌势。

从技术面看,美元指数跌至近三个月低点73.421后出现反弹,收回部分跌幅至73.460。但有交易员称,美元指数仍可能会进一步跌至雷曼兄弟倒闭以来的低点72.696。澳元兑美元大涨近0.01美元至1.1063,已突破数道关键阻力位,正向主要阻力区域1.1000-1.1083顶部挺进,目前阻力位在1.1083。目前市场认为,即便美国国会能达成上调举债上限的协议,美国信贷评级遭下调的可能性仍然存在,短期美元弱势难改。

日元方面,美元兑日元最新跌0.1%至77.85附近,接近3月中旬以来纪录低位,市场谨慎观望日本当局是否会入市干预打压日元。日本央行审议委员龟崎英敏称,美国债务谈判僵局对外汇市场产生了相当大的影响,若美国债务违约,可能对日本金融体系产生严重影响。他还称,预计财务省将考虑是否出手干预。有知情人士透露,日本决策者认为单边市场干预是一个日益可行的选择。有分析师表示,尽管考虑汇率水平,日本央行可能随时会干预汇市,但干预的时机更可能在美国债务协议达成后,届时日本当局会试图强化美元压力减轻后可能出现的升势。

# 今年以来人民币对美元升值2.80%

## 中间价逼近6.44 短期有望续写新高

□本报记者 王辉 上海报道

在隔夜美元指数再度出现大幅下跌的背景下,7月27日人民币对美元汇率中间价再创汇改新高,升至6.4426,从而迅速逼近6.44整数关口。分析人士表示,人民币汇率中间价本周二、周三连续两个交易日刷新汇改高点,再度彰显了当前时期人民币仍有较强升值动力;另一方面,受困于美国债务上限危机而持续下跌的美元指数,仍然是近期推动包括人民币在内的主要非美货币走强的一大关键原因。在短期内美元预计仍难以摆脱弱势的背景下,人民币目前的升值趋势有望延续。

### 弱美元成重要推手

中国外汇交易中心本周三公布,2011年7月27日银行间外汇市场美元对人民币汇率中间价为1美元对人民币6.4426元,较前一交易日对人民币6.4426元,较前一交易日大幅走低44个基点,人民币汇率由此连续第二个交易日创出汇改以来的新高。统计数据显示,截至7月27日,人民币2011年以来的升值



幅度已达到2.80%,其中人民币进入下半年以来在短短不到一个月的升值幅度达到0.45%。

对于近期人民币汇率的持续走强,分析人士指出,一方面,人民币在汇改、对抗通胀等方面仍旧有升值需求;另一方面,美元在国际货币市场上的跌跌不休也是重要推动力。

26日国际外汇市场上,投资者

对于美国债务上限危机的焦躁情绪再度发泄至美元身上,美元在过去几个交易日持续走软的基础上加速下滑。当日美元指数盘中最低跌至73.45点,接近3个月新低,且距离72.70这一近3年低点已经不远。新加坡华侨银行外汇分析师谢栋铭表示,虽然市场依然认为美国总统奥巴马最终可能还是会妥协,但目前越来越多市场参与者认为

# 美元暂时无虑 道德风险堪忧

□韩会师

更是利益攸关,尽管奥巴马作为总统将是美债违约的第一责任人,但共和党一方面在政治上将因不合作态度而难辞其咎,另一方面在经济上也面临巨大的潜在损失。

从两党长期博弈的角度着眼,共和党缺乏足够的底气。奥巴马目前的财政困境实际上主要拜共和党所赐,共和党小布什政府穷兵黩武的对外政策和次贷危机爆发后不计成本的救助政策,早已严重加剧美国财政负担。小布什上任初期就将克林顿政府积累的财政盈余很快挥霍一空,随即通过大举提高法定国债余额上限的办法筹集资金。在小布什任期内,法定国债余额上限7次被迫提升,从不足6万亿美元提高至奥巴马上任前的11.3万亿美元。换句话说,小布什政府8年任期内增发的国债总量竟然与小布什之前美国历届政府积累的国债总额基本持平,奥巴马接手的政府财政实际上是一个千疮百孔的烂摊子,共和党目前的发难属于典型的过河拆桥。

在共和党执政期,提高债务上限也会引起一定的争执,但是民主党从未来像今日的共和党一样施加如此的压力。正所谓“乳虎尚往来”,美国国债问题最终使奥巴马政府停转,那么即使下届政府共和党上台,也很容易导致民主党“以其人之道还治其人之身”。毕竟短期内美国财政根本不可能扭亏为盈,每年动辄上万亿美元的财政赤字只能通过提高法定国债余额上限的方

法进行化解,民主党有无数的机会对共和党进行报复。

综上所述,国债余额上限的提高只是时间问题,目前共和党主要目的在于利用奥巴马的困境获取党派私利,并为奥巴马的连任制造障碍,动摇美元根基是双方都将尽力避免的最坏局面。欧元对美元近期只是在1.44上下震荡,美元指数也只是在73-75之间调整,没有进一步贬值,这一切均说明主力资金并不认为美国国债上限的谈判僵局真的会变成“死局”。再加上评级公司不断以下调欧洲主权债信评级的手段为美元保驾护航,近期美元大幅贬值的可能性很小。

值得注意的是,尽管美债违约风险很低,美元也不会爆发系统性的货币危机,但共和党此次在国债上限提高问题上的重重设障已经在很大程度上打破了美国两党在国债问题上的“潜规则”,即两党基本不在债务问题上过份缠斗,且尽量不伤及美国的国家形象和整体利益。

此次共和党在美国主权债信用评级前景遭下调的情况下,仍敢于以国债违约要挟奥巴马政府,并将全球投资者至于巨大的资产价值重估风险之中。这种态度客观上提醒全球央行和私人投资者,次贷危机以来,道德风险的恶化与泛滥已经不仅局限在美国的华尔街,美元霸权下的世界经济系统性风险仍在不断增大。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

# 资金迷局有解 债市未来可期

□陈珊

近期债券市场波动较大,收益率价格大幅上行,城投债遭到抛售,并进而波及到其他债类,尤其是短期品种走势震荡。这一现象背后的主要原因除了地方融资平台信用风险上升之外,就是资金面的紧绷。然而,这种资金迷局并非无解,未来随着宏观经济走势逐步明朗,流动性紧张状况必将逐渐缓解,债券市场牛市可期,目前无须过分担忧。

今年年初以来,资金面呈现两个明显特点:一是资金价格总体保持高位。例如,隔夜质押式回购利率年初至今平均利率3.2119%,而去年同期仅为1.6294%。二是资金价格波动剧烈。今年以来已经出现两次大的波动:年初在货币政策和春节因素的双重影响下,资金价格快速攀升,隔夜质押式回购利率一度超过8%;6月下旬以来这次的波动持续时间更长,7天质押式回购利率一度直逼2007年以来高点,且资金面走势与市场预期出现了背离,7月15日之后资金面本该稍作宽松,但资金价格却又继续上行。

实际上从宏观角度而言,基础货币并没有减少,只不过资金流向的变化影响了货币派生能力,进而影响了市场流动性。就7月份而言,近期多重因素叠加,导致在流动性整体并不宽裕的情况下,资金价格波动频繁。

首先,基础货币增速放缓,但继续保持增长。尽管从2010年下半年至今存款准备金率持续上调,冻结了大

量资金,但其主要作用是对冲新增外汇占款,并未导致基础货币减少,实际上基础货币一直在增长。央行数据显示,截至2011年3月末,我国基础货币余额为19.3万亿,较去年6月末增加了3.9万亿。

其次,货币派生能力受影响,货币乘数降低。去年下半年至今宏观经济运行表现出两个新特点:一是通货膨胀率逐步上行并屡创新高,2011年6月已经升至6.4%。二是经济增速逐步放缓,2010年三季度GDP同比增速10.60%,较三季度回落0.4个百分点,随后的三个季度分别为10.30%、9.7%、9.6%。2010年6月份工业增加值同比增长13.70%,较5月份回落2.8个百分点,此后几个月该数值保持在13%-14%左右。这两个现象导致微观主体行为变化,并对货币派生带来影响。

对投资者而言,通胀高企趋高导致负利率,这使得银行存款吸引力非常弱,于是大量存款流向理财产品 and 民间借贷。这两种方式分别以不同的形式影响流动性。理财产品投向以债券、票据、贷款、融资类信托产品为主,另有部分资产投向同业拆借。前者实际上是通过银行变相贷款,后者并不派生货币。民间借贷虽名为“借贷”,但也不派生货币。原本以银行存款形式存在的资金,流向理财产品和民间借贷之后,仍具有货币派生功能,但借贷派生能力削弱。与此同时,对银行而言,由于监管指标趋严,资本要求提高,业务受限,其货币派生

能力也受到削弱。

再次,市场紧张的情绪加大了波动。城投债风险的暴露以及近期传出的融资平台违约传言导致债券市场信用风险上升。在资金并不宽裕的情况下,这一情绪蔓延至货币市场,甚至出现了非理性恐慌,对波动起到了推波助澜的作用。

最后,7月份资金变动与预期有所不同,主要是由于多个因素叠加造成。一是央企上缴红利使得财政存款增加,二是6月份新增外汇占款回落991亿元,7月份外汇占款变动数值可能也不高。由此可见,资金面并未发生根本性变化,逐步宽松依旧可预期,此时引发大量抛售实不可取。

从上述分析可知,当前资金面的情况与宏观经济运行情况相关,并未出现持续性、结构性的变化,未来也会随着宏观经济运行而变化。从6月份的工业增加值看,已经出现回升,下半年经济增长依旧乐观。随着通货膨胀逐步回落,经济平稳增长,那么市场流动性的窘境将得到缓解。此外,下半年财政存款支出增加也将会对经济增长和流动性带来利好。

目前债券市场的信用风险主要集中于部分城投债,而分析审计署的报告可发现,地方性债务问题总体规模可控,在基本面并未出现较大变化的情况下,城投债集体遭到抛售是对风险的过度反应。未来,随着市场情绪稳定以及资金面情况的好转,债市有望迎来一波火热局面。

美国将可能失去其最高评级。

路透最新的调研显示,60%的美国经济学家相信美国将被降级。整体来说,不管最终美国能否就债务问题达成协议,局面都对美元较为不利。鉴于短期内美元还有继续下滑的空间,主要非美货币的强势短期预计仍会延续。

### 升值趋势仍将延续

进入7月以来,伴随着海外无本金交割远期外汇(NDF)市场人民币远期汇率表现出的人民币升值预期持续下降,海外市场一些关于人民币升值趋势接近尾声和看空人民币长期汇率表现的声音开始涌现。然而从近阶段人民币汇率的实际表现来看,人民币依然展现出了极为稳健的升值态势。

27日,海外无本金交割远期外汇(NDF)市场美元对人民币1年期NDF延续前一交易日的窄幅震荡格局,继续交投在6.37一线,对应1年以后人民币对美元的升值幅度为1.1%左右,显示出目前海外市场对于人民币继续拓展升值趋势的信心仍有所不足。

## 3个月央票发行量跌至10亿

本周延续净投放概率大

继1年期央票以10亿元地量发行之后,本周3个月央票发行量也跌落至象征性发行水平。市场人士表示,尽管周内到期流动性较少,但在回笼量急剧萎缩的情况下,本周央行公开市场操作继续净投放基本已无悬念。

据央行网站消息,央行将于28日(周四)发行2011年第五十六期中央银行票据。该期央票期限3个月(91天),发行量10亿元,相比上一期减少50亿元。在7月14日当周发行量短暂触碰500亿元量级之后,最近两周3个月央票发行量逐级萎缩。同样的情

况也发生在1年期央票身上,本周21年期央票发行量由上一期的50亿元降至10亿元规模。有分析人士指出,央票发行量缩水主要系资金持续紧张所致。一方面,资金成本长期高企,致使公开市场需求大幅下滑;另一方面,为保障货币市场稳定,央行亦有所适当投放资金的需要。

据Wind数据,本周公开市场到期资金合计340亿元,为今年1月中旬以来最低水平。不过,考虑到回笼量急剧收缩,央行继续实施净投放概念较大。(张勤峰)

## 11国债14下周续发300亿元

财政部公告,定于8月3日进行2011年记账式附息(十四期)国债(以下简称“11国债14”)的续发行招标。

11国债14为5年期固定利率附息债,2011年6月9日开始计息,票面利率3.44%,按年付息,每年6月9日(节假日顺延)支付利息,2016年6月9日(节假日顺延)偿还本金并支付最后一年利息。本次续发行部分的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与11国

债14相同,计划续发行面值总额300亿元,全部进行竞争性招标。甲类成员在竞争性招标结束后,有权追加当期国债。

本次续发行采用多种价格、组合式招标方式,标的为价格。11国债14于8月3日进行续发行招投标当日停止交易一天,8月4日开始续发行,8月8续发行结束。续发行部分从8月10日起与原发行部分合并上市交易。本次发行手续费率为0.1%。(张勤峰)

## 20年期续发国债招标不温不火

财政部27日就11国债10进行了续发行招投标。交易员表示,该期债券需求不温不火,中标利率略高于预期,不过超长期债券成交历来较少,对市场影响不大。

11国债10为20年的超长期固定利率国债,票面利率为4.15%。发行公告显示,此次续发部分中标价格为96.8009元/百元面值,发行参考收益率为4.4781%。据交易员透露,此次招标边际中标在4.5466%,与加权中标利率相差约7个基点。认购方面,计划发行总量280亿元,获得有效投标量479.1亿元,对应1.71倍认购。

从发行定价来看,本期国债发行利率略高于中债估值和市场预期。数据显示,26日银行间30年期固定利率国债中

债收益率为4.40%,多数机构预测本期债券中标利率将落在4.45%以下。从资金认购来看,本期债券1.71倍投标则是今年以来超长期国债所获得的最高认购倍数。交易员表示,整体而言招标结果差强人意,需求较为一般。

有市场人士表示,虽然近期收益率有企稳迹象,但当前市场资金面仍然偏紧,谨慎情绪仍浓,因此一级市场需求尚未完全转好,加之超长期国债的需求群体相对单一,本期新债招标利率略高于二级市场收益率可以理解。此外,超长期债券参与主体是银行和险资等投资者,以持有到期为主,二级市场流动性较差,成交和报价历来较少,虽发行利率略高于预期,但对现券市场影响有限。(张勤峰)

### 今年以来长期国债招标情况

名称	招投标日期	期限(年)	招标方式	招标标的	中标利率(%)	中标价格	实际发行量(亿元)	认购倍数
11附息国债02	2011-1-19	10	混合式	利率	3.94		300	1.92
11附息国债05	2011-2-23	30	混合式	利率	4.31		280	1.69
11附息国债08	2011-3-16	10	混合式	利率	3.83		300	2.14
11附息国债10	2011-4-27	20	混合式	利率	4.15		300	1.65
11附息国债(2 续发)	2011-5-18	10	混合式	价格		102.42	320.6	1.86
11附息国债12	2011-5-25	50	荷兰式	利率	4.48		300	1.38
11附息国债15	2011-6-15	10	混合式	利率	3.99		309	1.78
11附息国债16	2011-6-22	30	混合式	利率	4.5		300	1.59
11附息国债(15 续发)	2011-7-20	10	混合式	价格		99.89	310.3	1.67
11附息国债(10 续发)	2011-7-27	20	混合式	价格		96.8	280	1.71