发行创新难解供需矛盾

国开行五债齐发 需求短热长冷

□本报记者 葛春晖

国家开发银行17日集中招标发行了五期关键期限固息金融债。招标结果显示，尽管国开行在发行过程引入创新模式，而且近日国开债再次获批延长零风险权重期限，但供需矛盾依旧是阻碍国开债发行利率向下的重要阻力。与此同时，五期债券中短期品种表现优于中长期品种，反映出在资金面略紧以及通胀下行缓慢的背景下，投资者“趋短避长”的心态。

发行创新添彩

17日，债券一级市场再次迎来国家开发银行新债发行。与以往单次发行单只债券为主的传统方式不同，本次国开债发行首次引入了“按组滚动”的新模式。具体是指，每次招标发行一组标准期限固息金融券，主要覆盖1、3、5、7、10年的完整从短到长期限，此后定期按组滚动发行，滚动频率为每两周一次，每3个月更新一次发债品种，每次每品种发行量视市场情况进行调整，每品种募集总量约300-400亿元。据国开行此前公告，17日发行的五期债券的计划发行总量为每期不超过60亿元，不设基本承销额。

今年以来，国开行发行利率屡屡高于其他政策性银行债，二级市场利差持续扩大。在此时点下，本次发行模式创新无疑对稳定市场需求、提升高债券吸引力起到一定的助力。

综合中金公司、华泰联合等多个机构的观点，本次创新亮点主要表现在：其一，新发行方式降低了单只债券的发行量，避免边际上较高标位的投标推高发行利率，而且在没有基本承销额的情况下，A类承销团认购会更为积极；其二，可以提高国开债发行进程的标准化、透明度及其可预测性，并通过一级市场不断更新国开债的完整收益率曲线；其三，有利于形成稳定的供给预期，有助于投资人合理规划投资安排、灵活制定期限组合策略。特别是对于配置型需求来说，由于不同期限固息债在不同债市环境中的分布更为均匀，投资者相比以往可在一级市场上更稳定持续地买入高息长期品种，甚至有可能产生类似“债券定投”式操作方式。

当然，任何创新都有风险的，国开行这种创新实际效果几何？有市场人士认为，这可能还需要经过后续几轮发行及市场周期的来回检验。

供需矛盾难解

从17日的发行结果来看，发行新模式的推出对于压低国开债利率确实还没有起到立竿见影的效果。

根据中债网公告，当日国开行招标的1、3、5、7、10年期固息债中标利率分别为3.45%、3.93%、4.11%、4.32%和4.44%，多数高于此前机构的预测均值3.48%、3.88%、4.13%、4.30%和4.40%，而与最新中债政策性银行债收益率3.47%、3.70%、3.94%、4.13%和4.40%相比，国开债利差走扩更是十分明显。此外，据业内人士透露，上述各期限债券的投标倍数分别为1.56、1.55、1.34、1.21和1.46倍，亦显著低于今年以来农发债、进出口行债的招标倍数。

市场人士表示，虽然发行过程引入了创新模式，而且近日国开行金融债再次获批延长零风险权重期限，但供需矛盾依旧成为阻碍国开债发行利率向下的重要阻力。一方面，经历去年高速扩容之后，今年各家大行对政策性银行的授信额度更加捉襟见肘。另一方面，今年国开债新债发行仍略显密集，中金公司预计，今年国开债净增量约7000-8000亿元，与去年的7775亿元相近。供求失衡状态下，目前国开债的配置已经开始进入买方市场，因此其发行利率易涨难跌。

短端品种表现较好

除了供需矛盾之外，近期利率产品市场的整体偏弱格局也使得昨日国开行新债发行承压。对于未来通胀和经济走势不确定性的担忧，以及3月底以来资金面的小幅趋紧，使得当前资金需求近期主要流向短端品种。

从17日国开债不同期限品种的发行结果来看，虽然3年期及以上品种中标利率显著高于中债估值，但1年期品种中标利率却较中债估值低了2个基点。

某商业银行交易员称，由于受到3月信贷数据意外走好、短期通胀抬头等影响，中长期品种中标利率普遍高于市场预测均值；但与此同时，由于市场预期未来货币政策宽松背景下，资金利率有望重新下行，短期品种受到了机构的更多青睐。总体上，这一招标结果与整个收益率曲线陡峭化的趋势相符，基本符合市场预期。

今年以来部分固息金融债招标结果

名称	期限（年）	招投标日期	中标利率（%）	认购倍数
12农发05	1	3月26日	3.45	1.99
12国开16	1	4月5日	3.46	1.71
12国开18	1	4月17日	3.45	1.56
12农发03	3	3月13日	3.62	1.85
12国开15	3	3月28日	3.83	1.77
12国开19	3	4月17日	3.93	1.55
12农发06	5	4月9日	3.89	1.88
12国开17	5	4月10日	4.11	1.75
12国开20	5	4月17日	4.11	1.34
12农发04	7	3月13日	3.93	1.74
12国开21	7	4月17日	4.32	1.21
12国开13	10	3月19日	4.21	1.23
12国开22	10	4月17日	4.44	1.46

央行昨进行330亿28天正回购操作

央行4月17日以利率招标方式进行了330亿元28天期正回购操作，操作结果显示，本期28天期正回购中标利率继续持平在2.8%。与此同时，1年期央票当日继续停发，这已经是该品种央票连续第十六周停发。

数据显示，本周公开市场到期资金为1050亿元，较上周1310亿元略有减少。上周央行实现520亿元的净投放，为连续第三周实现净投放。如果周四公开市场操作数量低于720亿元，本周央行将连续第四周净投放资金。

4月17日，银行间市场7天期质押式回购加权利率为3.76%，隔夜加权回购利率为3.01%，显示资金面情况较前期有所紧张。分析人士称，外汇占款下降和财政存款增加等对市场资金面带来一定负面影响，在此背景下央行连续多周在公开市场净投放资金符合市场预期。（王辉）

国开行20日招标200亿定存浮息债

国家开发银行17日公告，该行将于4月20日招标发行2012年第二十三期金融债券。本期金融债为5年期浮动利率债券，发行总量不超过200亿元，按年付息。本期浮息债的利率基准为1年期定期存款利率。

发行条款显示，本期金融债固定面值，采用单一利差招标方式发行，投标人可在25个标位内进行不连续投标。在具体时间安排方面，本期债券缴款日为4月25日，起息日为4月25日，上市日为5月2日，兑付日为2017年4月25日。第一次结息日为2013年4月25日（付息基准为起息日所执行的一年期定期存款利率），以后每年的4月25日为结息日和利率调整日，如遇节假日则支付日顺延。本期债券分销期为4月21日至4月25日，承销商在债券分销期内将所承销的债券进行分销。发行费率方面，本期债券承揽费为认购债券面值的0.10%，无兑付手续费。（王辉）

■ 交易员札记

中长期利率产品维持跌势

□长江证券 斯竹

周二债市交投较为平稳，在本周供给压力下，中长期利率品种收益率继续走高，信用品种收益率保持下行态势。

当日一级市场招标发行的5期国开债受到广泛关注。其中，1年期和3年期品种认购需求相对较多，5-10年期品种的招标结果则带动二级市场同期券种收益率走高，如7年期12国开07成交在4.36%，7年期11进出15成交在4.15%，不到10年的11国开58成交在4.45%。此外，2年多的11进出10及12进出01成交在3.70%。国债成交以中短券为主，收益率有所下行，如不到1年的12附息国债02成交在2.85%-2.83%。此外，3年期11附息国债13成交在2.88%，不到5年的11附息国债22成交在3.12%，7年期12附息国债05成交在3.42%。央票成交集中在1年以内品种，如1年期10央票37成交在3.29%，不到1年的11央票86成交在3.22%-3.20%。

短融成交缩量，整体收益率略有下行。1年附近的AAA券种交投活跃，如12华电CP01成交在4.18%附近，AA+券种12渝文资CP001成交在4.83%附近，AAA的2个月11中电投CP02从4.20%成交至4.05%，收益率下行明显。中票交投集中在AA+券种，尤其是3年期品种，收益率略有下行，如11豫投资MTN成交在5.19%，12百联集MTN1成交在4.95%。企业债高收益券种成交活跃，收益率维持下行态势，如AA+券种7年期的12余城建债成交在6.90%，新上市12长城建债成交在7.90%--7.86%，不到3年的09方正债成交在5.60%，下行约9bp。

从基本面来看，3月份通胀超预期反弹，“滞涨”的状况有所加剧，4月份公开市场到期量虽较大，二季度整体资金面或将处于相对较紧的态势。从二级交易情况来看，本周利率品种供给剧增，中长期利率品种承压，收益率上行压力明显，高收益信用债短期内仍将是机构配置首选。

■ 外汇市场日报

经济与欧债角力 非美货币先抑后扬

□中信银行 胡明

17日亚欧交易时段，在各国经济数据以及欧洲债务危机相关消息的影响下，外汇市场延续着前期震荡的态势，非美货币大部分都呈现出先抑后扬的特征。

昨日亚洲盘中，随着澳联储超预期的会议纪要出炉，澳元兑美元持续下行至1.03附近，但欧洲盘中，随着欧系货币的反弹而反弹至1.0360附近。纪要显示，委员适度下调经济增长预估，且等待第一季度CPI以评估减息的可能性。

近期需要重点关注澳大利亚下周公布的CPI，这将对澳元利率预期产生较大影响。一旦通胀下行，市场将会对澳联储减息预期增强，澳元下跌的可能性较大。但如果通胀持续维持在高位甚至跳升，澳联储减息预期将会削弱，澳元将获得上行动力。从现有经济数据来看，澳洲通胀数据走低的概率较大。技术上，澳元兑美元仍处于下行通道之中，且汇价受制于200日均线压制，建议逢高做空。

17日亚洲盘中，欧元兑美元连续震荡下行，一度跌破1.31关口，但欧洲盘中，欧元受到利好支撑而大幅反弹，一度涨至1.3160上方。欧洲债务危机方面，西班牙国债拍卖顺利进行，共发行31.78亿欧元国债，好于此前计划的20-30亿欧元规模；欧元区边缘国家国债收益率也有所收窄。经济方面，德国4月份ZEW数据为40.7，远好于预期的35.3，市场对德国未来经济前景再次变得较为乐观。技术上，虽然欧元已经站上100日均线，但是由于上方50/200日均线以及下降趋势线压制较为明显，反弹阻力较大。

昨日亚洲时段，英镑兑美元维持窄幅下行走势，不过，欧洲早盘受到欧元区边缘国家国债收益率收窄的影响，汇价随即大幅反弹至1.5900上方，随后因通胀数据的公布，更是触及1.5960的两日新高。数据显示，英国3月份CPI环比上涨0.3%，同比上升3.5%，符合预期。技术上看，汇价目前正受到均线的支撑，以及前期高点下降连线的阻碍，建议关注区间走势能否突破，一旦成功，汇价上升空间将打开。

总体而言，目前市场的焦点集中于各国经济前景以及欧洲债务危机上，各国经济数据的好转以及欧洲债务危机担忧的缓解都有利于非美货币的反弹。但是这两方面因素目前仍处于不稳定状态，未来市场仍将受到影响。

二季度避长从短 利率债鲜有亮点

□中信建投 黄文涛

二季度降息的可能性依然较小，10年期国债收益率难以实现向下突破，向上的风险亦不足虑，长端收益率将继续保持窄幅震荡，利率市场唯一的亮点在于短端收益率或因降准释放流动性顺流而下。交易性投资者可以在收益率出现大幅上行的个别时点择机买入凸性较大的债券以获得价差收益。当前，关键期限中7年期国债和5年期政策性金融债凸度较大，具有较好的防御性。

国债宜避长从短

短端收益率将因降准释放流动性顺流而下。目前来看，二季度公开市场到期资金规模与一季度大致相同，外汇占款可能因海外经济特别是美国经济复苏、避险情绪降温而有所恢复，但是财政存款会季节性增加。综合而言，基础货币供给会有所减少，央行为了实现M2全年14%的增长目标，必然会选择降低存款准备金率以提高货币乘数，从而释放流动性，降低资金利率，促进短端收益率下行。从1年期国债收益率走势来看，1年期定期存款利率是1年期国债收益率的压力线，而银行资金成本可以看为1年期国债收益率的支撑线。当前短端收益率处于通道正中间，且高过历史均值50bp，在二季度降准后进一步回落的可能性较大。

长端收益率则将窄幅震荡。根据历史经验，1年期定期存款利率是10年期国债收益率的重要支撑线，后者仅在降息预期非常强烈的2008年低于前者，当时CPI连续7个月毫无阻滞断崖式回落直至发生通缩，下行幅度超过4个百分点，最终央行在2008年10月降息。但本次CPI回落过程中不时出现反复，且下行幅度有限，未来一个季度降息的可能性较小，因此10年期国债收益率下行空间有限。不过，CPI同比因为翘尾因素影响，仍处在回落通道中，对10年期国债收益率反弹也有压制作用，10年期国债将保持窄幅震荡。

金融债优势减小

3月份政策性金融债隐含税率除供需相对乐观的1年期品种之外，其他品种都出现上行。未来一个季度这种趋势可能还不会改变。

从基本面来看，CPI同比和工业增加值增速皆为隐含税率的反向领先指标。二季度通胀回落和工业增加值增速放缓都会导致隐含税率上行。这是因为当CPI回落或工业增加值减速时，央行往往会出台宽松货币政策，而近年来放松的手段以数量型政策为主，这就导致商业银行超储率上升，可投资债券资金增加。而商业银行投资债券一般会优先配置国债，因为国债具有免税优势，同时，迫于承销压力会参与政策性银行债的投标，但积极性不高。结果是国债收益率下行幅度大于政策性金融债，隐含税率增加。反之，当CPI反弹或工业增加值提速时，紧缩的货币政策缩减了商业银行的可用资金，国债配置资金比政策性金融债压缩更大，国债收益率上升得更多，隐含税率降低。

从资金面来看，市场资金净投放在一定程度上也与隐含税率呈反向变化。但区别于CPI和工业增加值的领先作用，净投放与隐含税率往往呈现同步变化。这是因为CPI和工业增加值的变化与货币政策实施之间有时滞，而公开市场资金净投放是实时的，它会立即影响到银行可投资资金。

从机构交易行为来看，政策性金融债持有者结构中份额较大的基金更看好高中评级信用债，特别是在违约风险日益降低的情形下，这种偏好可能更加明显，进而挤压金融债需求，也会抬升隐含税率。

总之，二季度隐含税率仍将持续上行，政策性金融债交易优势相对国债在减弱。

浮息债价值削弱

当前定存浮息政策性金融债的点差收益率叠加1年期定期存款利率后的到期收益率与固定利率债券的利差在不断缩小，浮息债的票息优势在逐渐缩小，特别是1年期浮息债已不能覆盖降息1次的风险。中长期SHIBOR浮息债扯平利率也由于点差收益率下降而上升，浮息债配置价值也在逐步降低。考虑到未来仍有降息可能，以及SHIBOR处于明显的回落通道，定存和SHIBOR浮息债点差收益率大幅下降可能性较小，交易价值也将被削弱。建议在宽松货币政策背景下暂时回避浮息债。

6.7%-6.9%

吉林银行次级债确定申购区间

吉林银行将于今日发行20亿元10年期（设定一次赎回权）次级债券。昨日，此次发行主承销商南京银行披露，本期次级债申购利率区间为6.7%-6.9%，承销团成员的全部申购标位须位于该区间内。

发行资料显示，本期债券名为吉林银行股份有限公司2012年次级债券，计划发行总额20亿元，为10年期固定利率债券，在第5年末附有前提条件的发行人赎回权。本期债券采用固定利率方式，将由主承销商组织承销团，通过簿记管理人簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行。票面年利率将通过簿记建档程序确定，采用单利按年计息。

本期吉林银行次级债发行首日为4月18日，发行期限为4月18日至19日，起息日和缴款日为4月19日，南京银行担任此次发行的主承销商。根据大公国际的评级结果，本期债券的信用级别为A+级，发行人主体评级为AA-级。（王辉 张勤峰）

人民币汇率或已进入均衡区间

□长江证券策略组

除了金融危机时期盯住美元之外，2005年汇改以来人民币始终保持对美元的平稳升值步伐。然而，这种局面近期正在发生变化。人民币汇率将何去何从？我们又该如何应对？

中周期变革逆转升值预期

境外资金之所以持续流入中国并持有人民币资产，一方面是因为中国经济的高速增长吸引着资金流入以分享经济增长的果实，另一方面也与货币当局的人民币汇率政策有关，人民币汇率长期维持弱势，造成了中国经常项目长期大幅度顺差。然而，无论是经济增长力度还是贸易盈余规模，近期都出现一定程度的收缩。

经济增长方面，当前中国正面临着以往每个高速发展国家都经历过的阵痛——一些支撑国内经济高速增长的因素正在逆转。刘易斯拐点的临近正在推高劳动力成本，致使国内经济在区域分布和产业结构上被迫进行调整，而这种调整并非是无摩擦的。此外，在经历了一轮为期十年的高速增长之后，我们暂时还看不到支持新一轮中周期高速增长的动力。当前，我们找不出上世纪80、90年代和本世纪前10年国内享受的制度红利，无论是国内经济体制改革还是外部环境的改善都没有出现。这些都有可能成为经济增速“下台阶”的主要动因。

此外，国际经济的结构也正在改变。前十年，依靠进入WTO以及海外储蓄率的回落，中国面对的是取之不尽的外需。然而，在经历了2007年以来接二连三的危机之后，欧美的家庭、政府部门和银行体系都在发生着深刻的变化。欧美家庭的储蓄率正逐渐恢复10年前的状态，过度攫取消费信用的时代已成为过去。政府部门和银行体系则开启了去杠杆的进程。这意味着海外经济部门的超额需求和逆差都会缩窄，而作为贸易对手的中国，大幅的顺差就变得难以维持。

波幅扩大彰显当局信心

上述情况的发生正在改变市场对于人民币走势的预期。我们发现，离岸市场无本金交割的人民币远期币值开始低于人民币现期币值。2月中旬以来，3个月、6个月、12个月等各个期限的远期美元兑人民币汇率都明显走高，现在已高于即期汇率报价，说明市场内生的人民币升值动力开始松弛。

原先，货币当局对人民币升值以控制为主，这也是规定即期汇率只在中间价上下浮动千分之五的原因所在，显然，货币当局担心汇率波动区间的加大将使人民币升值的幅度难以调控。然而，近期人民币远期汇率已经逆转为贬值预期。人民币中间价在3月份也确实出现过一段时间的走贬。近期央行和高层对于人民币汇率的走向释放出这样的信号，即汇率继续升值的空间已经有限。这进一步确认了市场预期，人民币汇率也许真的要走向双向波动时代了。这是一个我们从未经历过的时代。

负相关关系面临考验

这样的时代会带来什么改变？这样的改变我们又该如何应对？笔者大胆推测，未来美元与国内股市负相关的关系将会削弱，未来海外市场影响国内市场的监测指标需要进行调整。

我们研究了1997年以来新兴市场的股市表现，发现这些股市与美元指数基本没有明显相关性，但却与避险情绪密切相关。1997年以后，不少新兴经济体的汇率都走向了管理浮动或者自由浮动，这些汇率都不存在稳定一致的变动趋势，因此，投资者对于这些新兴经济体资产的配置更多依赖于避险情绪。每当避险情绪提升的时候，新兴市场股市就会上涨，反之，当避险情绪回落的时候，新兴市场的股市就会下跌。对于国际投资者来说，新兴经济体资产便是高风险资产，而发达经济体资产就是低风险资产，当避险情绪提高的时候就应更多配置前者，反之就应配置后者。

国内市场大部分时间由人民币升值预期主导，但是在危机期间，避险情绪也起着很大的作用。这说明，避险情绪的作用只是因为升值预期的存在而没有发挥决定性的影响，一旦投资者对于汇率升值幅度不再关注，那么避险情绪的作用就会凸现出来。随着人民币汇率抵达均衡区间，这种情况将变得越来越明显。

我们认为，人民币汇率双向波动的时代已经来临，这一点已由货币当局的政策变动所确认。此外，在人民币汇率缺乏稳定趋势的情况下，汇率升值预期本身对于国内股市的主导作用将逐步减弱，而避险情绪的作用或将凸现出来。

■ 新债定位 | New Bonds

12附息国债04（续2） 预测中标区间【3.49%-3.57%】

债券期限	10年	招标数量	300亿元（可追加）	计息方式	固定利率
付息频率	半年付息	招标方式	混合式	招标时间	4月18日
缴款日	4月23日	上市日	4月25日	手续费率	0.1%

中金公司：在近期10年期政策性银行债收益率走高的情况下，国债考虑免税价值后的收益率吸引力没有前期突出。预计市场需求中性，加权利率可能接近二级市场水平，在3.50%-3.54%之间。需求较强的投资者可以在3.45%-3.49%之间分价位投标，博弈边际投资者可以考虑3.55%-3.57%区间。

中银国际：考虑到资金面及市场需求情况，预计本期国债最终中标利率接近二级市场水平。建议积极投资者在100.4011-100.6488元（对应BE收益率3.50-3.53%）投标，相对保守投资者在100.0720-100.4011元（BE收益率3.53%-3.57%）投标。

长江证券：利率产品受基准利率以及过于平坦化的收益率曲线的限制，仍将维持窄幅震荡的走势。根据目前市场资金面的波动以及二级市场变化，并考虑到手续费的因素，预计10年期国债中标利率在3.49%-3.54%。（张勤峰 整理）

12进出05 预测中标利率【3.35%,3.45%】

债券期限	1年	招标数量	150亿元	计息方式	固定利率
付息频率	到期一次还本付息	招标方式	荷兰式	招标时间	4月18日
缴款日	4月20日	上市日	4月24日	手续费率	0.05%

大连银行：综合考虑基本面、资金面、二级市场及手续费等相关因素，预计12进出05中标利率区间位于3.35%至3.40%。

中金公司：目前资金面相对平稳，市场在等待央行本月是否会下调存准率。市场对短期债券需求较强，因其确定性相对更高，风险可控。考虑手续费返还影响，预计招标利率低于二级市场水平，中标利率有望落在3.38%至3.42%之间。

国海证券：目前经济增长动力依然比较疲弱，二季度GDP增速有下穿8%的风险，因此货币政策进一步放松的概率加大。1年期金融债收益率高于历史平均水平，具备较好的配置价值。综合各方面因素，预计本期债券中标利率区间为3.40%至3.45%。（王辉 整理）