

28天正回购量平价升 资金利率小幅反弹

公开市场温和操作 宽松仍会加码

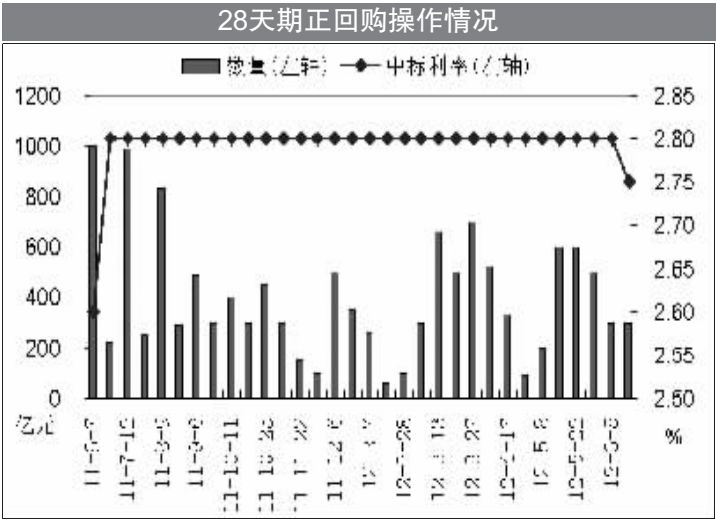
□本报记者 葛春晖

本周二，尽管央行公开市场操作力度温和，而且28天正回购中标利率下行5个基点至2.75%，但主流资金利率出现全线上涨。分析人士指出，本期正回购利率下调幅度较小，反而限制了资金利率的下降空间；考虑到信贷投放加快、新债密集发行、6月末季节性资金紧张以及外汇占款增长低迷等因素，近期资金利率或将小幅承压。不过，鉴于当前货币供应仍低于目标水平，预计未来央行将进一步放松货币，银行体系流动性有望保持充裕。

正回购利率下调 远低于降息幅度

央行本周二（6月12日）以利率招标方式开展了正回购操作。本期正回购操作期限28天，交易量300亿元，与上周持平；中标利率2.75%，较上周下行5个基点。

对于本期正回购利率的下跌，市场人士表示，上周央行下调存贷款基准利率后，周二公开



市场操作利率下调符合预期，预计周四的91天正回购利率也将相应下调。但值得注意的是，本次28天期正回购利率仅下行5个基点，远低于25个基点的降息幅度。而以往每次调整存贷款基准利率前后，正回购利率的调整幅度都会接近甚至高出调息幅度。从这个角度看，周二的操作显示央行近期无意继续大幅度压低

商业银行资金成本，这也与上周降息配合存款利率上浮、银行资金成本未有明显下降相呼应。而考虑到公开市场正回购利率向来被视为货币市场回购利率的下限，预计近期7天回购利率中枢难以大幅低于28天正回购的中标利率2.75%。

从周二回笼规模来看，央行公开市场操作力度较上周显得更加

加温和。上周，央行结束了之前连续三周的公开市场净回笼，实现20亿元的小额净投放。据Wind统计，本周公开市场到期量为810亿元，较上周增加290亿元，而本周的28天期正回购操作量与上周持平，意味着本周公开市场净投放规模或超过上周。

回购利率不跌反涨 降准降息依然可期

12日银行间市场资金利率并未随正回购利率的调整而出现下行，相反，主流品种回购利率却出现全线上涨。当日隔夜、7天、14天回购加权平均利率分别收于2.40%、2.55%、2.77%，较上一交易日上涨7BP、13BP、2BP。

市场人士表示，在信贷投放有所加快背景下，6月末的商业银行年中考核可能造成资金面的季节性紧张。此外，近期银行次级债、铁道债密集发行，欧债危机阴魂不散、人民币贬值预期持续高涨导致外汇占款难以有效增长，都会对市场资金面造成一定压力。不过，考虑到央行已

经加大公开市场投放力度，而且货币政策中期内有望进一步宽松，未来银行体系流动性仍会保持持续充裕。

央行最新数据显示，5月份我国新增社会融资总额1.14万亿，其中人民币贷款增加7932亿元；M2同比增幅由4月份的12.8%反弹至13.2%，仍低于年初预计的14%目标。东北证券分析师表示，5月份社会融资总额回升主要来自信贷和债券融资的增长，但4、5月累计金额仍比去年同期下降14%，为了更好满足社会需求，进一步放松货币、加大信贷投放成为央行的必然选择，预计三季度会再次降准和降息。

汇丰中国首席经济学家屈宏斌则表示，5月新增贷款超预期显示前期政策宽松起效，鉴于当前贷款以及货币供应增速仍低于长期平均水平，若要经济放缓的势头得以逆转，央行需要继续加大信贷宽松的力度。预计年末前将持续高涨导致外汇占款难以有效增长，都会对市场资金面造成一定压力。不过，考虑到央行已

宽松预期浓厚 国开行浮息债利差上扬

□本报记者 王辉 上海报道

国家开发银行12日上午招标发行了其2012年第26期金融债券。发行结果显示，该期200亿元10年期定存浮息债中标利差为99基点，明显高于此前市场预期。在较高的收益率吸引下，当期债券获得2.2倍认购。

此前，机构给出的中标利差预测区间集中在85-90基点之间，而11日银行间市场10年期浮息政策金融债的点差估值收益率在88基点附近。与机构预期和二级市场

相比，实际中标利差较高。

对于本期浮息债的发行结果，国泰君安分析师胡达表示，在货币宽松的大背景下，目前市场普遍预期年内至少还将有一次降息。虽然99个基点的中标水平略高于此前多家机构的预测均值，但仍然比较合理。

统计数据显示，今年以来10年期浮息政策性金融债的发行规模大大高于去年同期，2011年，年10年期浮息债的发行规模仅为400亿元，而今年以来该品种发行量已达到700亿元。

“大块头”次级债 “乳堆”发行 中信银行200亿次级债获批

沉寂了近两个月，6月以来再 现商业银行“乳堆发行”次级债券。中信银行今日公告称，该行已获准在银行间市场公开发行不超过200亿元次级债券。市场人士称，中信银行将是6月以来第三家发行次级债的银行。与前4月发行主体均为城商行相比，近期次级债供给均属于“大块头”。

有市场人士透露，此次中信银行200亿次级债将于19日开始发行，分为15年期和10年期两个品种。本期债券的牵头主承销商为中信证券和中金公司，其所募集的资金将用于充实中信银行附属资本，提高资

本充足率，以增强发行人的营运实力。经大公国际资信评估有限公司综合评定，发行人的主体评级为AAA级，本期次级债券的评级为AAA级。

今年前4月共5家城商行发行次级债券，发行总额57亿元，多集中在3月中旬。最近发行的是12吉林银行债，发行起始日为4月18日。本月7日光大银行发行67亿次级债，打破了持续近两个月的次级债供给真空。随后工行于11日发行了200亿元次级债，若算上中信银行200亿次级债，本月发行的次级债将接近500亿元，远超前4月发行总额。（张勤峰）

今年以来商业银行发行次级债券情况						
债券简称	发行起始日期	债券期限(年)	特殊期限	债券发行说明	(发行时) 评级	实际发行数量(亿元)
12张家口次债	2012-1-13	10.00	5+5		A	7.15
12汉口银行债	2012-3-13	10.00	5+5		AA-	6.8
12沧州银行债	2012-3-13	10.00	5+5		A	7.1
12重庆银行债	2012-3-20	10.00	5+5		A+	6.8
12吉林银行债	2012-4-18	10.00	5+5		A+	6.8
12光大次级债	2012-6-7	15.00	10+5		AA+	5.25
12工行01	2012-6-11	15.00	10+5		AAA	4.99

■ 交易员札记 利率市场继续回调

□国泰君安证券 刘硕

周二资金成本较前一日有小幅攀升，整体资金面仍维持宽松。债券市场延续回调态势，利率产品收益率有所上行。

周二一级市场招标发行了10年期Depo浮息国债开债120226，中标利率为99BP，当期利率为4.24%，基本符合市场预期。二级市场方面，10年期国债收益率小幅上升1BP至3.36%，5年期国债利率上行2BP至2.85%，剩余2.9年的国债120007成交利率前一日2.42%上升至2.46%附近；政策性金融债方面，5年、7年、10年的品种都有1-2BP上行，短端则变动较小。对于经济触底回升的预期带动了收益率回调，短期内利率产品收益率还有上行空间。

信用市场上，周二招标发行10年期铁道债，周一二级市场该期限品种成交在4.50%附近，招标前也基本在4.45%的水平，而在铁

道债各承销商的努力下，最终中标利率为4.30%，大幅低于二级市场水平，之后二级市场收益率也一度从4.45%降至4.35%。据了解，发改委已批准了铁道部约1500亿元的企业债发行额度，加之国网债可能在6月下旬发行，今年超AAA债券供给将较为充裕。

其他品种方面，短融成交活跃，1年期AAA级的12中粮CP02成交在3.13%，变化不大，而几支AA-的CP成交在4.15%-4.20%的水平，与AAA级利差仅剩100BP左右。中票方面，由于降息后市场实际处于供大于求的状态，投资者在收券方面趋于谨慎，成交低迷，收益率小幅上行，剩余4.9年的AAA级12神华MTN1成交在3.90%，同期限AA+级的12南报MTN1成交在4.53%，AA的品种则成交在5.20%附近。企业债方面，基本是石油和铁道债的天下，城投类品种的成交量明显减少，收益率稳中有降。

人民币中间价12日大跌123基点

外汇交易中心12日公布，当日银行间外汇市场人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3292元，100日元对人民币7.9780元，分别较11日的6.3169和7.9329走高123和451个基点，当日人民币对美元和日元均出现较大幅度下跌。

在即期交易方面，12美元兑人民币即期汇价收报6.3703，较前一交易日微幅走高9个基点或0.01%；100日元兑人民币即期汇价收报8.0113，上涨46个基点

或0.06%。海外无本金交割远期外汇(NDF)市场方面，1年期美元兑人民币远期汇价12日交投在6.41附近，与前一交易日相比无显著变化。分析人士表示，近期美元指数围绕82点一线宽幅振荡，日元强势特征也较为显著。在当前人民币汇率弹性显著凸显的背景下，人民币对美元、日元汇率水平将继续在基本稳定的基础上保持宽幅波动，阶段性走弱或走强有望交替出现。（王辉）

■ 新债定位 | New Bonds

12附息国债11			预测中标利率区间【2.08%,2.20%】		
债券期限	1年	招标数量	260亿元(可追加)	计息方式	固定利率
付息频率	到期兑付	招标方式	混合式	招标日	6月13日
起息日	6月14日	上市日	6月20日	手续费率	0.05%

中金公司：短期国债的需求主要与资金面相关，预计本期债券有刚性需求的支撑。从免税角度考虑，国债收益率吸引力不是很高。不过由于手续费影响5bp，预计本期债券中标利率在2.13%-2.17%之间，需求较强的投资者可以在2.08%-2.17%之间分价位投标，博弈边际投资者可以考虑2.18%-2.20%之间标位。中银国际：目前市场上1年国

今年首期地方债 15日招标

财政部12日公告，将于6月15日代理招标发行2012年地方政府债券(一期)。本期债券为3年期固定利率附息债，计划发行面值总额为206亿元，其中青岛、广西、海南、重庆、陕西、新疆、甘肃省(区、市)额度分别为7亿元、35亿元、20亿元、31亿元、42亿元、36亿元、35亿元。各省(区、市)额度以2012年地方政府债券(一期)名称合并发行、合并托管上市交易。本期地方债通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行。

时间安排方面，本期地方债6月15日招标，6月18日开始发行并计息，6月19日发行结束，2012年6月21日起上市交易。各交易所交易方式为现券买卖和回购，上市后可以各交易场所间相互转托管。本期地方债利息按年支付，每年6月18日(节假日顺延，下同)支付利息，2015年6月18日偿还本金并支付最后一年利息。本期债券采用单一价格荷兰式招标方式，标的为利率，全场最高中标利率为本期债券的票面利率，发行手续费率为承销面值的0.05%。（王辉）

可转债随股市回调

因股市走势羸弱，且近期估值提升较明显，周二交易所可转债多数出现回调整理，但整体表现依然好于正股。

周二沪深两市正常交易的18只可转债中6只上涨、10只下跌、1只收平。上涨品种中，深机转债以上涨0.28%占据涨幅榜首。得益于电力股强势的推动，国电转债成交活跃，全天上涨0.25%，涨幅居次。另外，歌华转债小涨0.17%，跻身涨幅前三。相比之下，当天下跌的转债更多且跌幅更大。自上市以来表现抢眼的恒丰转债延续回调，周二净价下跌0.96%，跌幅居首。工行转债紧随其后，下跌0.33%。因此此次降息实质为非对称，利差收窄对银行影响较为明显，工行转债连日来下跌明显。中行转债周二亦下跌0.18%。另外一只大盘转债石化转债则下跌0.27%。尽管沪深可转债下跌者居多，但整体表现依然好于正股。数据显示，周二18只可转债正股中只有2只上涨。

得益于债底提升和质押回购，近段时间转债市场表现较为强势，估值水平出现较明显的提升。有市场人士指出，近两周转债的上涨可能已经超出了这两大利好带来的涨幅，而且并未反应近期股票下跌的负面影响，部分品种价格已部分反应了对未来正股上涨的预期。目前市场环境并不支持转债持续保持与正股背离的走势，因此短期转债市场可能面临调整，但下跌空间也不大。（张勤峰）

“政府支持”概念受捧 首期铁道债中标利率低企

□本报记者 王辉 上海报道

铁道部12日招标发行了2012年第一期中国铁路建设债券。发行结果显示，本期发行总额200亿元、期限为10年的固息铁道债，中标利率为4.30%，显著低于二级市场水平

与此前一些机构的预期。交易员透露，本期铁道债有效投标总量390.4亿元，20家机构参与投标，19家中标，对应认购倍数为1.95倍，边际倍数为1.24倍。相较于二级市场4.45%的收益率水平，实际中标利率低于二级市场约15个基点。

分析人士表示，铁路建设在政策面和资金面的多重因素支持

私募债券短期内将迎来较快发展

□中信证券固定收益部 韩冬 杨丰 吴闻 曹巍

5月22日，上海证券交易所和深圳证券交易所同时公布中小企业私募债券业务试点办法、业务指引以及登记结算实施细则。6月8日，上交所发布公告，首单中小企业私募债券成功发行，发行人为苏州华东镀膜玻璃有限公司，这标志着中国式高收益债市场正式起航。

以美国等发达国家高收益债市场为借鉴，以监管层拓展中小企业融资渠道的意图为动力，以企业类债券市场的蓬勃发展为依托，国内高收益债市场的推出显得顺理成章。从交易所公布的规范性文件看，国内中小企业私募债券市场的框架基本确定，未来的快速发展值得期待。

备案发行和产品结构凸显融资便利，信息披露简易降低融资成本。

根据试点办法要求，中小企业私募债以备案方式发行，试点期间，发行人应符合工信部标准、且未在两大交易所上市的中小微企业。上交所和深交所只对备案材料进行完备性核对，备案材料完备的，自接受材料之日起10个工作日内出具《接受备案通知书》。发行人取得《接受备案通知书》后，应当在6个月内完成发行，因此发行十分便利，但也对各方中介机构，尤其是承销商提出了更高的要求。

从产品设计上，中小企业私募债券较为灵活，虽然试点期间，期限被限定为1-3年，但可以由两个及以上发行人集合发行，也可以设置附认股权或可转债条款，尤其是转股条款的设计与目前的PE投资结合更为紧密，可能会拓宽发行人及投资者群体。

从信息披露看，根据试点办法规定，发行人需披露实际发行规模、利率、期限以及募集说明书等文件，并在存续期间及时披露可能影响其偿债能力的重大事项等。从披露内容看，明显少于公募债券，但较同类私募产品(除信托产品外)严格。

投资者范围明确且广泛，投资者保护措施合理且新颖。

根据试点办法规定，上交所中小企业私募债券投资者包括合格机构投资者和合格个人投资者，深交所则为合格机构投资者。合格机构投资者涵盖了债券市场主要的投资者类型，但是由于商业银行

和保险公司所受监管仍然相对严格，证券公司、信托、私募基金企业法人及合伙企业等传统的高收益产品需求方将成为主要投资者。另外，商业银行理财由于成本刚性与可配置资产缺乏的矛盾，可能会将少部分资产配置于中小企业私募债券，存在一定需求。对于市场化程度较高的基金公司，尤其是封闭式基金对中小企业私募债券的需求可能也会比较大。

对于投资者权益保护，除受托管理人条款之外，试点办法还对偿债保障基金专户、约定采取限制股息分配措施及其他内外部增信措施进行了规范。与同类产品相比，中小企业私募债约定采取限制股息分配措施的规定较为新颖，与美国高收益债的限制性条款与偿债能力约束条款较为接近。其实，除了股息分配措施的限制外，还可以对偿债指标、并购或控制权转移、信用评级下降时提高票息收益率等进行约定和限制，其最终目的主要是限制企业盲目扩张增加债券投资者的风险，当然具体的措施完全取决于投资人与企业的约定。通过外部增信来提升偿债能力可能将成为控制信用风险、保护投资者权益的主要措施之一，试点办法中明文鼓励创新型的内外部增信方式，预计随着中小企业私募债的发展，增信措施将呈现多元化趋势。

交易转让限制制约流动性，高收益特性提升投资价值。

合格投资者可通过上交所固定收益证券综合电子平台、深交所综合协议交易平台或证券公司转让私募债券。上交所规定私募债券单笔交易数量不低于面值5万元，深交所规定私募债券单笔交易数量不低于面值50万元。由于企业资质较低，定向私募以及对交易转让的限制等因素，中小企业私募债券的交易可能会较为冷清，投资者可能主要以持有到期为主。

从发行定价看，目前中小企业集合票据的主体信用评级多在BBB-到A+之间，预计中小企业私募债首批发行人可能为同类企业中资质较好的企业，并且寻求相对有效的信用增进措施。对比乐视网创业板私募债9.99%的发行利率(期限2+1年)以及2012年1-4月份集合信托9.42%的平均年预期收益率(平均期限1.66年)，预计首批中小企业私募债的收益率范围在9%-15%之间。前面已经提及的华东镀膜私募债券(2年期)，其发行利率为9.5%，基本在我们所

预计的区间之内，这与当前同期限公募债券3.0%-6.0%的收益率相比，具有明显的收益率优势。

市场发展潜力较大，推动产品设计、投资策略和投资者的多元化。快捷的备案发行制度和较强的融资需求使得中小企业私募债券市场发展潜力巨大，而根据证券业协会的消息，已有21家提交了完整的承销业务申报材料。据了解，每家券商已经提前储备了一定的项目资源，预计短期内私募债券将迎来较快发展。

对比美国高收益债市场，在1990年SEC颁布144A规则，取消合格投资者之间转让私募债券的限售期之后，美国高收益债市场快速发展。截至2011年末存量规模达1.5万亿美元，以此为参照，处于起步阶段的国内中小企业私募债券未来的发展潜力较大。但试点期间，将中小企业私募债券发行人的范围限制在工信部划定的中小微企业之中，这对中小企业私募债券长期发展可能存在一定影响，经过试点期间的积累如果能在未来扩大发行人范围则发展空间会更大。从未来趋势看，中小企业债券市场的发展有利于推动产品设计、投资策略和投资者的多元化。

其一，中小企业私募债券市场的发展使基于此类债券的二次产品设计成为可能。由于中小企业私募债券能获得高收益，非常适合二次产品开发。从经验看，比较典型的二次产品设计就是资产证券化和TOT(Trust of Trust)等，但无论是哪种模式，关键的还是基础资产的收益率是否有足够吸引力，并且基础资产是否有足够的规模和分散度。中小企业私募债的收益率应该会明显高于贷款利率，适合进行二次产品开发，目前唯一不确定的是发行数量 and 规模是否足够大，使得投资者可以获得足够分散和足够规模的债券进行设计，因此随着市场规模的逐步放大，相应的二次产品设计将会带来有足够吸引力的产品。

其二，中小企业私募债券市场的发展使得以控制信用风险、持有到期为主的高收益债券投资策略成为可能。目前来看，国内债券投资策略大多是建立在对利率风险的判断基础上来获取较高收益的，而中小企业私募债券由于单只规模较小、收益率接近10%的水平、期限在1-3年内等特征，为我们提供了构建分散化、持有到期投资组合的机会。投资者在构建类似组合时对利率风险的关注度相对较低，对信用风险的控制和管理尤为重要，因此精选个券、充分分散化、独立评级体系至关重要。

其三，中小企业私募债券市场的发展可能推动高收益私募基金的

中小企业私募债券与其他私募产品的对比(备案发行)				
	中小企业私募债券	创业板私募债券	非公开定向债务融资工具	集合资金信托计划
主管机构	上海深交所	证监会	银行间市场交易商协会	银监会
启动时间	2012年5月	2011年11月	2011年4月	2007年1月
主要规定	《上交所中小企业私募债券业务试点办法》《深交所中小企业私募债券业务试点办法》	《公司债券发行试点办法》《证监会公告[2011]29号》	《非金融企业债务融资工具管理办法》《非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》	《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》
发行制度	备案制	审核制	注册制	备案制
发行方式	非公开发行	非公开发行	非公开发行	非公开发行
发行主体要求	符合《关于印发中小企业划型标准规定的通知》规定的、未在上海股交所上市的中小微型企业，暂不包括房地产企业和金融企业	创业板上市公司；最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债每一年的利息	具有法人资格的非金融企业	无特别要求
条款设计	期限1年(含)以上，发行利率不得超过同期银行贷款利率的3倍；若在上交所发行，期限还需不超过3年	期限在1年以上	无特别规定	期限在1年以上
受托管理人	有	有	无特别规定	有

资料来源:根据相关法律法规整理,中信证券固定收益部