

债市外部条件依然偏多

10年期续发国债获积极认购

□本报记者 王辉 上海报道

财政部24日续发招标了今年第十五期记账式附息国债。招标结果显示,本期剩余年限为9.83年的10年期固息国债中标参考收益率为3.5348%,符合市场预期,认购倍数则达到了1.94倍。分析人士表示,尽管当日公布的10月份汇丰PMI初值创出49.1的近3个月新高,但实体经济复苏势头整体依然较弱,此外,通胀压力持续缓解、资金面预期改善等因素也都对债市向好提供了稳固支持。总体来看,主流机构对于利率债的配置需求依旧稳固,四季度债市收益率水平上行动力较小。

配置需求依旧较强

2012年第十五期记账式付息国债为10年期固息品种,票面利率为3.39%,起息日为8月23日。9月19日,财政部就本期国债进行了首次续发行招标,中标价格99.30元,认购倍数1.67倍。

发行结果显示,24日续发行的本期国债中标价格为99.4217元,

对应发行参考收益率3.5348%。交易员的消息进一步显示,本期国债全场认购倍数1.94倍,边际倍数4.21倍。首场260亿元招标结束后,本期债券又获得1.4亿元追加,最终实际发行量达到261.4亿元。

此前机构给出的中标利率预测区间在3.50%至3.55%左右,实际中标利率符合预期。而相较于当前二级市场3.55%附近的收益率水平,本期续发国债加上手续费率后,收益率基本与二级市场持平。

国泰君安交易员胡达称,近期经济数据不错,但就此判断宏观经济筑底复苏无悬念之过早,基本面对市场并不构成太大影响。就10年期国债而言,虽然一些机构从技术角度认为10年期国债当前的收益率水平有向3.60%附近靠拢的动力,但对于配置型机构来说,3.55%左右的收益率完全可以接受。

国海证券分析师高勇标表示,四季度利率产品可能更适宜于采取持有策略,当前债市主流机构配置需求依旧旺盛。考虑到10年期国债3.50%以上的收益率依然有较明显的配置价值,此次

10年期续发国债获得市场积极响应也在情理之中。

值得注意的是,受月末因素、25日商业银行准备金常规缴准等影响,24日市场资金利率涨势明显,交易员称当日四大行不再出钱,市场资金面较前几日明显有所趋紧。从资金面的角度来看,本期续发国债的招标结果无疑更显市场心态平稳。

收益率上行动力有限

9月下旬以来,伴随经济筑底、通胀回升、资金收紧的利空冲击被市场消化,债市触底后迅速回升,总体上延续了强势运行格

局。而在市场收益率快速走低后,谨慎情绪也再度出现。不过,此间多数机构普遍认为,四季度流动性回暖有望持续,而宏观经济、通胀等基本面对利率债的影响则会较为中性,综合来看,债市外部条件依然偏多。

高勇标表示,汇丰PMI指数持续走高,虽然使得市场对于宏观经济复苏的预期正有所乐观,但另一方面,国庆节后商业银行资金面持续改善,加上前期市场对于四季度通胀抬升的忧虑更多是季节性因素的体现,因此债市的外部环境依然有利。

对于未来债券市场的运行格

局,中金公司指出,尽管经济和通胀都已经阶段性筑底,但未来一段时间回升的力度预计都会较弱,而债市在三季度基本面有利时已经提前出现了调整,所以除非经济或通胀出现超预期的上行,否则债券收益率继续上升的动力并不强。

长江证券、南京证券等机构也认为,宏观经济与政策对四季度债市的影响在削弱,未来较长时间内基本面对利率债的影响将会较为中性,而资金面与市场供求的变化将继续驱动收益率曲线的变化,预计利率产品收益率将呈现震荡走势。

下半年以来部分中长期国债招标结果

名称	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标利率(%)	中标价格	实际发行总额(亿元)	认购倍数
12附息国债10(续发)	2012-7-11	7	价格		101.2100	322.60	1.77
12附息国债09(续2)	2012-7-18	10	价格		101.2700	326.20	1.74
12附息国债13	2012-8-1	30	利率	4.1200		280.00	1.34
12附息国债10(续2)	2012-8-8	7	价格		100.4700	300.00	1.31
12附息国债14	2012-8-15	5	利率	2.9500		300.60	1.27
12附息国债15	2012-8-22	10	利率	3.3900		300.00	1.35
12附息国债16	2012-9-5	7	利率	3.2500		300.00	1.47
12附息国债15(续发)	2012-9-19	10	价格		99.3000	303.30	1.67
12附息国债18	2012-9-26	20	利率	4.1000		280.00	1.18
12附息国债16(续发)	2012-10-10	7	价格		99.3300	266.70	1.64
12附息国债15(续发)	2012-10-24	10	价格		99.4217	264.10	1.94

供给冲击有限 信用债中期依然看好

□海通证券 姜金香

近期市场投资者对信用债市场的态度有所逃离。原因之一,是投资者担心在银行信贷受到约束的情况下,信用债是否会成为信贷的替代工具而供给源源不断,进而导致信用债发行利率高企、二级市场收益率走软?对此,我们的答案是肯定的。

社会融资总量数据显示,今年直接融资中的企业债券净融资量持续在1500亿以上,特别是7-8月份达到2500亿左右,从其自身供给来看增幅明显,但是与新增信贷相比,仍然是较小的融资渠道。贷款占比60%乃至以上,债券融资占比约20%。如果说银行由于上一轮4万亿后遗症逐渐显现的顾忌,同时受到资本充足率及贷存比的限制,信贷放量受到约束,那么,债券融资是否能成为第二条继续催生投资拉动通往经济复苏的罗马大道?我们对此深表怀疑。

从宏观基本面来看,今年的经济环境比前述三年都低迷,且自2011年三季度以来经济下降已经持

续了近一年的时间,企业的盈利状况不佳使得融资需求并不旺,这与往年控制信贷抑制需求有很大不同。

在逻辑上,企业发债源于扩张性生产的占比缩小,主要是现金流的刚性需要。如还款、维持现有经营等)以及地方政府可能投资冲动带来的融资需求。由于企业在融资受到盈利前景的约束时会自动收缩发债成本和发行量,因此关键是后者,即城投公司。城投公司对发债成本的敏感性比较低,甚至不惜高成本不发债,这是供给最大的不确定点。

那么,城投公司是否会形成恶性竞相发债呢?我们认为这条路径比任何其他选择都更加危险而不可行。

首先,债券融资是透明度较高的融资方式,与贷款、信托、委托贷款等其他渠道相比,社会影响面更广,且一旦出现问题最不易掩盖和隐瞒,不良后果严重。

其次,城投公司背后是政府的隐性信用,且是债券市场中发行规模最大的主体,很容易引爆系统性政府信用危机。特别是在地方融资平台问题尚未彻底整治的基础上,

2011年由于地方融资平台不能按时还贷而引发的债市大恐慌仍历历在目,城投公司信用牵涉整个债市的融资,一旦出问题,则系统性的债券融资渠道将被堵死。

第三,债市的安全边际很低,是最容易引爆的渠道。目前债券市场的投资者仍然主要集中在银行、保险、基金等大投资机构,其他投资者的培育仍需假以时日,市场容量有限,信用债投资者的资金量相对有限,且近期扩张不会很快。个人投资者对债券品种投资价值的认识还需要一个过程,在债券市场分割不能参与的情况下,通过购买债基来参与会是一个很好的渠道。这也是今年出现的好现象),但总量上增幅有限。而国外最重要的资金如企业年金、社保基金、养老金等才刚刚处于试点进入债券市场的阶段。今年3月经国务院批准,全国社会保障基金理事会受广东省政府委托,投资运营广东省城镇职工基本养老保险结余资金1000亿元。预计在制度改革并未见明确转向之前,试探性小额逐步介入债

市仍是最可能的方式,因此,债市容量暂时仍不可能期待太多。

另外需要指出的是,我们认为债券并不能成为支持固定资产投资的主要资金来源,其主要资金渠道是自筹。从统计局公开的数据解释上,自筹资金主要是指建设单位报告期内收到的,用于进行固定资产投资的上级主管部门、地方和企、事业单位自筹资金。经过相关咨询,目前自筹资金主要包括信托融资、过桥贷款以及公司之间的资金支持,特别是经常存在母公司贷款拆借给予子公司、房地产基金以及其他的民间资金渠道。数据显示,目前自筹资金在固定资产投资中的占比已经高达68%,这是贷款和国家预算内资金(占比小)所不能比拟的。

综合上述分析来看,信用债发行的数量和发行成本不会出现失控的恐慌性上升。基于中期经济即使上升也会非常缓慢的判断,我们认为四季度债市投资环境不必过于悲观,在对CPI缓慢上行及信用债供给冲击逐渐消化之后,债券市场特别是信用债的中期行情依然值得看好。

10月企业债发行规模创六个月新高

尽管10月份因国庆长假因素较正常月份少了五个工作日,但统计显示,本月企业债发行规模将至少超过500亿元,创下今年5月以来的最大单月发行量已成定局。

10月24日,黄石市城市建设投资开发公司、苏州城市建设投资发展有限责任公司双双发布公告,定于25日起分别发行12亿元和20亿元企业债。张家口建设发展集团有限公司也于同日公告称,定于26日起发行6亿元企业债券。根据WIND资讯截至25日的统计,公告在10月份发行企业债的公司已达49家,发行规模达到541亿元。考虑到月底

前还有四个工作日,这一发债规模有望继续扩大。

下半年以来,在国家稳增长力度加大、直接融资受到鼓励的背景下,企业债发行呈现稳步攀升趋势,9月份企业债发行规模已由6月的245亿元增至473.3亿元。而随着项目投资加速,加上资金面从9月下旬持续好转并带动信用债收益率下行,企业发债热情继续高涨。分析人士表示,预计未来一段时期信用债发行规模仍有望维持高位,但不会对债券市场造成整体冲击,信用债行情中期依然值得看好。(葛春晖)

中石化今发50亿超短融

中国石油化工股份有限公司24日公告称,定于2012年10月25日发行该公司2012年度第五期超短期融资券。

本期超短期融资券发行金额50亿元,期限90天,采用固定利率方式,按面值发行,发行利率通过簿记建档、集中配售的方式最终确定。时间安排上,簿记建档日暨发行日为2012年10月25日,缴款日、起息日为2012年10月26日,交

易流通日2012年10月29日,付息日、兑付日2013年1月24日(遇节假日顺延至后一工作日)。中国工商银行为主承销商,中国农业银行为联席主承销商。

本期超短融无担保。经联合资信评估有限公司综合评定,公司的主体长期信用等级为AAA级。中石化表示,本期超短融募集资金拟全部用于满足公司本部的流动资金需求。(张勤峰)

■外汇市场日报

市场期待日本央行行动 美元兑日元徘徊于三个月高位

□南京银行 蒋献

周三,市场期待日本央行能下周的货币政策会议上进一步推出货币宽松政策,以激励日本经济的成长,并对全球经济增长带来影响,美元兑日元在三个月高位附近徘徊。

亚洲交易时段,美元兑日元较周二纽约尾盘下跌0.1%至79.81位置,最新报79.75;欧元兑美元持稳在1.2986位置。而最新公布的德国10月Ifo商业景气指数自101.4下降至100.0,略低于市场预期101.5,为连续第6个月下滑,德国经济前景令人堪忧,欧元兑美元最新下跌至1.2934附近。

周二纽约交易时段,穆迪下调了西班牙五个地区的信用评级,导致西班牙借贷成本上涨;同时,法国制造业景气指数跌至两年以来最低,引发市场对法国经济的担

忧,加上美国股市的下跌等悲观因素出现,市场对全球经济成长放缓表示忧虑,市场风险情绪上升,风险偏好减弱。欧元兑美元一度触及1.2950的10月16日以来最低水准,尾盘下跌0.6%至1.2982。

从技术面角度看,欧元兑美元最近支撑位在1.2825的200日均线位置,若被突破,下一支撑位在1.2802的10月1日低位;最近阻力位在1.3139的10月17日高位,若被突破,则下一阻力位在1.32整数关口。近一段时间以来,支撑欧元涨势的是市场对西班牙将寻求救助的猜测,因为这一举措将激活欧洲央行购债计划,不过因西班牙何时寻求救助存在不确定性,欧元涨势受限。市场焦点转向美联储已经开始举行为期两天的货币政策会议声明,尽管市场认为本次会议不会出台有关政策,但会议声明仍可能对市场产生影响。

人民币市场价将逐步向中间价趋近

□韩会师

美元兑人民币从7月6.40附近的高位一路下滑至当前的6.25左右,且中间并未经历明显的阶段性调整。似乎刹那之间,市场情况已发生了180度的大逆转。8月之前尚有不少舆论在猜测人民币是否已经走上大幅贬值的道路,而当前人民币是否会再度大幅升值又成为关注的焦点。

无论是前期的人民币贬值预期还是目前的升值预期,都存在较强的非理性成分。正如央行所言,人民币汇率已经接近均衡水平。笔者认为,在当前国内外宏观经济形势下,人民币大升或者大贬都是极小概率事件。目前人民币的升值冲动很大程度上是对前期过度看空的纠正,并不预示趋势性的升值前景。

9月之前,特别是在5-7月,尽管人民银行中间价基本围绕6.32做窄幅波动,维护市场稳定的意图明显,但强烈的人民币贬值预期直接导致结汇意愿下降,而购汇需求大幅上扬,美元兑人民币成交价持续大幅高于中间价成为即期市场的重要特点。

然而经过人民银行与市场数月的交锋,市场逐渐对中间价将随市场预期大幅调整失去了信心,再加上2、3季度对外贸易顺差的迅速积累,前期持有大量美元多头的投资者面临了巨大的风险:一旦中间价始终坚持“维稳”,或者高水平顺差推高人民币,那么前期建立的美元多头就会遭受巨额损失。此外,企业在四季度临近的情况下,为年底的生产经营筹措资金,以及准备年终结算的压力将逐渐增大。多因素作用下,即期市场的结汇意愿开始上升,从而逐步推高了人民币汇率。在中间价保持稳定的背景下,9月3日之后,最终形成了市场成交价持续在中间价下方运行的格局。

由于前期市场积累了大量的美元多头,在人民币贬值预期逐渐消退的背景下,后市的平仓压

力仍然较大,因此人民币的强势仍会维持一段时间。但这并不意味着人民币就此重回趋势性升值轨道。

尽管市场成交价自7月以来持续升值,但中间价却并未摆脱基本稳定的总体格局,目前的中间价与年初的开盘价几乎持平。这并不令人感到意外。首先,尽管我国对外贸易顺差快速积累,但这主要是为了国内经济活力下降导致进口需求增速下滑较快造成的,今年全年出口增速仍很可能维持在个位数。在欧债危机前景仍不甚明朗,美国不得不启动QE3维持经济平稳复苏的国际大环境下,明年的外需市场仍然面临较大的不确定性,重启人民币升值步伐的时机并不成熟。其次,我国经济增速下滑已是共识,通过促进进出口稳定经济增长是当前重要的宏观经济调控目标。为实现此目标,多部委今年推出一系列财税金融政策刺激出口增长,如提高出口退税额度、缩短出口退税周期、扩大出口信保覆盖范围、降低海关收费标准等。在政策大环境不变的前提下,重新将人民币推到升值轨道,很容易将其他政策给予出口企业的让利侵蚀掉,这无疑是和其他的出口促进政策唱反调。

对于央行而言,无论是人民币过强的贬值预期,还是过强的升值冲动都并非好事。人民币趋近均衡后,理想的双向波动格局是中间价在一定的范围内维持基本稳定,市场价围绕中间价上下波动,这也是稳定市场情绪、为微观企业运行提供良好外部环境的客观要求。根据目前的外汇市场管理机制,只要中间价稳定在6.30附近,成交价就会被约束在6.23上方,待前期过度积累美元多头得到有效释放之后,市场价料将逐步向中间价趋近。而市场价实现围绕中间价波动“正常化”之日,才是人民币下一阶段趋势性走势的起点。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

央行今日或开展 7天和14天逆回购

据银行交易员称,央行周三上午继续就正、逆回购进行询量,公开市场一级交易商可同时上报91天正回购以及7天、14天逆回购需求。交易员预计,央行25日将在公开市场开展7天、14天逆回购操作,与周二的7天、28天逆回购组合形成期限错配,将以集中到期逆回购平滑波动至未来各周。

本周二(23日)央行开展了两期逆回购操作,包括7天与28天期,交易量共计910亿元。Wind统计显示,本周(10月20日-10月26日)公开市场将有190亿元央票到期,无正回购到期,有4050亿元逆回购到期;若考虑央行周二进行的910亿元逆回购操作,则截至目前,本周还剩下2950亿元的资金缺口,加之三季度企业所得税清缴影响显现,交易员预计周四央行或适度提高逆回购操作力度。

此外,在逆回购期限结构方面,交易员预计央行将延续上周操作安排,即周二使用7天、28天逆回购,周四则使用7天、14天逆回购,以期到期逆回购分散平滑至未来第一、第二和四周,避免未来到期逆回购过于集中。(张勤峰)

信达资产拟29日 发行100亿金融债

中国信达资产管理股份有限公司24日发布公告称,将于10月29日发行2012年公司金融债券,发行总规模不超过人民币100亿元。本期债券分为两个品种,其中品种一为三年期固定利率债券,品种二为五年期固定利率债券,各计划发行50亿元,引入回拨机制。

本期债券将由主承销商组织承销团,通过簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行。信达证券作为本期债券的主承销商及簿记管理人,管理簿记发行过程。日程安排方面,簿记建档日为10月29日,发行期限为10月29日至11月2日,11月2日缴款截止并起息。本期债券每年付息一次,付息日为存续期内每年的11月2日(遇节假日顺延)。

经中诚信国际综合评定,发行人主体信用等级为AAA,本期债券的信用等级为AAA。

财务信息显示,2009年-2011年,信达资产资产负债率分别为72.39%、71.63%、74.98%;平均净资产收益率分别为72.39%、71.63%、74.98%。

发行公告指出,本期债券属于金融资产管理公司发行的、本金和利息的清偿顺序等同于金融资产管理公司一般负债,但优先于金融资产管理公司股权资本的金融债券。据业内人士表示,本期债券是今年以来首只由非银行、券商和保险金融机构发行的金融债券。(张勤峰)

资金面趋紧 债市短期承压

□第一创业投资顾问部

最近两周均有巨额逆回购到期,至目前公开市场一直呈现净回笼态势,周三又是三季度税收清缴日,多重因素使市场利率大幅攀升,资金面再现偏紧态势。周三,银行间隔夜和7天拆借利率分别大幅上行42BP和24BP,至2.76%和3.15%,成交较前一交易日萎缩近两成。

当日公布的10月汇丰PMI数据回升,令经济触底预期增强,利率债中长端承压,资金面收紧也压制了短端收益率的下降,利率债整体表现较为疲弱,10年期国债开行政策性金融债收益率上升2BP至4.35%附近。受数据利好及股市出现小幅反弹影响,信用债

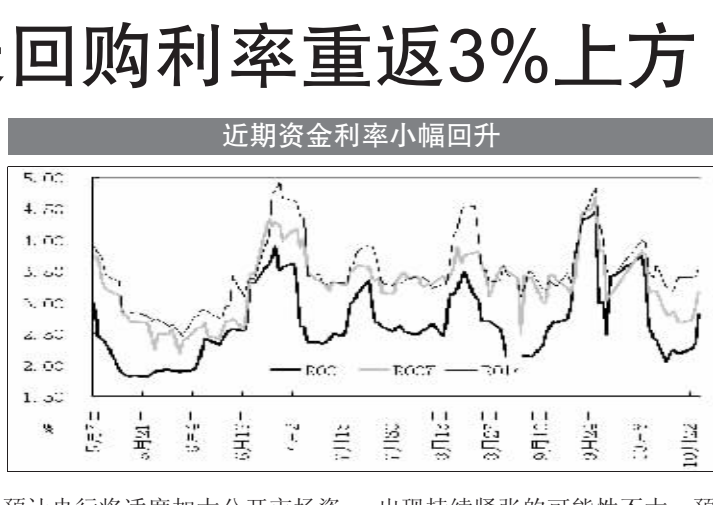
多呈小幅走高态势,除中低评级信用债由于具有较高的绝对收益仍然成为机构配置的主要品种外,其他品种交投较前一交易日明显萎缩。短融收益率小幅波动,12电网CP004收益率小幅上行1BP至4.12%;中票交投依然低迷,12邮科院MTN1平均收益率下行1BP至5.31%。企业债交投相对活跃,12芜湖建投债02收益率大幅下行至7.01%,交易所10楚雄债上行3BP到期收益率为6.79%。

三季度宏观经济数据显示经济触底迹象更为明显。周三公布的10月汇丰PMI升至49.1,创下3个月以来新高,虽然仍低于50的荣枯分水岭,显示中国制造业仍面临困境,但指数连续两个月的稳步反弹,一定程度上也佐证了

款回笼作用更加凸显,与逆回购到期因素形成叠加冲击。早盘开市后,资金需求即十分旺盛,供给则十分稀少,全天质押式回购市场各期限资金利率全线上扬,尤其是中短期品种上行幅度突出。其中,隔夜品种加权利率上涨46bp至2.82%,7天品种上涨25bp至3.17%,为本月15日以来首次回到3%上方。中期品种方面,14天、21天回购利率分别上涨12bp和33bp。此外,1个月品种也上行达66bp,最新加权利率报4.04%。

市场人士表示,面对巨量逆回购到期与财政存款上缴叠加冲击,短期资金面面临一定考验,但

经济触底的可能性,并缓解了部分投资者对于经济硬着陆的担忧。在经济基本面改善背景下,债券市场将继续承压。首先,基本面的改善使投资者风险偏好情绪升温,股市虽然并未呈现趋势性反转,但低位承接力度在不断增强,资金有向股市流出迹象;其次,近期央行7天逆回购中标利率仍稳定在3.35%,在市场资金面相对宽松的情况下央行适时回笼货币资金意图较为明显,预计未来资金利率在央行引导下将适度回升,对短期资金面构成压力。此外,近期信用产品扩容节奏相对较快,且估值水平已经不再具优势,使债券



预计央行将适度加大公开市场资金投放力度,且财政存款变化具有季节性特点,11月份将大概率转为财政放款,因此资金面再次

出现持续紧张的可能性不大。预计经历短期扰动之后,资金面将恢复平稳,未来两个月仍具备进一步回暖的动力。