

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。

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疑言之过早，基本面对于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

对发行参考收益率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疑言之过早，基本面对于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之后，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、通胀等基本面对于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升，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于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的态度有所迷离。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，我们的答案是否定的。

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款的限制，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？

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，

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，通过购买债券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存资金1000亿元。预计在制度性改革并未见明确转向之前，试探性小额逐步介入债

市仍是可能的方式，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子公司、房地产基金以及其他民间资金渠道。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。

■交易员札记

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年期国债收益率创出年内新高，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

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出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

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，预计未来资金利率将在央行引导下将适度回升，对短期资金面构成压力。

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存资金1000亿元。预计在制度性改革并未见明确转向之前，试探性小额逐步介入债

市短期内仍然面临一定调整压力，但收益率大幅上行的可能性较小。短期看，高评级信用债估值水平处于历史中值，调整压力相对较小；高收益信用债中不存在违约风险的个券具有一定配置价值，仍可适度关注。

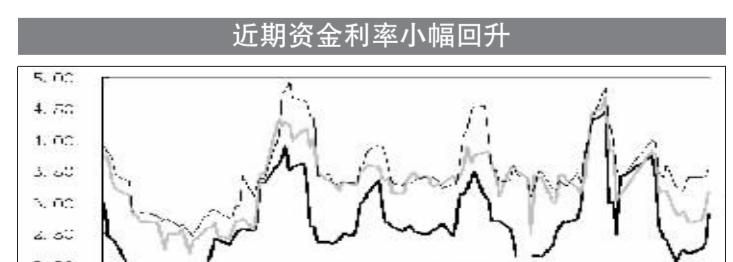


资金利率全线上行 7天回购利率重返3%上方

□本报记者 张勤峰

周三，货币市场继续笼罩在紧张气氛之中，各期限资金利率全线走高，短端上行幅度明显，其中7天回购利率时隔7个交易日再次回到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



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。

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、苏州市城市建设投资发展有限公司双双发布公告，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，这一发债规模还有望继续扩大。

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，企业债发行呈现逐步攀升趋势，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希望维持高位，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级别为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，市场期待日本央行在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，并对全球经济成长带来影响，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。

<p