

央行公开市场操作连续八周净投放

央票发行利率或继续走高

□本报记者 王辉 上海报道

央行1月6日发行了10亿元3个月央票，发行利率如期进一步上行16.21BP；同时，本周央行实现了连续第8周资金净投放。分析人士表示，尽管央票发行利率经过近两周的上调，上行幅度已超过了2010年12月25日第二次加息的幅度，但未来仍有进一步走高的要求。此外，预计春节前央行在公开市场仍将延续资金净投放。

本周公开市场净投放160亿元

公告显示，央行1月6日发行了10亿元3月期央票，2.1777%的参考收益率较上期再次走高16.21个基点，当日

央行未进行正回购操作。当日公开市场操作情况基本符合此前预期。

统计显示，本周公开市场到期资金180亿元，为2011年1月到期资金最少的一周。在周二、周四分别发行10亿元1年期央票和10亿元3月期央票后，本周央行在公开市场实现连续第8周资金净投放，净投放规模160亿元。至此，近8周来央行在公开市场合计净投放资金3570亿元。

伴随本周公开市场净投放，市场资金面也在逐步转向宽松。1月6日，银行间质押式回购隔夜加权平均利率为2.1745%，较5日下滑50BP；7天期品种则下降10BP至3.0859%。招商证券分析师彭文静认为，隔夜回购利率的大幅下降，主要

原因是随着元旦后资金面的纾解，主流机构在隔夜资金的融出上较为积极。不过，虽然7天期回购利率本周持续下跌，但预计春节前多数时间内都将在3%以上水平运行。

值得注意的是，公开市场下周到期资金量为1100亿元，较本周的180亿元环比有大幅增加。上海一本地券商交易员表示，历年春节前两三周央行都将净投放两三千亿元资金以保证春节期间资金的充裕，因此，尽管下周公开市场到期资金量大增，但央行仍可能继续进行“微量操作”。

央票发行利率或继续攀升

自央行2010年12月25日进行第二次加息以来，3月央票发行利

率较加息前的1.1831%已累计提高了36.46个基点，1年期央票发行利率则上升27.30个基点。各期限央票发行利率上涨幅度，均超过了存贷款基准利率25个基点的上调幅度。不过，对于下周央票发行利率是否会继续上行、发行规模是否出现放量，市场尚未形成一致预期。

经历连续两周上行后，央票一二二级市场利率的倒挂情况依然较为严重，央票发行利率与同期限市场短期拆借、回购利率相比也依旧偏低。

截至6日，二级市场3月期央票收益率水平交投在3%附近，与一级市场发行利率仍有80BP左右的利差。而6日银行间市场3个月拆借利率的加权平均利率更高达

4.406%，在与短端市场资金利率的对比上，3月期央票利率显然仍有上升要求。

彭文静则指出，为提高今年上半年公开市场资金调节的灵活性，3月期央票与正回购将有望充当公开市场操作的主力品种。而目前3月期央票的发行利率水平显然根本不具备“放量”的基础。结合目前央票利率一二二级市场间仍存在较大幅度倒挂，春节前几周内央票发行利率仍可能继续走高。

与此同时，彭文静强调，央票发行利率的上行并不会加大市场对于加息的预期，原因在于，主流机构对于央票发行利率进一步向市场利率靠拢已有较为充分的预期。

■ 新债定位 New Bonds

11农发01 预测中标利率【3.57%, 3.67%】

债券期限	3年	发行规模	150亿(可追加)	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标时间	2011/1/7	招标方式	单一利率(荷兰式)
起息日	2011/1/12	缴款日	2011/1/12	手续费	0.05%

11农发02 预测中标利差【-10bp, 0bp】

债券期限	5年	发行规模	150亿(可追加)	计息方式	浮息(基于3M Shibir)
付息频率	按季付息	招标时间	2011/1/7	招标方式	单一利差(荷兰式)
起息日	2011/1/13	缴款日	2011/1/13	手续费	0.10%

中银国际：11农发01期限较短，综合考虑资金面及市场需求情况，预计中标利率将略低于理论水平。建议积极的投资者在3.61%-3.64%投标，相对保守的投资者在3.65%-3.68%投标。近日5年左右以3个月Shibor为基准的浮息金融债利差-3bp左右。预计11农发02最终票面利差接近二级市场水平。建议积极的投资者在(-4bp)-(-1bp)投标，相对保守的投资者在0bp-4bp投标。

中金公司：11农发01期限符合银行配置需求，预计中标利率在3.57%-3.61%，考虑手续费返还，实际收益率会提高约2bp。配置需求较强的投资者可在3.52%-3.61%分价位投标。Shibor全年都将保持在高位，Shibor浮息债仍是最佳配置价值品种。预计11农发02发行利差将进入负值区间，但取决于中标利差的下限标位，预计中标利差在(-10bp)-(-6bp)，配置需求较强的投资者可在下限标位投标。

潍坊农信：基于近期债券市场变化和基本面的分析，在考虑本期债券手续费影响后，我们预计11农发01的中标利率在3.65%附近，有需求的机构可在3.63%-3.67%之间分散投标；Shibor-3M的高利率决定了11农发02中标利差可能为负值，在0利差和标位下限的区间内，中标利差将更偏向于标位的下限。

11国开01 预测中标利率【3.89%, 3.97%】

债券期限	7年	发行规模	150亿	计息方式	固定利率
付息频率	半年付息	招标时间	2011/1/7	招标方式	单一利率(荷兰式)
起息日	2011/1/11	缴款日	2011/1/11	手续费	0.10%

11国开02 预测中标利差【55bp, 75bp】

债券期限	7年	发行规模	150亿	计息方式	浮息(基于1年定存利率)
付息频率	半年付息	招标时间	2011/1/7	招标方式	单一利差(荷兰式)
起息日	2011/1/14	缴款日	2011/1/14	手续费	0.10%

国泰君安：目前资金面逐渐回归正常，且年初发债数额有限，机构投资者存在较强购债需求。建议11国开01的投标区间为3.89%-3.95%；11国开02的投标区间为64-72bps。

第一创业：目前资金面明显转暖，短期加息利空基本消化，债市收益率有一定的下行空间。配置需求释放对两期国开债具有支撑。预计11国开01的中标利率在3.92%-3.97%之间，11国开02中标利差在70bp-75bp。

长江证券：预计7年国债国开债的中标利率3.89%-3.94%；7年期1年定存浮息国开债的利差在55BP-60BP。目前市场收益率水平已处于历史较高水平，存在配置需求的客户可在适当标位参与。

海运转债 预测价格区间【125元, 140元】

发行规模	7.2亿元	债券期限	5年	资质等级	AA
票面利率	5年分别为0.7%、0.9%、1.1%、1.3%、1.6%，到期按面值的103%赎回。	转股价格	4.58元/股	转股期间	2011/7-2016/7
转股价格调整	递延10个交易日，增发股本、送发新股、配股以及派发股利	转股价格修正	连续30个交易日中不少于15日的股票收盘价低于当期转股价的80%	赎回条款	每年7月17日-2016/7/17

中金公司：5元左右股价下，预计转债定位在125-130元左右。该转债网下申购需要全额缴款，两大股东都将全额参与优先配售，加上规模小，申购特性偏差。预计中签率为0.16%-0.33%，网下申购预计回报在0.07%左右，年化回报3.6%。目前R007已回落至3%附近，因此具有一定申购价值。

宏源证券：该转债理论价格中枢在117元附近，上市定价在125-128元左右，已经透支了未来的涨幅。预计大股东不会放弃配售收益，假设其他股东参与配售的比例在50%，则剩余可供市场打新的余额仅为1.8亿。网下申购预计回报在0.08%，年化收益4.05%，申购价值一般。

国泰君安：海运转债的估值区间在133-140元。目前回购利率从高位回落，参与资金应明显增加，我们预期总中申购资金约1250亿元左右，网上网下中签率0.2%，申购绝对收益率0.067%-0.081%，收益率尚可，建议投资者参与本次申购。

一月份信用债市场相对乐观

□国信证券 张旭

由于1月份债券的供给、需求均将向着有利于信用债市场的发展方向，信用债收益率下行的概率明显高于上行的风险，因此我们对当月信用债市场相对乐观。根据持有期收益率的分析，我们认为5年期品种的收益较高，且潜在风险较小。

债券供给冲击较小

短融方面，我们采用两种较为激进的方式对短融发行量进行预测，结果显示短融市场在1月份受到供给因素负面影响的概率不大。

首先，最近2周普通短融的发行量为94亿元，如果继续按本速度发行，1月份供给量将达188亿元。假设1月份平均每周发行一只超短融，每只50亿元，则发行量为200亿元。这样，本月全部短融发行量可达390亿元。

其次，从历史数据看，1月份短融发行量通常低于上年12月份。假设2011年1月普通短融的发行量与2010年12月持平，达到276亿元，再加上200亿超短融，发行量也仅为480亿元左右，明显低于2010年短融月均发行量(560亿元)。

我们还注意到，2010年2-4月短融发行量均高于500亿元，但其信用利差并没有上升(反而在下降)，这显示出在资金并不十分紧张时，市场对低于500亿的短融发行量完全可以良好地接受。因此，1月份短融供应量很难对短融市场的收益率造成不利的冲击。

总体而言，从资金面和信贷形势来看，2月份的行情应该好于1月份。

从节后三天的成交来看，目前

中票方面，进入2010年4季度后，中期票据的月均注册量仅为2011亿元，明显低于1、2、3季度的均值。中票注册量偏低主要是由于制度性因素所造成，很难在短期内改善，因此预计2011年1月份的注册量仍将在低位徘徊。

一般来说，发行人正在进行注册后，会在本月或次月进行债券的发行，中票的新增注册量与发行量之间具有很强的正相关性。因此，我们理由认为2011年1月份中票的发行量将继续偏少。

企业债方面，其发行量具有很强的季节性规律，表现为1月份相对较少，春节后集中发行一批，年中时发行趋缓，年底前出现反弹。企业债与短融、中票等交易商协会所主管的品种不同，行政审批的色彩较为浓重。由于春节前发改委的审批速度通常较慢，因此今年1月份发行量也会相应较低。

债券需求有保障

历年1月份，银行在短融和企业债上的托管量均环比增加，这在一定程度上体现出银行的配置意愿。

数据显示，保险公司的保费收入在1月份的增速较快，为环比增长1.5%。同时，保险公司的保费收入在1月份的增速也快于往年，主要原因可能是春节前保险公司普遍开始准备过节，从而导致保费收入增加。

从保险公司的保费收入来看，1月份保费收入环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

从居民存款方面看，1月份居民存款环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

从企业存款方面看，1月份企业存款环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

从企业债券投资方面看，1月份企业债券投资环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

从企业债券投资方面看，1月份企业债券投资环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

从企业债券投资方面看，1月份企业债券投资环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

总的来看，1月份的新增注册量仅2011亿元，远低于2010年的2012亿元，因此，1月份的供给量将低于2010年1月份的供给量。

从需求方面看，1月份的新增托管量环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

综合来看，1月份的新增托管量环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。

综合来看，1月份的新增托管量环比增长1.5%，同比增幅在1.5%左右，与往年相比，增幅并不算大。