

新债利率高企 调整趋势已定 资金紧张瓦解债市“牛皮”格局

□本报记者 张勤峰

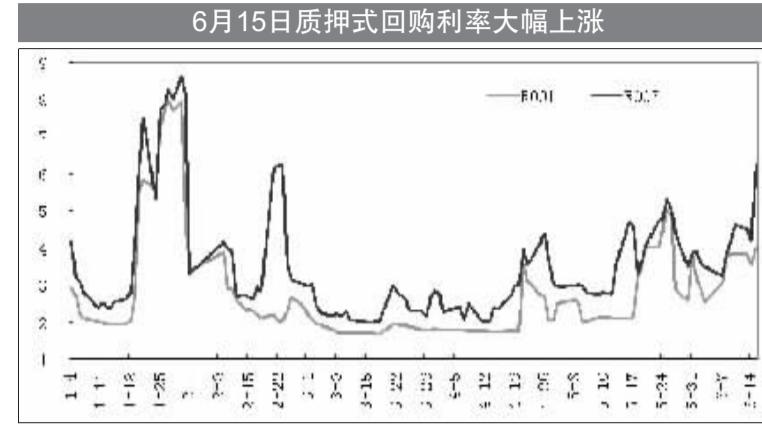
央行提高准备金率造成的恐慌情绪，开始在银行间市场蔓延。周三，新发10年期国债中标利率高企，面对利率风险与流动性风险的双重压力，市场谨慎情绪明显升温。分析人士表示，此次准备金率上调已经不再是简单的“例行紧缩”，而是会带来资金面质变的“最后一根稻草”。由于资金面风险骤然加剧，债券市场展开新一轮调整难以避免，未来10年国债收益率有创年内新高的可能。

新债招标透露谨慎情绪

财政部周三招标的是今年第十五期记账式国债，为10年期固息品种，计划发行300亿元，可追加。10年国债历来是市场最为关注、也是谈论最多的品种，其利率通常被视为中长期债券定位的标杆，其招标结果直接反映了当前的市场情绪与后势预期。

从本期国债招标情况来看，债市展开新一轮调整已是大势所趋。招标结果显示，11国债15中标利率为3.99%，相比二级市场估值折价6BP，且高出大部分机构预测区间的上限。

事实上，由于资金紧张、紧缩风潮上升，5月下旬以来机构配置步伐



较前期有所放缓，近期几只基准债券发行利率均较为贴近二级市场，资金认购倍率则出现不同程度的下滑。然而，此次10年国债发行定价远超二级市场利率，显示一级市场发行环境正进一步恶化。

此外，由于票面利率高于预期，相应提升了债券的配置价值，11国债15首场获得532.6亿元有效认购，对应1.78倍投标倍率，另获得9亿元追加，实际发行总额为309亿元。

新一轮调整展开

3月份以来，债券市场一直波澜不惊，撇开资金价格波动带来的短端扰动，收益率曲线中长端的变动十分有限，10年期国债利率基本在

3.8%-3.9%的狭窄区间内平稳运行。基本面与政策面势均力敌，造就了债券市场的“牛皮”格局。不过，近期在政策压力上升的同时，再调存准导致流动性风险骤然加剧，资金面很可能成为打破债市弱平衡的趋势性力量。分析人士表示，短期债市将面临预期与现实压力的双重考验，债市将以调整的方式终结持续3个月的“牛皮”行情。

债市预期层面的压力来自于货币紧缩的风险。利率政策方面，5月份CPI如期创新高，6月份通胀“破六”预期强烈，无论是为抑制通胀，还是为纠正负利率现状，加息“靴子”都有可能随时落地，债券市场将始终被加息预期所笼罩。数量政策

方面，由于5月中旬以来资金持续紧张，市场对准备金率继续上调的预期正逐渐淡化，然而5月经济数据刚刚出炉，调存准的消息便尾随而至，大大出乎市场的预料，由此可能带来心理层面的超预期冲击。

除了心理层面的压力，债市市场还需直面资金面的严峻考验。以5月末人民币存款余额计算，此次上调准备金率0.5个百分点，预计将冻结银行体系流动性约3800亿元。表面上看，此次调存准锁定的资金变化不大，但在连续7个月逐月提准之后，准备金率再次上调已经不再是简单的“例行紧缩”，而是会带来资金面质变的“最后一根稻草”。

分析人士表示，在前期持续紧缩之后，银行准备金已经降至临界水平，再次调准不仅意味着累积效应增加，边际影响更会明显放大。数据显示，一季度末金融机构超储率为1.5%，预计此次提准后银行超储率将降至1%以下的临界状态，此时任何风吹草动都有可能引发货币市场利率剧烈波动。

事实上，6月份本身就是传统的资金需求较高的时期，即便不上调存准资金面也难以乐观。首先，6月份是上半年最后一个，是银行半年度报表考核的关键时期，银行资金储备心态严重，商业银行行为

将会放大资金紧张的影响；其次，传闻6月起银监会开始实施存贷比日均考核，为满足监管指标要求，缺钱的中小银行无论是扩充高收益率理财产品规模还是加大“吸储”的力度，都会导致大银行存款流失，减少大行可以融出的资金总量；第三，实施日均存贷比考核意味着银行月末季末冲存款和腾挪表内外资产的策略失效，日均存款规模的增加会增强提准回笼资金的力度。然而，在市场资金供给紧张、需求又十分旺盛的情况下，准备金率不仅上调了，而且缴款时点安排在下旬，因此无论从哪个角度考虑，资金利率的再一次剧烈波动都在所难免。

从市场表现来看，6月15日开盘后，货币市场隔夜回购利率上冲至4%，7天回购利率则径直冲上6%，大有赶超年初高点的架势；债券市场方面，14日调存准消息公布后，10年国债收益率当日即上涨4BP至3.94%；据交易员反映，15日二级市场剩余10年左右的国债大致成交在3.98%左右，与新发国债定价趋同。中金公司预计，未来一两周中长期债券收益率的升幅将达到10-30bp，10年期国债收益率可能达到4.0%-4.2%的区间，有望创年内新高。

■ 外汇市场日报

美元指数突破75关口

□东航国际金融公司 陈东海

隔夜欧洲三大股指收盘上扬、美国三大股指大涨，引发风险情绪高涨，资金追逐风险货币，美元指数震荡回落，并一直延续到15日亚太市场早盘。欧洲市场开市以后，由于欧洲经济数据不佳以及欧洲三大股指下跌，英镑、欧元快速下跌，美元指数一举突破75关口。

6月15日，新西兰公布2011年第一季度零售销售年率为3.4%，前期值为1.5%，预期值为1.2%。数据公布后，纽元一度突破0.8200。澳大利亚公布6月Westpac消费者信心指数为101.2，前值为103.9，澳元受压。但是澳大利亚央行行长发言声称基础通胀在未来数年更有可能是上升，而非下降，7月末将公布的通胀数据至关重要，将用于评估月度货币政策，未来需进一步收紧货币政策。此番讲话以后，澳元迅速上涨超过1.0700。

欧洲市场时间，英国公布了5月就业数据。数据显示，英国5月失业率和4月ILO三个月失业率均与预期值和前值持平。但是英国5月失业金申请人数变化为1.96万，为2009年7月以来的最大增幅，而前值为1.24万，预估值为0.65万，不佳的数据导致英镑快速下跌至1.6250附近。

欧洲央行官员斯塔克表示，希腊需采取进一步行动，不反对希腊债务自愿重组。13日，国际评级公司标准普尔下调希腊长期主权信用评级至CCC，前景展望为负面。希腊5月期信贷违约掉期CDS扩大111个基点至1700点。由于希腊的债务危机绵延不去，同时欧洲三大股指下挫，欧元在欧洲市场时间跌破1.4300。

欧洲解决希腊问题计划的定案日期为6月20日，但是直至最近，欧盟各国仍然在一些问题上有很大的分歧，解决方案的问题仍然没有什么进展。因此，希腊的问题会继续造成市场的担心，并打击市场对于欧元的信心，同时会连带影响其他非美货币的走势。

临近6月底，美联储将如期结束第二轮量化宽松的货币政策QE2。此外，周三美国将公布5月的消费者物价指数，市场预期较高。如果数据公布后超过预期，那么市场对于美国的通货膨胀的看法会乐观，有利于美元国债收益率的走势，也有利于美元的走势。美元指数可能会就此尝试挑战前期76.30附近的高点。

■ 记者观察

美元欧元 双熊会

□本报记者 王辉

继5月23日、6月2日国际评级机构惠誉、穆迪大幅调低希腊主权债务评级后，另一大评级机构——标准普尔6月13日“更进一步”地将希腊长期主权债务评级由B级连降三档至CCC，希腊由此成为当前全球信用评级最低的国家。与此同时，在国际外汇市场上，主流投资者对于欧元的信心则再度遭受考验。

但是，美元与欧元之间的关系，更多反映的是两个经济主体基本面的变化。从这个角度看，长期弱势的美元与长期受到主权债务危机影响的欧元之间的“比丑”，在未来较长段时间内仍有希望延续。

自次贷危机爆发以来，作为全球三大货币中的两个，投资者对于美元与欧元的信赖度就开始发生实质性改变。次贷危机爆发后疲弱的经济基本面、美联储至今尚未结束的注水行动以及非常规的宽松货币政策，使得美元指数从2009年年初最高的90点附近，一路下跌至今年5月初最低的72.70点。而欧元方面，尽管次贷危机爆发时欧洲央行的救市行动尚能够令投资者容忍，但欧元区内部各国财政和经济的复杂性，却蓄积多个国家的严重债务危机。从货币基本面的角度而言，美元与欧元之间的汇率平衡完全可归结为两个难兄难弟之间的“双熊会”。

回顾2009年以来美元与欧元在国际外汇市场上的表现，每一次美联储宽松货币政策的变化、欧洲债务危机的演变，以及各自实体经济元气的修复，毫无例外地都能牵动全球投资者的神经。而对于投资者来说，他们所期待的，只是希望事情不会“更坏”。因此，从各自在国际外汇市场上的汇率表现来看，基本面的状况似乎更起到决定性作用。可以说，美元与欧元之间一直在进行一场“比丑”表演。

目前来看，尽管美国和欧元区的经济基本面较次贷危机爆发时均已显著改善，但其各自的经济复苏之路却都面临重重考验。近期美国、欧元区公布的就业、制造业指数等指标依然较为疲弱。与此同时，利率政策、定量宽松等货币基本面的状况，也依然决定了美元和欧元在市场上的各自表现。

在近期欧债危机在希腊方面再陷险情的背景下，三大评级机构短期内纷纷下调希腊的债务评级，并对西班牙、葡萄牙等国的债务问题发出严重警告，速度之快仍然令投资者有些惊奇。在国际外汇市场上，主流投资者对于欧元的信心再度遭受考验，近一年来持续疲弱下泄的美元指数则依然保持着今年以来的最大一波反弹。

然而，在全球其他多数主要经济体早已步入实质性货币紧缩、美元定量宽松政策并没有实质性改变、美国经济基本面也依然面临较大不确定性的背景下，断言美元彻底反转，依然为时尚早；而对于已经步入加息通道的欧元而言，欧债危机的演变与解决，以及经济基本面的复苏，才是影响欧元走向的内在决定性因素。

财政部22日招标

300亿元30年期固息国债

财政部15日公告，将于6月22日招标发行2011年记账式附息(十六期)国债，本期国债为30年期固定利率附息债，计划发行面值总额300亿元，全部进行竞争性招标，不进行甲类成员追加投标。

本期国债通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行，招标方式采用多种价格(混合式)招标方式，标的为利率，发行手续费率为承销面值的0.1%。本期国债利息每半年支付一次，每年6月23日、12月23日(节假日顺延，下同)支付利息，2041年6月23日偿还本金并支付最后一次利息。

具体时间安排上，本期国债2011年6月22日招标，6月23日开始发行并计息，6月27日发行结束。2011年6月29日起上市交易，交易方式为现券买卖和回购。本期国债上市后，可以在各交易场所间相互转托管。(王辉)

流动性终成“最后一根稻草”

□南京银行金融市场部 张兰

6月份以来，随着资金利率的不断上升，久盘的债券市场现券收益率终于出现松动并开始缓慢上涨。现在看来，流动性终究成为了压倒债券市场的“最后一根稻草”。而央行再次提高存款准备金率，则为流动性冲击进一步推波助澜。

5月数据未超预期

5月宏观数据落地，整体来看没有超出预期，经济增长有所回落，但回落幅度收敛。投资在保障房的助推下增速加快，出口与消费则平稳运行，通胀虽创下新高，但落于投资者预期区间。

具体而言，5月规模以上工业增加值同比增长13.3%，增速回落势头大幅缩窄，环比则上涨4.55%，上行13bp，半年期的10央票23多笔成交在4.65%，半年以上AAA券种大多成交在4.70%-4.80%。1年期的AAA券种11国债集CP02成交在4.56%，上行8bp。此外，AA+券种11洛钼CP01成交在4.75%，上行15bp。新发的AA券种如11陕电子CP01折价24bp成交在5.14%，11本钢CP01折价25bp成交在5.20%；中票整体收益率上行约5bp，成交集中在五年期附近AA+及以上品种；企业债收益率整体上行约20bp，需求集中在高收益券种。

随着货币政策从紧的预期进一步增强，近期资金面仍将趋紧，债市整体收益率仍将面临一定的上行压力。

预计短期内将继续维持弱势盘整态势。

(长江证券固定收益总部 斯竹)

比上升已经系统性的将非食品同比增速抬升至一个较高水平。

6月CPI有继续冲高的可能。首先，食品中猪肉价格有可能继续冲高，粮食价格受到旱涝灾害的影响有望保持小幅升势，鲜菜价格的下跌幅度也有可能缩小，6月份的新涨价因素较为不利；其次，6月的翘尾因素较5月大幅上升了0.5个百分点。两方面综合影响，6月CPI有望触摸5.7%上方。

本次提准影响大于以往

宏观数据14日公布之后，央行在当天下午宣布上调存款准备金率0.5个百分点，预期当中的政策利空部分兑现。但央行此次上调存准仍让市场感觉有些意外。第一，鉴于目前货币市场高企的利率水平与紧张的资金面状况，投资者认为央行会出于减少对市场的冲击考虑而推迟存准的上调。但央行此次上调存准仍让市场感觉有些意外。第一，鉴于目前货币市场高企的利率水平与紧张的资金面状况，投资者认为央行会出于减少对市场的冲击考虑而推迟存准的上调。但央行此次上调存准仍让市场感觉有些意外。

第一，鉴于目前货币市场高企的利率水平与紧张的资金面状况，投资者认为央行会出于减少对市场的冲击考虑而推迟存准的上调。但央行此次上调存准仍让市场感觉有些意外。

第一，鉴于目前货币市场高企的利率水平与紧张的资金面状况