

7天回购利率升破9%

资金利率23日继续冲高，当日7天期质押式回购加权平均利率更是突破9%大关。分析人士表示，这显示出当前资金高度紧绷的状况仍未有效缓解，短期内资金利率或将继续在高水平运行。

数据显示，22日银行间市场1天、7天、14天、21天和1个月期质押式回购加权平均利率分别为7.3275%、9.0447%、8.9229%、7.5964%和7.9540%。除1天期回购利率较前一交易日下跌0.1401%外，其余4个品种均环比继续走高。7天、14天、21天、1个月期回购利率分别较22日上涨0.2328%、1.5873%、0.0021%和0.3490%。其中主流品种R007的利率水平，再次刷新了自2007年10月26日至今近44个月以来的新高。(王辉)

周四公开市场零回笼

近六周累计净投放近5000亿

周四3个月期央票意外停发，正回购操作亦继续暂停，本周央行通过公开市场再次净投放资金820亿元。

一线交易员表示，央行周三决定停发央票之后，周四取消全部公开市场操作已成定局。央行本周一对工行建行进行的1300亿元(工行800亿元、建行500亿元)逆回购，几乎没有对当前的资金旱情带来任何缓解。上海一券商交易员表示，现在市场对于央行政策手段的预期比较混乱，在本周四公开市场操作暂停之后，下周二央行有可能继续暂停公开市场操作，以安抚当前市场极度焦虑的情绪。

数据显示，本周到期资金为830亿元，因仅在周二发行了10亿元1年期央票，央行将向市场净投放资金820亿元，为连续第六周实施净投放，近六周净投放总量达到4940亿元。(王辉)

今年首期地方债推迟发行

财政部23日通知，因故将原定于本月27日招标发行的5年期地方政府债券推迟到下月11日，与3年期国债一并招标发行。

财政部17日公布了今年地方政府债券首次代理发行计划。共有11个省区市被列入首次发行计划，计划发行面值总额504亿元。今年首批地方政府债券分为3年期和5年期两个品种。财政部原计划6月27日招标5年期品种，金额为254亿元；7月11日招标3年期品种，金额为250亿元。

资料显示，在首批地方债之中发行规模最大的是云南，计划发行79亿元。其次是陕西，计划发行68亿元。其他省区市发行计划为青岛11亿元、厦门8亿元、新疆60亿元、青海39亿元、福建47亿元、重庆50亿元、山东62亿元、海南29亿元及山西51亿元。(张勤峰)

七年固息农发债受热捧

23日，农发行招标发行的7年期固息金融债中标利率落在4.59%，与二级市场收益率水平基本相当，符合此前市场预期。据交易员透露，本期债券150亿元基础招标量，获得高达2.4倍的认购，且100亿元追加额全部追满，发行场面十分火爆。

对于本期债券的意外热发，分析人士表示，本期债券缴款日为7月1日，与一般新债相比缴款日显著延后，避开季度末资金最为紧张的时期。此外，也有交易员指出，在目前市场最为悲观的时刻配置新债进行“抄底”也比较合算。因此，上述两大因素导致了本期7年期金融债在市场环境极不乐观的情况下投出了较为火热的结果。

资料显示，本期债券为农发行今年发行的第11期金融债，按年付息，采用单一利率(荷兰式)招标方式发行，有追加。(王辉)

■ 交易员札记

市场预期现转暖信号

□邮储银行 刘晋

周四市场资金依然保持紧张局面，银行间R007加权突破9%，R014全天最高成交在10.05%。交易所市场回购利率也创下近期高点，深市和沪市隔夜利率高点均突破了10%。从公开市场到期来看，市场资金的彻底缓解至少要到6月底。

周四7年固息农发债110411的发行受到市场瞩目，招标利率4.59%虽略高于二级市场水平，但是较此前一级招标利率屡屡远高于二级的市况已经有很大改善。另外，110411虽然发行总量达到250亿，但在资金紧张的市道下其首场和追加均获得很高的认购倍数，显示投资者对后市比较看好。从一级市场表现来看，110411亦获得了2bp左右的溢价。相对而言，其他品种成交依然清淡，市场成交依然以央票为主，全天收益率变化不大。

本次准备金率调整对市场的冲击要明显大于加息。从长远来看，目前一些品种已经具备了不错的配置价值，比如3年和7年金融债，毕竟CPI不可能多年持续保持如此高位。不过未来还是有一些风险需要投资者面对，尤其是3季度，主要风险如下：首先，6月份CPI将较5月份有明显提升，达到6.3左右，3季度CPI均值也将达到6%左右，依然可能会有猛烈的政策对市场产生冲击。其次，下半年公开市场到期少，如果政策依然收缩得很紧，资金面长期处于紧张状态，资金利率在高位徘徊时间较长，则对杠杆率较高的机构比较不利，也会影响投资者对后市的预期；最后，金融债的供给压力还将长期存在，将对债券利率继续形成上行推力，比如周四市场热捧的7年固息金融债，在110411的示范作用下，后续供给估计也会迅速跟上，虽不一定重蹈SHIBOR债的覆辙，但是招标逐渐走高的可能性是存在的。

总之，在市场风险经过释放以后，我们对后市的观点正由谨慎偏空转换为中性偏乐观，尤其是最近1-2周资金面缓解的行情可以好好把握。3季度市场依然会面临不少波折，但是债券的价值已经逐渐浮现，资金稳定和抗风险能力的投资者可以把握好节奏，择机建仓。

从债券市场本身的发展来看，

□本报记者 葛春晖

美联储最新议息会议决定，将于6月底如期结束第二轮量化宽松(QE2)，同时维持超低利率不变。决议公布后，美元指数应声反弹。分析人士指出，短期来看，美元供给增长放缓有望推动美元阶段性走强；不过，由于利率水平在未来较长一段时间内都会相对落后，美元中期仍面临着下行风险。

QE3落空 美元反弹

经过为期两天的议息会议讨论，美联储(FED)6月22日宣布维持联邦基金基准利率在0-0.25%的区间不变，同时决定将在6月底之前完成购买6000亿美元较长期美国国债的计划(QE2)，并维持现有的对到期证券回笼资金再投资的政策。此前市场热议的QE3则未见端倪。

6月初以来，由于相继公布的美国就业及制造业数据远低于预期，市场上对于美联储在QE2结束后再



推QE3的预期逐渐升温，美元走势也在一定程度上因此承压。不过，尽管美国经济和就业数据持续疲弱，但通胀却成为阻碍新的刺激政策推出的一大难题。在连续推行了两轮量化宽松货币政策之后，通货膨胀已经开始在全球范围内蔓延，美国也无法幸免。数据显示，5月份美国CPI同比已高达3.6%，核心CPI继续走高至1.5%。因此，美联储在考虑推出QE3时，不得不对日益严重的物价形势“投鼠忌器”。

分析人士指出，随着QE2的如期结束，美元供给增长将放缓，7月份美元有望走出阶段性强势。此外，美联储主席伯南克在会后讲话中表

示，未来几个季度美国经济复苏可能会加快，这也给美元走强提供了一定的支持。22日纽约汇市上，美元指数从午盘时段稳步走升，尾市收于74.94点。23日亚欧汇市，美元承接前日升势继续上涨，截至北京时间18:00，美指报75.33点，盘中最高摸至75.36点。

中期仍存下行风险

虽然本次联储议息结果给美元带来一定提振，但美元反弹之旅将不会是一路坦途，本次议息会议影响消除后，美元仍面临着利率水平落后引发的下行风险。

从今年以来的外汇市场表现看，经济基本面逐渐超越避险情绪，成为影响汇率走势的主要因素。而伯南克在讲话中，对美国经济描述用词最多的就是一个“慢”字：美国经济复苏步伐慢、失业率下降慢、房地产价格回升慢。美联储虽然表示美国经济复苏可能会加快，却同时下调了2011年、2012年经济增长预

期，上调了2011年、2012年失业率预期。市场人士认为，美联储维持对到期证券回笼资金再投资、保持超低利率不变，意味着其宽松货币政策仍在延续。从种种迹象来看，美联储最早加息时间点也会在2012年年初，而在欧元区7月份再次加息言论甚嚣尘上背景下，利差因素将在中期内继续对美元走势形成压制。

另外，此次伯南克尽管对QE3闭口不谈，却提到如果经济增长需要采取进一步宽松政策，美联储将会采取进一步行动。因此有观点认为，未来美联储仍有实施QE3或者类似刺激政策的可能性。值得一提的是，8月2日是美国财政部确定的国债违约期限。有分析人士指出，虽然美国国会存在两党之争，但国债余额上限最终一定会提高。不过，如果美国国会大幅提高国债余额上限，短期内美国国债可能会面临国际认购力度不足，美联储则很可能再次推出新的购买计划，即QE3，届时美元将承受向下的压力。

■ 论债

小反弹或在酝酿 大反弹仍需时日

□中信银行 庞爱华

最近一个月，买债的收益明显不及在货币市场向外拆钱收益高，债市正面临着今年以来最为严重的资金成本冲击。

近期资金价格大幅上涨的触发因素是央行第六次提高法定准备金率。实际上，在14日央行宣布“提准”之前，货币市场资金供求已经处于偏紧状况。自进入6月份，7天回购均价一直维持在3.90%附近。因此，央行再次“提准”使得货币市场资金供求雪上加霜，并且迟迟不见缓和的迹象。在政策公告日7天回购价格大幅上涨，而且在实施日后三天也没有看到资金价格回落，相反7天回购价格不断冲高，盘中一度达到10%。这让市场机构想起了2007年10月下旬股市最火爆的日子，那时7天回购价格曾最高冲到17%。23日，货币市场的另一个标志性品种3个月Shibor，其价格也达到自推出以来的最高水平——6.38%。

资金价格上涨开始带动短期债券利率水平大幅上行。一级市场上，3个月央票发行利率升至3%，一年期央票发行利率上行至3.40%，使得原已存在的加息预期

向市场投放资金。

根据以上的思路进行推理，我们认为央行向货币市场投放资金的力度以及资金价格回落的速度，决定了这波潜在的债市机会的时间长度和调整深度。如果央行能够有效缓解目前资金紧张状况，短期债券收益率有望迅速和大幅度下行，并带动中期长期债券收益率小幅下行。反之，如果央行依然采取有节奏的货币投放，则债市收益率将会亦步亦趋地进行调整。并且从交易盘角度来看，在债券收益率没有冲高动力，以及资金成本依然高于债券收益率的情况下，被动观望更是保持利润之外的一种洒脱。

答案取决于货币政策走向。我们认为，与08年前的货币政策环境比较，目前央行引导货币供应条件回归正常化的进程远未结束；而且，为配合人民币走向国际化，央行还需要继续创造健康稳健的国内金融环境。再考虑到目前通胀压力依然趋高，推动物价上涨的因素还没有发生质的变化，央行短期内完全改变货币政策立场几乎是不可能的。唯一可行的就在公开市场操作中，央行进行资金大规模投放以缓解目前偏紧的资金供求局面。这除了被动的自然到期资金以外，央行有可能通过逆回购操作，主动

等待一段时间。

■ 外汇市场日报

QE2如期结束 美元强劲反弹

□东航国际金融 陈东海

美联储日前结束了例行利率政策会议。联储议息决议及伯南克会后讲话，导致市场风险偏好下降，23日亚太市场时间和欧洲市场开市后美元出现强劲反弹，欧元等非美货币则纷纷走低。

美联储将2011年美国经济增长预期从3.1%—3.3%下调至2.7%—2.9%，并且下调了2012年的增长率预期。同时，美联储将2011年失业率预期从8.4%—8.7%上调至8.6%—8.9%，并将2012年的失业率预期上调。议息会议结束后，美国股市下跌，风险偏好下降，美元得以反弹。

另外，美联储决定将如期结束QE2，且未提及推出QE3的计划。同时，美联储认为目前通胀上升，并将2011年PCE通胀预期从2.1%—2.8%修正至2.3%—2.5%。以上两项因素意味着美元的基本面将出现改善，支持23日美元对主要非美货币全面上涨。

由于受到美联储会议及美国股票市场的影响，23日亚太主要股票指数收盘比上日下跌，同时原油和黄金价格也出现下跌。商品货币澳元和纽元，由于风险偏好的低落而回落。

欧洲市场开市以后，欧洲三大股指依然受到隔夜美国股市的影响而下跌，欧元等风险货币承压。德国公布的6月制造业采购经理人指数初值54.9，低于前值54.0，且低于预期54.3。同时，欧元区6月服务业采购经理人指数初值53.8，低于前值54.0，且低于预期53.7。在此前公布的法国和欧元区的服务业以及制造业数据同样不佳，欧元受此压力，继续下行。

虽然6月22日希腊大选结束后，希腊的局势暂时稳定，但是南欧诸国的债务违约价格CDS仍然上升，显示欧洲的主权债务危机仍未缓和。同时由于美国QE2政策在月底即将结束，美元因而获得喘息之机，未来美元指数的走势将可能逐渐改善，而欧元等非美货币可能倾向回落。投资者需要密切关注美元指数反转的蛛丝马迹。

广发、兴业计划下周发行次级债

就在市场传言工行获准发行380亿元次级债之后，周四23日两家股份制商业银行兴业银行和广发银行相继发布了年内首期次级债券发行公告。

据相关公告，兴业银行2011年第一期次级债券发行总量不超过100亿元，分为10年和15年两只品种，分别计划发行20亿元和80亿元，具体发行比例与发行规模可调节。其中，10年期品种在第5年末附发行人赎回权；15年期品种在第10年末附发行人赎回权。本期债券固定利率，票面利率将通过簿记建档、集中配售的方式确定；采用单利按年计息。发行期限为6月28日至30日，6月30日缴款。经联合资信评估有限公司综合评定，本期次级债券信用等级为AA+。广发银行表示，此次发行所募集的资金将用于充实发行人资本金。

广发银行2011年第一期次级债券期限10年，在第5年末附发行人赎回权，发行规模不超过30亿元。本期债券固定利率，票面年利率将通过簿记建档、集中配售的方式确定；采用单利按年计息。发行期限为6月28日至30日，6月30日缴款。经联合资信评估有限公司综合评定，本期次级债券信用等级为AA+。广发银行表示，此次发行所募集的资金将用于充实发行人资本金，提高资本充足率。(张勤峰)

交易所债市表现分化

指数上涨0.02%，报收129.96点，初现企稳迹象。另外，沪分离债指数亦实现微幅上涨0.01%，报收127.88点。

在股市反弹的带动下，周四可转债市场明显回暖，沪深市场14只正常交易转债产品无一下跌，其中美丰转债上涨1.69%，涨幅居首。

信用债市场内部表现分化。因受供给预期影响，企业债继续阴跌，上证企债指数下跌0.02%，收于146.00点；深市企债指数下跌0.04%，收于127.23点。沪深公司债虽然下跌者居多，但是

利用债券市场支持企业兼并重组

□交易商协会 邱南南

看，近年来我国的债券市场特别是银行间债券市场快速发展，其中企业债券类产品更是取得长足进步。目前我国已有的企业债券类产品包括短期融资券、中期票据、公司债、企业债等。自从2005年短期融资券面世以来，债务融资工具(短期融资券和中期票据)市场实现了突飞猛进的发展。截至2011年5月底，累计发行金额4.52万亿元，余额约2.44万亿元，成为企业直接债务融资的主要来源，债务融资工具获得企业的广泛认可。加之以商业银行、保险公司、证券公司、基金为主的机构投资者队伍，规范的信息披露制度、有效的信用评级体系和风险分担机制，银行间债券市场高效的交易、托管、清算平台，总的来说，债券市场已具备了支持企业兼并重组融资需求的良好环境与充分条件。

从国际并购融资的经验来看，债券是国外成熟市场并购融资的主要方式之一，特别是高收益债券，为并购活动提供了大量的融资。在西方世界经历的五次并购浪潮中，高收益债券主导了20世纪80年代的第四次并购浪潮。投资银行通过金融制度和金融工具的创新，设计了多层次的融资体系，创新了并购债务融资的手段，降低了收购者的融资成本和债务负担。高收益债券成为并购收购的重要融资工具，并促成了一系列大型并购活动。以杠杆收购闻名于世的KKR公司1986年通过发行25亿高收益债券，完成了当时最大的一起价值62亿美元的并购。从债券市场本身的发展来看，

债券市场为企业兼并重组提供融资便利，建议在风险控制的原则下循序渐进的推进。首先，采用分步两步走的发展路径。第一步，在债务融资工具制度框架下，拓宽资金募集用途，允许募集资金用于并购重组，并针对并购交易的特殊性做出适当调整；第二步，开发专门的以企业并购为目的的高收益债券。其次，以风险控制为首要原则，设计投资者保护机制。并购行为本身具有很大的风险性，对于企业兼并重组的债券融资工具，应考虑设计保护投资者利益的特别条款，例如限制收购人过度举债、以发债的先后顺序确定偿债的优先级别、设立提前偿还机制等。再次，谨慎选择投资主体。建议监管部门放宽对机构投资者的投资限制，引入证券公司、私募基金、国外金融机构等具有一定风险偏好和认可度的机构投资者作为企业兼并重组债券融资工具的投资者。最后，应针对并购交易特点进行创新设计，例如为优质企业备案并购票据的长期专用额度、设立循环融资安排，采用私募发行方式，满足企业兼并重组融资的时效性和保密性要求。

■ 新债定位 | New Bonds

11国开39

预测中标利差【30bp,67bp】

债券期限	1年	计划发行额	150亿	计息方式	DEPO浮息债
付息频率	按季付息	招标方式	单一利差(荷兰式)	招标时间	6月24日
起息日	7月5日	上市日	7月7日	手续费率	0.05%

国泰君安：紧张的资金面依旧会对本期新债招标带来不利影响，不过考虑到目前一年期央票发行利率已显著高于一年期定存，市场加息预期十分浓厚，本期浮息债需求情况预计会相对乐观，中标利差或落在30bp到50bp区间。

中金公司：存款准备金率上调后，资金面仍旧持续紧张，短期债券收益率仍保持在高位。本期浮息债中标利差为60bp-65bp。(王辉 整理)

徽商银行：虽然市场加息预期仍十分强烈，但近几个交易日市场资金面尤其紧张，大行极度缺钱预计会对本期新债发行带来较大影响。考虑到手续费等因素，预计本期浮息债中标利差为60bp-65bp。(王辉 整理)