正回购操作力度略超预期

本周有望延续净回笼

□本报记者 王辉 上海报道

央行19日在公开市场发行了50亿元1年期央票，同时进行了250亿元的28天期正回购操作。操作结果显示，央票与正回购利率均如期持平。分析人士表示，当前央行倚重公开市场操作调控货币的政策意图正在逐步体现，中短期内央票与正回购利率将继续走稳。

央行操作公告显示，19日招标发行的50亿元人民币一年期央票，发行价格为96.62元/百元，对应收益率连续三周持平于3.4982%。同日进行的250亿元28天期正回购操作，中标利率也持平在2.80%。上海一券商交易员表示，目前债市已经很萧条，虽然看起来资金面并不十分紧张，但是实际上机构在银行间市场融资却非常困难，本期正回购250亿元的数量还是有些超出市场预期。

统计数据显示，本周公开市场到期资金减少至550亿元。按照周二回笼力度，本周央行有望再次实现单周资金净回笼。

■ 外汇市场日报

"双债"危机继续发酵

外汇市场维持大幅波动

□中信银行 罗旋

由于市场正在等待美国债务上限调整议案以及欧元区领导人紧急峰会有关希腊第二轮救助方案的结果，外汇市场情绪依然谨慎。19日亚欧交易时段，外汇市场延续着前期大幅波动态势。其中，欧元兑美元日内波幅超过100个点，澳元兑美元日内波幅超过70个点。

昨日亚太交易早盘，澳元兑美元延续着前日纽约尾盘的升势，汇价一度触及1.0655的阶段高点。但是随后澳洲央行会议纪要态度温和，打压汇价迅速回落了近30点，并持续打压澳元在交叉盘表现疲弱。澳洲央行在会议纪要中舍弃使用"一定时期内将需要收紧政策"的措辞，表示目前温和受限的政策立场仍然合适，目前仍有时间评估通胀压力，下一次的消费者物价指数对评估通胀以及利率前景至关重要。此外，澳洲央行对短期经济前景仍不乐观，表示受家庭支出谨慎影响，国内总需求未出现加速上升的迹象，澳大利亚2011年GDP增长可能不会如预期那样强劲。不过，欧洲盘初，澳元在实需盘以及欧洲股市上行的带动下快速反弹，汇价上行至日内新高1.0670。技术上看，汇价目前一直处于前期平台整理区间之内，上方关键阻力在1.0790前期高点一线，若不能有效突破，汇价仍将面临着回落风险。

19日欧元兑美元亚洲时段大部分时间整理于1.4100上方，但是尾盘快速回落，并触及1.4075的日内新低。此前欧洲央行官员诺沃特尼的讲话丝毫未能提振欧元，虽然他表示，希腊债务解决办法"绝不能"导致违约，欧洲央行在决定希腊担保品方面没有受到评级机构的影响。但在随后的欧洲盘初，传闻受到东欧和韩国主权银行买盘以及欧洲股市上涨的带动，欧元兑美元反弹近130点，至1.4200上方。技术上，目前汇价已经反弹到了前期三角形整理下轨附近（1.4200），而且此位置附近也有多条重要的均线，对汇价的上行压力较大，建议投资者逢高做空欧元。

总的来看，未来一段时间市场的焦点仍会集中在欧债和美债问题之上，市场动荡局面仍将延续。对于美债而言，上限调整是大概率事件，未来其对市场的负面冲击相对比较有限。但是需要关注美国能否采取长期有效的赤字削减计划，这才是美国国债长期信用稳定的决定因素。对于欧洲债务危机而言，其复杂性以及长期性是市场早已达成的共识，将在很长一段时间内继续给市场造成负面影响。短期而言，需要关注希腊二次援助问题，欧盟各国能否对此问题达成一致、有效的解决方案将左右未来欧洲债务危机的发展。

中小银行揽存"不惜血本"

3个月国库定存利率突破6%

□本报记者 葛春晖

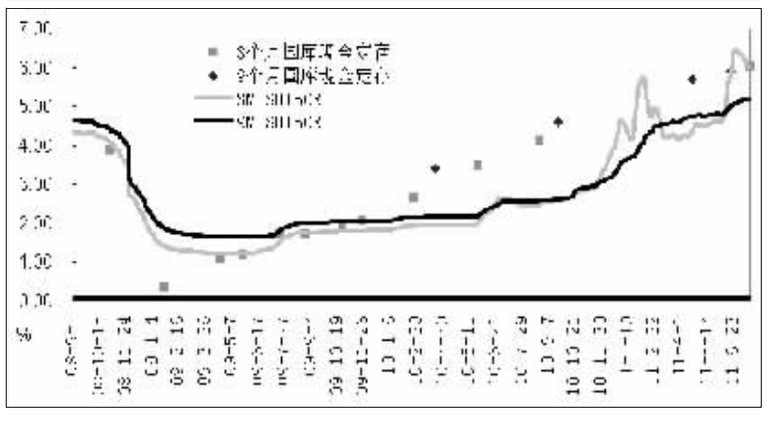
7月19日，财政部、央行招标的3个月期国库现金定存中标利率一举突破6%，不但大幅超出同期限定存基准利率，而且高于上个月招标的9个月期国库现金定存利率。市场人士表示，当前部分中小银行存贷比压力较大，吸收存款需求极为旺盛，在市场流动性依然偏紧的情况下，国库现金定存利率继续走高符合预期。

6.03% 3月国库定存利率飙高

财政部、中国人民银行于7月19日以利率招标方式进行了2011年中央国库现金管理商业银行定期存款（六期）招投标。招标结果显示，本期国库现金定存中标量300亿元，期限3个月(91天)，中标利率高达6.03%。这一利率水平不但创下3个月国库现金定存招标利率的新高，而且大幅超出同期限定存基准利率，甚至高于上个月招标的9月期国库现金定存利率。目前3月期定存基准利率为3.10%，上个月招标的9个月国库现金定存中标利率为5.90%。

一位银行交易员表示，这一招标结果基本符合市场预期。一方面，在资金面趋紧的情况下，国库现金定存中标利率通常会高于同期限Shibor利率，而19日3个月Shibor利率已经高达5.98%；另一方面，目前3个月Shibor利率已经高于9个月品种79个基点，因此3月期国库现金定存利率高于9月现金定存也是顺理成章。

Shibor利率与同期限国库现金定存中标利率走势



该交易员同时表示，3月期Shibor利率高于9月利率，凸显了目前市场流动性的紧张局面，这一情况在今年初也出现过。

此外，有市场人士指出，由于部分中小银行，特别是股份制银行的贷款规模增长较快，为满足存贷比指标要求，这些机构资金需求旺盛，大幅推高了本期现金定存中标利率。Wind数据显示，截至2011年6月末，中资全国性大型银行贷款余额为28.5万亿元，存款总额为45.1万亿元；中资全国性小型商业银行贷款余额为13.5万亿元，存款总额为16.7万亿元；二者比率分别为63.2%和80.8%。虽然是粗略计算，但也在很大程度上说明部分中小商业银行仍然面临着严峻的存贷比考核压力。交易员表示，由于中小型股份制银行存款增长比较缓慢，而国库现金定存又可以计入一般性存款，因此此类机构成为追捧国库现金定存的主力。

资金利率继续上扬

对于持续吃紧的资金面来说，300亿元的国库现金定存只是杯水车薪。19日，银行间质押式回购利率除14天、6个月品种略有回落外，其他品种继续全线上涨。其中，主流品种隔夜、7天回购加权平均利率分别上涨82BP、11BP，收于4.49%和4.64%，14天品种也保持在5.49%的相对高位水平。

市场人士表示，19日央行公开市场操作回笼300亿元，正好对冲了300亿元的国库现金定存招标，预计包括本周在内的未来三周，央行公开市场操作都将实现小幅净回笼。在当前资金利率高企的情况下，央行仍保持着一定的回笼力度，显示了管理层继续紧缩的态度，因此，市场对于未来资金面的预期非常悲观。预计未来回购利率将继续保持高位波动格局。

债市 三季度继续蛰伏

□长江证券策略组

进入6月份以来，债市失去了前进的动力，收益率曲线呈现平坦化上升的态势。这背后有两点比较明显的原因，一是在资金面已经高度紧张的情况下，央行在6月依然继续着每月一次的准备金率工具动用频率，使得货币市场利率继续刷新高点；二是个别城投债曝出还款能力不足、短贷变长贷等的传闻，引发市场主观风险偏好降低，出现趋同性的抛售行为。

深入来看，其实这两项因素的影响期限都相对较短。首先，随着前期公开市场操作的连续投放、季末因素的逐渐消退，流动性最紧张的时候正在逐渐过去。尽管未来公开市场到期资金量并不大，但准备金率工具继续动用的概率也在降低，同时外汇占款投放节奏保持稳定，预计下半年资金面不会出现较6月更紧的局面。其次，在对于城投债、地方融资平台的梳理过后，市场认识逐渐清晰，对于已经出现问题的地方城投债的相关解决方式正在出台，而对于尚未出现问题的，这种事件的实际传染性也并不强。

然而，对于三季度的债市行情，我们依然无法十分乐观。首先是宏观经济数据显示，二季度特别是6月份经济并没有出现如先行指标一般出现明显回落，经济下滑对于债市的支持作用有所减弱。从细分行业看，地产、汽车出现的小幅反弹带动了中上游行业的回暖。预计在低基数作用下，三季度经济增速仍将保持稳定增长，"硬着陆"可能性几乎不存在。向好的一面在于，经济增速的企稳将有利于缓解由于业绩下降而造成的市场对于信用产品风险的担忧。

再从通胀来看，猪肉价格走势无疑将会非常直接影响通胀形势。回顾自从去年5月开始的本轮"猪周期"，当前正处在属于猪价上升周期中的第15个月，距离猪价达到波峰上尚有5个月左右的距离，考虑到春节前后为我国传统的猪肉消费旺季，那么猪价见顶回落的时间可能会推迟至明年春节后。同时，最近两轮"猪周期"由谷底到谷峰上涨幅度出现了跳跃性的上升。即使假定本轮猪价涨幅与上一轮同为180%，那么本轮猪价的最高点将达到27元，在考虑货币增速过快对于价格的推动作用下，猪价最高点可能会突破30元。同时，通胀预期的形成会使得养殖户并不急于出栏，而存在观望等待猪肉价格继续上升以获取更高收益的心态。当前猪粮比约在8.5左右，已属正常偏好水平。如果以猪粮比达到10来计算，猪肉价格的最高点也会在30元附近，这与从周期波动角度出发来计算得到的结果也可以相互印证。一个积极的变化是，我们观测猪肉同比增速已经达到65%，逼近历史最高水平。随着夏季的到来，猪肉需求进入淡季，同比增速预计将开始回落。但必须注意到，猪肉与其他肉类之间存在替代效应。从牛肉、羊肉价格的运行规律来看，下半年加速上涨的可能性较大。根据我们的预测以及估算，即使乐观假定非食品项维持环比为0，那么7月份CPI仍将再创新高，达到6.5%-6.7%。，在8、9月季节性回落后，四季度通胀存在较大不确定性，不排除伴随消费旺季来临再次上涨，并且下半年有始终维持在5%以上高位运行的可能。这与目前市场普遍预期的通胀三季度见顶，四季度出现快速回落的观点存在差异。对于债市来说，利率风险至少在三季度依然是存在的。

海外方面最为引人关注的，则是美联储主席伯南克在出席众议院听证会时表示存在推出QE3的可能。这对于债市来说是个坏消息。与去年QE2推出时候的逻辑基本相同，这将直接导致对于大宗商品等的风险偏好的改变，这也就意味着未来输入性通胀的压力将再度加大，进而造成紧缩性货币政策持续的时间延长。但必须说明的是，这一切都将建立在失业率上升趋势得到确认的基础上，如果QE3出台，那么大概的时间点也将是在三季度末。此时的公开吹风只是伯南克本人很注意政策透明度，此后的澄清也是为了平抑市场过度反应的情绪，对于是否推出没有本质的影响。

综合以上，三季度债券市场出现系统性机会的概率比较渺茫，预计市场将会在等待中平稳地度过三季度。相比较而言，利率产品在考虑物价压力基础上建议配置上以短久期为主，适当配置部分超调的10年期国债。信用产品则可重点考虑评级较高、期限适中的中票以及企业债。

■ 交易员札记

悲观情绪弥漫 收益率全线上行

□国泰君安 刘颉

周二资金面仍异常紧张，资金利率波动加剧，隔夜回购利率从前一日的3.67%跳升至4.49%。在持续了一个多月的紧张局面折磨下，市场悲观情绪浓厚，加之对紧缩政策不变的预期升温，大量抛盘涌现导致债市收益率全线上行。

利率产品方面，各期限国债、金融债双边买盘频频被点，收益率快速上升。剩余2.9年的国债110013收益率从前一日的3.50%逐步被抬升至3.60%；剩余4.9年的110014收益率上行6BP至3.68%；新发7年期的110017直接跃升10BP成交在3.89%；而10年期国债报价普遍上升5BP，成交收益率再次回到4%以上，预计周三发行的10年期国债中标利率在4.05%以上的可能性很大。政策性金融债方面，剩余6.7年的11国开16成交在4.69%附近，较前一日上升10BP，其他中短期品种升幅亦在10BP左右。本周多支国债金融债发行对利率市场构成压力，但经过这两天的急速调整后，未来收益率升幅有限。

信用产品方面，市场上从短融到中票、企业债抛盘均较重，无奈需求甚少，多支新发品种即使票面报卖也无人问津，整体成交寥寥，并且仅有的几家收券机构的口味也从高收益债转向高评级债，AAA级的新发11华能集CP03成交在5.15%，而资质更好的11中粮CP02成交在5.09%，收益率较上周都有所升高。近来陆续爆出的地方融资平台信用风险问题对本已不堪重负的债市来说无疑是雪上加霜，以基金为首的城投债主要持有者急于抛出这个烫手山芋，但都陷入无人接盘的境地。

笔者认为悲观情绪短期内难以散去，后市收益率仍将以震荡上行为主。

■ 新债定位 | New Bonds

11附息国债15（续发）		预测中标利率【3.91%，4.00%】			
债券期限	10年	计划发行额	300亿元（可追加）	计息方式	固定利率
付息频率	半年付息	招标方式	多种价格（混合式）	招标时间	7月20日
起息日	6月16日	上市日	7月27日	手续费率	0.10%

国泰君安：本期10年期国债整体应该具备较高的投资价值，但考虑到市场趋势依然较弱，资金面状况也依然较紧，预计本期续发国债中标利率将会显著高于二级市场。综合手续费等因素，预计本期10年期续发国债中标利率将落在3.95%至4.00%。

富滇银行：上半年以来的数量紧缩效应仍在逐步体现，市场心态依然趋于谨慎。不过，经过近几日的急速调整后，市场收益率水平未来继续上行的空间也较为有限。本期10年期国债有较高的配置价值，预计最终中标利率区间将落在3.95%至3.98%。

国海证券：在经济增长放缓和CPI即将回落的前提下，政策进一步收紧的概率不大。但是，当前市场资金面仍然偏紧，谨慎情绪仍浓。本期债券期限较长，收益较高，具备配置价值，招标利率可能略高于二级市场。综合手续费等因素，预计本期国债中标利率将在3.91%至3.95%。（王辉 整理）

中证网 股事会 www.cs.com.cn

欧债危机硝烟未散，近期美国国债再度面临信用评级下降甚至违约风险。对于美国国债第一大持有国的中国，实体经济以及资本市场是否将面临调整影响？本期《中证面对面》邀请中信建投研发部副总裁胡艳妮和民生证券宏观研究员张磊，对上述问题进行解读。

美债危机隐现 A股三季度或将迎来行情

□本报记者 韩晓东

美债危机影响几何

主持人：美国国债长期以来被视为世界上最安全的投资产品，中国是美国国债第一大持有国。如果说美国债券信用评级下降，或者说出现国债偿还违约，中国是否将受到比较大的损失或者说对中国的经济会产生什么样的影响呢？

胡艳妮：当前我国持有美国国债规模达到1.15万亿美元，是美国的第一大债权国，如果美国的信用评级下降或者是出现债务偿还违约，我国将受到比较大的损失。对中国经济来说，一方面这将使我国外汇储备资产缩水，国民经济创造的财富就会直接蒸发；另一方面，债务评级下降或违约会对美国经济造成直接负面影响，这对我国的贸易出口将形成冲击，导致我国外贸出口下降。此外，美债信用评级下调会使资金出于避险动机逃离美国，相应地我国所承受的"热钱"流入压力会增大。

张磊：实际上美债评级下调对于我国的外汇储备有着最直接影响，我国外汇储备当中的美元持有比例还是相对比较大，美债评级下调直接导致我国外汇储备损失，实体经济的影响相对来说是有限的。随着美债占GDP比重的持续上升，未来美债被调降的可能性越来越大，这种格局下如何合理配置我国的外汇储备，提高外汇储备的安全性是更值得我们关注的。

主持人：尽管美债爆出信任危机，但中国先前连续两个月增持美债，日本也继续增持美债，这是否表明各国对美国债务信心不减？

张磊：目前能与美元的地位抗衡的只有欧元，相比较而言，欧债危机对于全球的影响似乎更为显著，美元比欧元更具有安全性。在我国的外汇储备配置上，尤其是自2008年以来，美债的持有和出售过程中的灵活性越来越强了。综合判断，目前美国的实体经济仍然是在复苏，尽管前期9.2%的失业率相对比较高，但仔细观察会发现，美国经济复苏的主线即私人就业还是在增加，主要问题在于当前政府债务约束所导致的政府就业大幅度下降。分结构来看，美国的就业、库存情况以及制造业复苏的格局还是可以看得到的。这种格局下我们增持一些美元，既是无奈选择和也是欧美债务危机下的正常选择。

短期通胀风险更为明显

主持人：从二季度经济数据来看，GDP季度增速出现一定回落，CPI涨幅继续攀升，未来经济回落和通胀上升的风险哪个更大？

张磊：短期来看通胀压力还是相对比较大，未来几个月能否看到比较明显的通胀拐点，是大家普遍所关心的。但如果从下半年或明年上半年来看，我们觉得通胀压力相对会有所减弱。目前的通胀上行压力主要在于食品价格上涨，随着食品供给周期的到来，7月份CPI涨幅可能会出现缓慢回落，8月份则出现加速回落，年底可能回落至4%或略高一些的水平。明年上半年没有新的意外因素出现，我们判断CPI涨幅将实现3.5%-3.8%的水平。

从经济增长来看，我个人判断压力不会特别大。在固定资产投资增速依然保持高位的情况下，我们很难从宏观经济数字上看到经济停滞的风险。

胡艳妮：上半年GDP增长9.6%，这个数字好于市场预期，中国经济增速仍然强劲，市场前期担心的"硬着陆"风险还是比较小。但从中长期看，未来通胀和经济下滑风险都是存在的。从劳动力、资源成本和资金成本来看，我国都已经走到了低成本的尽头，所以未来通胀压力是中长期的过程。而如果参照日本等国的经验，后工业化时代的经济增速也是一个下降的过程。所以一方面要防止恶性通胀，另一方面也要防止经济增长过快下滑。

财政政策释放结构性机会

主持人：面对复杂多变的经济形势，下半年宏观政策是否会发生一些调整？

胡艳妮：我认为下半年货币政策不会出现全面放松，但可能会有结构性变化。为了保证经济的平稳增长，积极财政政策还是会继续进行。特别是保障房建设等领域，可能成为拉动下半年经济增长的很重要的点。此外水利投资以及新兴产业投资都需要积极财政的支持。而且9月份之后个税起征点的调整，也是积极财政政策继续落实的重要方面。

张磊：尽管货币政策进一步收紧的可能性越来越小，但在通胀压力以及房价依然比较高的情况下，很难指望货币政策会出现大的宽松。货币从紧情况下又要保持经济的相对高速增长，只能指望在财政政策上看到一些改变。比如前期通胀高企过程中一些暂时挂起来的项目，有可能在四季度逐步放开。财政政策的相对放松，可以更多地支撑结构性的经济增长。

三季度市场有望迎来行情

主持人：短期来看，如何把握市场投资思路和操作？

胡艳妮：现在的宏观经济不管从海外还是国内来看，不确定性依然存在。低点保持乐观，高点保持清醒对投资者非常重要。具体投资方向来说，我们在中期策略会上提出了"外围-中心模式"，即我们未来投资方向主要体现以两方面：一是"外围中心模式"中的大企业；二是下游行业，或是偏重于下游的行业，如消费类行业、医药行业和军工行业是我们比较看好的行业。

张磊：首先，未来我国经济增速和投资增速可能依然比较高，但微观上，部分行业尤其是产业链下游行业的利润空间可能面临收窄。投资选择当中，我个人认为要选择能够符合政策调整方向，并符合经济结构转型升级的产业和板块。其次，三到四季度要进入国内乃至国际一个消费的旺季，一些消费板块的投资机会可能值得关注，比如说高端消费、高端白酒等。

在经济结构调整过程中，东部地区已经在经济增速上相对企稳，中、西部地区经济发展更可能会被政策所扶持。一些资源丰富的区域板块如新疆等的投资机会可以去关注。此外，未来如果判断美元指数呈现上行态度，这种情况下要谨慎观察有色等板块的投资风险。

主持人：从下半年来看，货币政策和财政政策基调如果发生微调，是否将为A股市场反弹提供一定空间？

张磊：从货币政策来看，三到四季度很难指望有比较明显的宽松，但是财政政策可以有所期待，尤其是水利、保障房、以及一些实际促进消费的措施和政策。如果未来抱有政策全面放松的预期，那么很难得到令人满意的结果，但在政策的结构性变化中可以获得一些投资机会。

详情请见股事会

http://home.cs.com.cn