

■ 新债定位 | New Bonds

11进出21		预测中标利率区间【3.40%,3.50%】			
债券期限	3年	计划发行额	150亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一利率荷兰式	招标时间	12月9日
起息日	12月15日	上市日	12月21日	手续费率	0.05%

中金公司：本期债券为进出口行追加的额度，考虑到本月资金面总体有所改善且明年一季度发行较少，预计银行类机构仍将积极认购，招标利率可能会继续低于二级市场水平。综合各方面因素，预计本期债券中标利率在3.43%-3.47%之间。

顺德农商行：市场资金面依然宽松，准备金率下调的影响仍在释放。本月财政存款的投放估计在8000亿元以上，预计未来货币市场仍将进一步宽松。预计11进出21发行利率区间为3.45%-3.50%。

国海证券：目前基本面利好债市的格局仍然延续，经济增速和通胀下滑是市场共识，而存款准备金率迎去年内首次下调，利率产品仍存在较好的投资价值。随着经济增长下降速度加快，通货膨胀压力也将逐渐缓解。预计11进出21中标利率区间为3.40%-3.45%。

11进出22	预测中标利率区间【3.51%,3.58%】			
--------	-----------------------	--	--	--

债券期限	5年	计划发行额	120亿元(可追加不超过80亿元)	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一利率荷兰式招标	招标时间	12月9日
起息日	12月21日	上市日	12月27日	手续费率	0.10%

中金公司：每年一季度债券发行较少，预计银行类机构仍会有较强需求。从近期政策性银行债的发行情况来看，机构的认购需求都比较大，招标利率一般都低于二级市场收益率，预计本期债券会延续该情况。综合各方面因素，预计本期债券中标利率在3.52%-3.56%之间。

顺德农商行：预计11月CPI同比可能回落至4.4%附近，12月可能回落至4.2%附近，这将为政策的继续调整提供空间。中短端由于前期资金利率较高使收益率依然维持相对高位，预计未来中短端下行空间将较长端更大。预计11进出22发行利率区间为3.53%-3.58%。

国海证券：本周五统计局将公布11月份CPI和工业增速等宏观经济数据，经济和通胀回落的趋势将得到进一步的确认，市场做多的动能仍然存在。预计本期债券招标利率将低于二级市场收益率，预计中标利率区间为3.51%-3.56%。

郭利根：中国银行业与债市良好互动

由亚洲开发银行和中央国债登记结算公司联合主办的“亚洲债券市场论坛”8日在北京举行。围绕危机后亚洲债券市场发展，论坛展开了热烈讨论。中国银监会副主席郭利根表示，此次论坛是在国际金融危机余波未平，欧洲主权债务危机相继出现的背景下召开的，是很有意义的一件事。

郭利根指出，面对国际金融危机的冲击，中国银行业初步经受住了考验，整体实力有了显著提升。最近，国际评级机构纷纷调低部分国家的银行评级，但对中资银行却逆势调升了评级。

郭利根表示，中国银行业与债券市场形成了良好的互动关系。一方面，近年来中国债券市场的快速发展，为银行业改革发展和进行风险防控提供了重要手段；另一方面，银行业金融结构也为债券市场发展发挥了积极的推动作用。

债券基础设施的建设问题是此次论坛研讨的一项重要话题。中央结算公司董事长刘成相指出，实现债券中央托管结算，是我国债市建设的一次飞跃，保障了债券市场安全、高效和便利，奠定了债市的基本格局。未来，债券基础设施仍将是债市发展变革的重要力量，在区域跨境发行、跨境结算中发挥关键作用。

据悉，亚洲债券市场论坛系由东盟及中日韩政府提出设立，旨在促进亚洲债市规则标准化、政策协调化以及区域债市整合，是亚洲区域内债券市场政策和发展方面的重要交流平台，秘书处设在亚洲开发银行。（张勤峰）

■ 外汇市场日报 欧盟峰会被寄予厚望 欧元温和反弹

□东航国际金融公司 陈东海

12月8日隔夜，评级机构标普把欧元区长期AAA评级列入负面观察名单，同时将欧元区所有大型银行机构的评级列入负面观察名单。不过，市场传言称欧央行将放宽对贷款抵押品的标准并考虑为银行提供两年期贷款，该消息使得外汇市场持稳。

8日，新西兰央行决定维持2.50%利率不变。新西兰央行声称，全球环境变化对新西兰造成了负面影响，新西兰企业信心降低，在一段时间内投资可能疲软；明年新西兰银行业融资成本可能增加，包括亚太地区在内的国际经济活动减缓；但新西兰经济仍然有一定的活力。纽元因市场情绪温和而上涨。

澳大利亚公布，11月失业率5.3%，而前值和预期值均为5.2%；11月就业人数变化-0.63万，前值为1.01万，预期值为1.0万。澳元兑美元在于预期的就业数据后急剧回落。日本公布的10月核心机械订单月率-6.9%，差于前值和预期值；年率1.5%，低于前值和预期值。评级机构穆迪称，日本Aa3评级前景稳定，日本以低成本融资的能力依然强劲。日经225指数下跌0.65%，日元继续轻微走强。

在欧盟首脑会议上，欧元区国家信贷违约掉期成本小幅回落，同时意大利国债收益率微幅下跌。市场预期英国央行保持利率不变，而欧洲央行可能降息25个基点。欧洲三大股指开盘走高，市场情绪偏向正面，外汇市场欧元温和反弹。

12月9日的欧盟峰会结果被称为是欧元和欧元区的最后一搏，外汇市场对此格外关注。如果该次峰会在财政联盟等问题上达成皆大欢喜的决议，那么对于欧元将是大利好，反之如果会议破裂，那么欧元或遭遇滑铁卢。如果会议达成温和的决议，欧元则可能继续在中期内保持弱势震荡的走势。

此“跌停”非彼“跌停” 人民币即期汇价7天升0.25%

□本报记者 张勤峰

8日，人民币对美元即期开盘再次触及交易区间下限，从而连续第7个交易日触及所谓“跌停价”。不过，市场人士指出，与股市等所言“跌停”相比，此“跌停”非彼“跌停”。这里指的是人民币即期汇价相对于当天中间价的偏离程度。事实上，近7个交易日人民币对美元即期汇价升值了约0.25%。当然，不可否认的是，9月以来人民币市场价开始较大幅度偏离中间价，反映出资金追逐美元趋势下，人民币对美元贬值预期有所加大。一些市场机构表示，近期外汇占款或维持低增局面。

即期汇价七触“跌停”
人民币对美元即期汇率连触“跌停”的一幕还在上演。

据外汇交易中心公布，12月8日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价报6.3319，较前一交易日走高23个基点。而即期汇价方面，人民币对美元询价系统开盘报6.3636，径直落至全天交易区间下限，从自11月30日以来连续7个交易日触及所谓“跌停价”。

值得一提的是，虽然市场习惯将近期人民币触及交易下限的现象称为“跌停”，但其与股市等所言“跌停”存在很大差异。人民币即期汇率的交易上下限是以中间价作为比较基准而非前日收盘价，央行规定每日银行间外汇市场人民币对美元的交易价只能在当日中间价上下0.5%的幅度内浮动。

事实上，从11月30日算起，在频频触“跌停板”的同时，人民币对美元即

明年债市投资需把握“上半场”

□山西证券研究所 马保明

市场行情是政策、资金、心态的集合体，债券市场受政策因素的影响尤其较大。

从2011年12月5日起，央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，旨在向银行体系注入流动性。这是自2008年12月以来央行首次下调存款准备金率。此次下调存款准备金率的背景是，人民币外汇占款稳定下降，物价总水平运行拐点特征已经得到确认，PMI逐月下行，以及与国外央行下调利率协调配合。

那么，上述因素是否会在短期内有所转变？答案显然是否定的。我国通胀问题的源头是外汇占款这种基础货币被动扩张方式，而一旦外汇占款减少，就会迅速抽紧流动性。从数据来看，9月份外汇占款同比增速由正转负，为-14.61%，成为新的分界点。10月份中国新增外汇占款出现2011年以来的首次负增长，净减少248.92亿元。虽然近几个月内会有起伏，但这种下降势头无疑会延续下去。

CPI巅峰已过。CPI同比涨幅在7月份创出6.5%的高点后，逐月下降。11月份CPI或创2011年以来新低，CPI再次步入上行通道尚需时日。

发展“市政债”应遵循市场化原则

□中国银行间市场交易商协会 庞业军 邱南南

随着深圳市22亿元地方债11月25日招标完成，我国地方自行发债试点工作宣告收官。此次上海、广东、浙江和深圳试点自行发债被看作是我国发展“市政债”的探索，被业界寄予厚望。从试点情况来看，此次地方自行发债堪称成功，并取得了意想不到的结果。

自11月15日上海地方债率先登场，至11月25日深圳地方债招标发行，各地方债的中标利率均低于同期的国债利率，并都出现高倍认购现象。虽然此次四省市地方政府债券基本等同于“准国债”，但理论上地方债的信用和流动性都不如国债，其利率应该高于同期国债利率。然而，试点四省市的地方债中标利率均低于同期国债利率，这正是市场始料未及的。

地方债出现利率倒挂和高倍认购的原因，一方面，与近期利率产品市场状况有关。进入四季度后，财政部有意收紧了国债的发行规模，国债发行量明显减少。而此次试点地方债基本等同于“准国债”，因此银行间市场认购踊跃；另一方面，在此次四省市地方债招标发行中，主承销商起到重要作用。除广东省通过公开招标方式选择主承销商，其他三地政府将主承销商资格给予本地或者便于调动的金融机构。而为了处理好与地方政

府关系，地方金融机构在此次发债试点过程中表现非常积极。这种地方政府有意安排有效保证了债券发行顺利完成，为试点工作营造了良好的局面，但也成为试点地方债出现利率倒挂与认购倍数高企的主要原因。

此次四省市试点地方债为市政债的探索开辟了良好的开端，但也显现了一些值得关注的问题。首先，评级制度缺失。无论财政部还是各试点地方财政部门公布的文件都看不到与评级相关的表述，而在整个试点发债过程中，也没有评级机构的身影。没有客观的评级，市场就无法对发债主体的偿债能力做出准确判断。其次，缺少市场化的定价机制。此次的四省市试点发债采取招标发行方式，利率参照国债利率。由于缺少市场定价相关的信息，整个招标发行的过程中，地方政府在债券定价上扮演了重要的角色，这种带有行政色彩的手段并非长久之计。最后，信息披露机制不完善。发行债券不同于贷款，发债主体需要将债券资金的用途做出详细说明。而此次四省市试点发债，各地都只是将发债资金的粗略用途做了说明，并未对债券资金的后续具体使用项目相关信息进行披露。

在地方政府发债向“市政债”前进的大方向下，为了尊重市场规律，有必要按照市场化的要求进行后续改革。

水政策会有所恢复与上升。也就是说，经过2012年上半年的经济调整 and 恢复，2012年下半年整个社会平均收益率会提高，这就势必会推高债市收益率，削弱债市上涨动能。而且，上市公司的财务数据得到改善，夯实了股市上涨的基础，投资者又会弃债买股，出现股债分流的跷跷板效应。

即使2012年下半年国家经济仍然不景气，政府恐怕也不会再出台类似2008年的一揽子投资计划，而会采取“松财政、稳货币”的宏观经济政策。毕竟，2008年的一揽子经济刺激举措在取得正面效益的同时，造成市场的流动性泛滥，引发了后来的通货膨胀。

债券市场是理性机构投资者主导的市场，投资者一旦有了货币政策稳定的确定性预期，就会失去对债市的投资热情，这也就意味着债市最佳投资机会已经过去。换言之，2012年债市投资会有斩获，主要在于上半年的投资操作。

操作策略方面，一般来说，债市上涨遵循利率债先行、信用债紧跟、可转债延伸的递进循环。现在利率债已经在上一波行情中有所表现，积累了一定涨幅。所以投资者要调整心态，重点关注信用债。期限结构上，应该弃短换长，积极配置凸性较大、流动性好、绝对价格低的中长期品种。

首先，建立市场化的地方债发行机制。在地方政府发债过程中引入市场化的评级机构，对地方债发债主体进行评级。同时尽快完成定价市场化，减少地方政府对债券发行定价的干预。

其次，公开债券资金具体用途信息，明确债券类型。从国际经验看，“市政债”包括一般责任债券和收益债券，两种债券有不同的还款约束。我国应该借鉴国际经验，明确债券类型，确保市场投资者能对债券的风险程度做出准确判断。

再次，建立地方财政信息公开制度。市场化的关键在于信息披露，而现阶段各地方政府并没有资产负数据，财政信息公开力度不够，数据不完整，并且地方政府会计核算无法区分经常性支出和资本性支出，这给评级、定价等市场化的各项工作带来困难。因此，地方政府需建立相应的地方财政公开制度，保证投资者能够获得与偿债相关的信息。

最后，建立明确的地方政府破产处理机制。有市场就一定有风险，发展“市政债”的模式是“谁发债，谁偿付”。在现行体制下，地方有着强烈的举债冲动。为了避免出现“地方举债，中央兜底”的道德风险，中央政府必须明确对地方政府发债的担保程度以及破产处理的规则，防患于未然。

的大幅偏离也值得关注。今年9月之前，人民币即期汇价与中间价的趋势线高度粘合，但是9月中下旬以来，人民币即期汇价较大幅度低于中间价，盘中不时触及交易下限。

对此，分析人士表示，人民币即期汇价与中间价的偏离，反映了人民币对美元贬值预期升温的现状。在此背后，美元转强是关键。当前欧债危机前景堪忧，全球经济复苏受累，资金重新向新兴市场资金的集结，导致风险货币包括新兴市场货币普遍面临贬值压力。看淡中国经济也是一项重要因素。近期随着中国增长数据的下滑，国内外出现了“唱空、做空”中国的思潮，不断鼓噪中国经济硬着陆的风险，突出体现为海外NDF市场人民币贬值预期在逐步加大。除此以外，由于境内外美元存在较大汇差，资金套利行为也加剧了人民币对美元即期汇价的波动。

外汇占款或难显著回升

人民币即期汇价连触交易下限加剧了市场对于外汇占款增长放缓的担忧。10月份，我国新增外汇占款出现近四年

本周公开市场净回笼1010亿元 货币松动方向未变

央行周四在公开市场操作中发行了60亿元3月期央票，中标利率持平于3.1618%。同时，央行还进行了91天正回购操作300亿元，利率维持8月18日以来的3.16%。至此，本周央行共计净回笼资金1010亿元，一举创下2011年4月4日以来单周最大净回笼量。

WIND数据显示，本周公开市场到期资金量仅350亿元，央行回笼1360亿元，本周净回笼资金达到1010亿元。而上次公开市场单周净回笼超千亿还是在8个月之前的3月底，当周净回笼规模达到1530亿元。分析人士表示，本周央行通过公开市场操作大幅回笼资金，在一定程度上

资金利率延续平稳态势

12月8日银行间市场资金利率继续在相对低位水平运行，主流7天及1天期质押式回购利率较前一交易日涨跌互现，但幅度有限。

数据显示，周四银行间市场隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.8636%和3.4676%，其中隔夜利率较前一交易日走低0.0105%，7天期回购利率则微幅攀升0.0237%。其他期限方面，14天、21天及1个月期回购利率均较前一交易日上涨，但涨幅非常

交易所债市强势盘整

伴随资金利率和A股市场的双双趋稳，交易所债市呈现强势盘整格局，12月8日交易所主要债券指数涨跌互现，波动幅度不大。

信用债市场上，上证企业债指数收于147.11点，跌0.03点或0.02%，成交个券跌多涨少。成交活跃的个券中，居成交金额首位的AA级沪城投债净价下跌0.08%；公债方面，10国债指数收于130.15点，跌0.02点或0.01%，成交个券涨跌互现。AA+级10重钢债净价下跌0.25%，居成交金额首位；此外，沪分离债指数收盘报130.84点，涨0.02点或0.02%，个券涨跌互现，08赣粤债净价上涨0.65%，居涨幅榜首位。总体来看，

■ 交易员札记

收益率下行空间有限 市场延续调整

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四央行进行了300亿的公开市场正回购，本周公开市场净回笼达到1010亿，部分抵消了存准率下调的效应。考虑到下周公开市场仍有可能继续大幅净回笼，下周四中银行还需要补缴800亿左右的准备金，市场资金面趋紧的迹象再次出现。虽然财政存款的流出会使得元旦前后市场资金面不会太紧，但是资金面是否足够支撑春节前的大量现金需求呢？春节前将再次降准的预期开始有所升温！

周四现券市场延续调整格局，3-10年收益率上行2bp左右。调整的动力来自两个方面。第一，3年以内支票和金融债收益率曲线过于平坦；第二，央行本周大力回笼资金的举动减弱了资金面宽松的预期，回购利率本周也未见明显下行。市场一直疑惑为何央行在降准之后，却出人意料地维持住1年央票的发行利率，并且保持公开市场较大的回笼规模，对此我们觉得比

来首次负增长，当月外汇占款净减少249亿元。有分析人士预计，当前外汇占款低增甚至减少的状况或具有趋势性。

市场人士表示，外汇占款与人民币升值预期存在一定程度的关联。本月以来，即期汇价与中间价始终存在较大偏离，1年期远期汇价与中间价也有超过200个基点的贴水，结合海外NDF市场表现，人民币贬值预期依然较为浓厚。

另外，有机构研究表明，外汇占款与国内货币市场利率呈现出较明显的一致性。在国内资金价格较高时，外汇占款增长往往更加明显。而7月以来，货币市场资金利率中枢不断下沉，目前平均的资金价格水平仍在继续下滑。

最后，在欧债危机深化、海外经济增长缓慢的形势下，同样难以期待贸易盈余对外汇占款带来更多提振。

显然，无论从哪方面来看，短期内外汇占款都缺乏恢复高增的理由。中金公司认为，考虑到贸易顺差中枢的下移以及人民币趋势性升值进入尾声，明年外汇占款增量将出现大幅下降，预计只有今年全年增量的1/3-1/2。

仍是为了增加春节前公开市场到期资金量以及平滑未来到期资金。数据显示，截至12月8日，2012年1月份公开市场到期央票110亿元，到期正回购800亿元（含本周二的500亿元28天期正回购）。此外，本周四的91天期正回购操作是自10月中旬以来的首次恢复，加上当日的3月期央票，两项操作使得明年3月份的到期量上升至1980亿元。

此外，市场人士认为，在准备金率下调之后，本周央行进行较大规模资金净回笼更多只是缘于公开市场操作层面的考量，并不意味着政策松动方向的改变。（王辉）

资金利率延续平稳态势

有限。回顾本周以来银行间市场回购利率的走势，在准备金率下调以及巨量财政存款即将投放的背景下，各期限资金整体利率水平较上周出现大幅跳跌。其中7天期回购利率保持在3.40%附近震荡，隔夜回购利率则在2.80%上方一线平稳运行。

市场人士表示，尽管本周央行净回笼资金达千亿元以上，但市场对于资金面的预期依然较为稳定，中短期内市场资金利率预计仍延续平稳态势。（王辉）

高低评级品种走势继续分化，城投债、地产类公司债仍被投资者回避。

国债市场上，上证国债指数收于130.77点，较上一交易日涨0.04点或0.03%，上交所成交的12只国债6张4墩2平，其中剩余额限0.36年的02国债（8）居成交金额首位，收盘净价上涨0.02%至100.24元。

本周央行公开市场操作实现净回笼1010亿元，货币市场利率因而暂止跌势，当日隔夜、7天回购利率分别收在2.86%和3.47%，较上一交易日波动不大。市场人士表示，预计短期内债券市场将随资金面企稳而继续盘整，但由于基本面、资金面预期依然向好，债市整体仍会保持强势格局。（葛春晖）

较合理的解释是，央行试图向市场传递一个信号——降准仍是微调的一部分。

从债券的估值水平来看，我们维持未来2-3个月收益率下行空间有限的观点。春节前后有再次降准的可能，降息的第一个时间窗口最有可能出现在3月中上旬，当然情况的发展往往会超预期，比如国内经济出现超预期下滑，或者欧债危机出现明显恶化。未来如果1年央票发行利率出现松动，将带动短端利率大幅下行，但是中长端收益率下行空间的打开还是得靠降息。

今日将公布11月宏观数据，中央经济工作会议将召开，以上两个事件均有可能成为政策进一步放松的导火索。种种迹象表明，经济加速下行的迹象越来越明显。但是如果短期内政策放松的预期落空的话，需留意一些利空是在累积，农产品价格已经出现了较明显的反弹，资金面也并不太宽松。市场有可能会有一些调整，但是幅度不会超过10bp。