

## 本周公开市场净投放90亿元

12月实现净回笼1740亿元

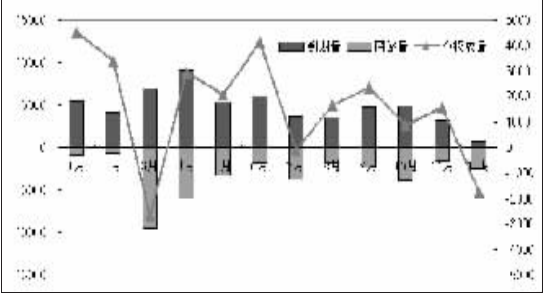
2011年最后一个交易周,由于年底银行体系资金需求增大、资金面趋紧,央行公开市场操作实现五周末首次净投放。但从月度情况看,在法定存款准备金率下调0.5个百分点的背景下,12月份央行在公开市场上累计净回笼1740亿元,实现8月份以来的首度资金净回笼。

据Wind资讯统计,本周公开市场到期资金量130亿元。央行仅在周二发行了40亿元1年期央票,同时暂停了周四例行的3个月央票发行和其他所有期限的正回购操作。市场人士表示,临近年底,机构忙于应付年末贷款考核以及元旦节日现金备付,资金面持续趋紧;同时,央票一二级市场利差再度倒挂也致使机构拿券意愿不足,因此本周资金净投放也在情理之中。

Wind数据同时显示,12月公开市场到期资金量仅800亿元,央行累计回笼2540亿元,当月实现净回笼1740亿元,为8月份以来首次月度净回笼操作。市场人士表示,本次月底净回笼符合央行操作惯例。央行于12月5日正式下调法定存款准备金率0.5个百分点,而以往在下调存准率的当月,为避免流动性短期内增长过多,央行通常会通过公开市场净回笼进行部分对冲。另外,本次存准率下调后,加之财政存款释放了不少流动性,银行间市场资金面一度较为宽松,机构对央票的需求大涨,这也在一定程度上增加了央行的回笼规模。

2012年1月公开市场到期资金量为1260亿元,考虑到春节因素,当月央行公开市场操作重回净投放的可能性较大。(葛春晖)

## 2011年各月央行公开市场操作情况一览



## 交易所信用债强势震荡

高低评级走势分化

临近年末,交易所信用债市场以强势震荡为主,12月28日上交所各主要信用债指数多数走高,但高低评级个券表现继续分化,中低评级品种显著走软。

具体来看,上证企债指数收于147.94点,涨0.01点或0.01%,盘中最高摸至148.09点,再创历史新高。当日上交所成交的96只企业债中49涨36跌11平;沪公司债指数收于131.23点,跌0.15点或0.12%,盘中最高摸至131.56点的历史新高。上交所成交的40只公司债19涨19跌2平;沪分离债指数收于131.64点,涨0.04点或0.03%,再创收盘历史新高。上交所成交的14只分离债7涨2跌4平。从个券表现来看,当日交易所信用债市场上涨幅居前的多为中高评级品种,评级相对较低的高收益公司债、城投债跌幅靠前。

分析人士指出,当前交易所信用债仍具备中长期投资价值,投资者可考虑买券过节。同时,考虑到未来一级市场上公司债、企业债等信用产品大举扩容态势仍将持续,因此短期内高息品种二级市场收益率尚不具备明显下降的条件,建议可从中长线资产配置持有角度进行投资。(葛春晖)

## ■交易员札记

资金面似紧实松

## 债市做多暗流涌动

□国泰君安证券 刘颖

年末将至,资金成本仍处于高位,但受财政存款投放等诸多有利因素影响,资金面并不似去年那般紧张,周四回购利率除恰好跨节的7天回购利率上升近60个BP外,其他品种均保持淡定。

现券方面,利率市场成交较为平淡,受买盘增多的影响,整体收益率小幅下行。国债方面,新发3年期110025早盘成交收益率为2.92%下行至2.90%;剩余4.5年的110014成交在3.06%,与前一日持平;剩余6.8年期110021早盘利率下行,后维持在3.34%;10年期国债交易稍显活跃,110024成交在3.45%~3.47%,110019成交在3.44%~3.46%之间。政策性金融债方面,3年期限品种报价下行1个BP;5年期限110417盘中交易活跃,尾盘成交在3.57%;7年期限早盘非国开080310成交在3.81%。央票方面,3年期限1101081交易活跃,成交在3.45%。

信用产品方面,中票依然颇受基金和券商青睐,收益率继续小幅下行。新发的5年期AAA级11平煤化MIN3成交在5.05%,溢价15个BP;其他多支AAA级老券成交在4.95%~5.00%的水平。短融方面,AA级的品种成交较多。22天的AA级11力盛CP01成交在6.00%,比前一日上升10个BP;9个月的AAA级11国电集CP04成交在4.95%,与前一日持平;新发超AAA级11电网CP02成交在4.83%,溢价5个BP;AA级的11农垦CP02、11杭汽轮CP02分别成交在6.55%、6.60%,溢价19BP和27BP。企业债成交清淡,需求仍集中在铁道、电网等超AAA级品种,近7年的11铁道07成交于4.56%。

近期市场做多气氛渐显,但临近节日,多数机构忙于结算或暂停业务,需求并未跟进。预计节后随着配置型资金进场,信用债或将出现一波上涨行情。

29日银行间质押式回购成交情况一览						
交易品种	R001	R007	R014	R021	R15M	R2M
加权利率(%)	3.4203	5.3891	5.687	5.8548	5.8454	5.9198
涨跌幅(BP)	-0.04	58.95	17.61	5.01	-0.46	9
成交量(亿)	3579.56	1282	275.77	57.68	2.19	74.43
增减量(亿)	-213.48	673.64	-110.17	-46.75	0.61	49.07

□本报记者 王辉 上海报道

伴随着年末的临近,2011年债券市场全年所有的新债发行工作基本已落下帷幕。统计数据显示,2011年各主要债券市场合计发债总量(不含央行票据)为63958.79亿元,较2010年全年的51174.85亿元大幅增长超过1.2万亿元。分析人士表示,在2011年信贷资源紧张的情况下,债市正日益成为各类机构和企业重要的融资渠道之一。展望2012年,新债供应有望较今年继续显著增长。

## 金融债与信用债井喷

据Wind截至12月29日的数据显示,银行间及交易所债券市场今年累计(已/将)发债78098.79亿元,扣除央票后这一数字为63958.79亿元,较2010年全年51174.85亿元的发债量增加12783.94亿元或24.98%。

具体来看,2011年各类债券发

## 制度创新促发展

## 注册发行债券余额突破3万亿

□中国银行间市场交易商协会 谷小青

2011年收官在即,银行间非金融企业债务融资工具为金融市场的发展再添浓墨重彩的一笔。截至2011年12月29日,从交易商协会注册发行的包括短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等在内的非金融企业债务融资工具余额达到30062亿元,突破3万亿元的关口。在遵循市场发展规律的前提下,非金融企业债务融资工具市场发展渐入佳境,在经济金融系统中的重要作用亦越来越凸显。

首先,非金融企业债务融资工具具有发行效率高、融资成本低、定价市场化等特点,拓宽了企业融资渠道,为实体经济发展提供了重要支持。非金融企业债务融资工具的发行主体,不仅包括能源、交通、金属等基础性支柱产业,也分布于节能环保、信息技术等新兴产业。第二,针对中小企业的特点,市场创新推出中小企业集合票据和区域集优直接债务融资模式,缓解了中小企业融资难的问题。第三,债务融资工具市场利率市场化程度高,增强了货币政策传导的有效性,优化了金融资源的配置。第四,债务融资工具市场可降低金融系统的脆弱性,提高整个经济的抗冲击能力。上世纪90年代末亚洲金融危机的爆发给人们敲响警钟,发展企业类债券市场,以避免银行资产与负债期限严重错配,成为危机后的共识。

纵观历史,我国企业类债券市场的发展也曾经历曲折。1983年企业类债券在我国出现萌芽,但由于对其市场定位等方面存在偏差,导致之后多年的发展难有起色,甚至遭受挫折。但进入2005年特别是2008年以来,企业类债券的市场化脚步明显加快,银行间非金融企业债务融资工

## 2012信用债资质为王

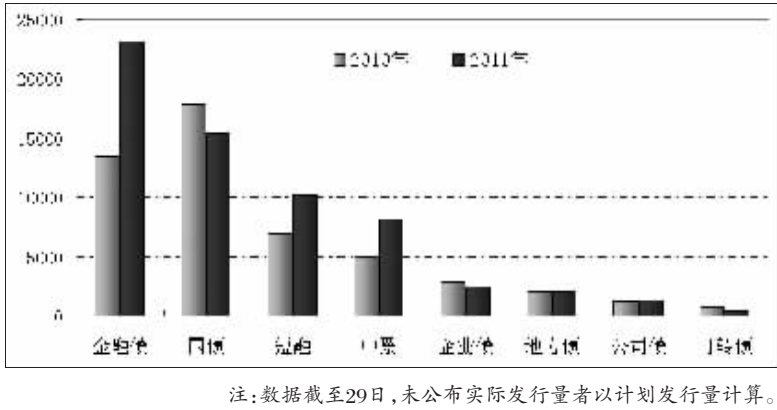
□国泰君安 胡达

在经过了三季度的一段沉寂,银行间债市在9月底解封之后开始新一轮的上涨。不过此轮上涨中,信用债悄然加入了根据资质而来的两极分化,低评级低资质券种至今仍在深渊中苦苦徘徊。

信用评级一直是银行间市场对个券资质最为重要的评判标准之一。随着交易商协会定价估值的推出,中票短融的发行利率往往直接由当期定价估值决定。所以,发行人如果可以将自身主体评级提高一个等级,则票面利率将直接下调50~100bp。以一只5年期发行量20亿的中期票据来说,将直接节约成本五千万以上。但是也正因如此,发行人开始利用各种方式提高自身评级,使得信用市场龙蛇混杂,同为AA评级的同期限信用产品,二级市场收益率差距可达50bp以上,使得越来越多的机构不得不重新思考如何进行个券资质的甄别。

目前,国内较为权威的评级公司主要有大公国际、中诚信、联合资信以及鹏元和新世纪等数家,他们每家都有着各自较为完整和严密的

## 2011年各主要类型债券发行量



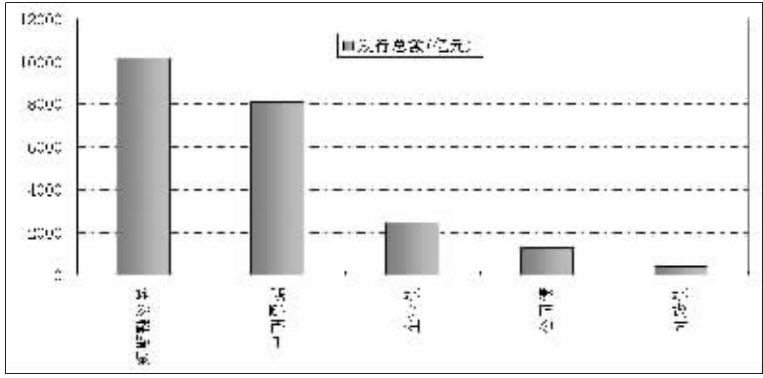
注:数据截至29日,未公布实际发行量者以计划发行量计算。

行中,金融债、国债、短期融资券等三类债券发行量均超过万亿元水平,全年发行数量分别为23090.30亿元、15417.59亿元和10137.30亿元,而其他债券品种发行量则均在万亿规模以下。

与此同时,与2010年的发行相比,金融债与信用债融资额增长最

为明显。数据显示,2011年一级市场短期融资券、中期票据、公司债的发行总量分别比去年增加约4成、6成和3成。今年金融债的巨量发行成为一级市场的另一大特点。截至12月29日的数据显示,今年金融债的发行总量高达23090.30亿元,较2010年全年的13,474.20亿

## 2011年主要信用债券发行情况一览



市场得到了飞速发展。究其原因,主要是在借鉴国际市场发展经验的基础上,深刻认识和把握了企业直接债务融资工具的特质,建立起了适合我国金融市场实情的发展模式。

首先,实施注册制的债券发行管理方式。注册制的建立是我国金融管理机器的重大突破,在防控风险的同时提高了市场效率。注册制以约束发行人充分信息披露为核心,通过对主承销商、信用评级机构、会计师、律师事务所等中介机构业务行为的引导和规范,维护市场行为的公平、公正、公开,最终实现投资人自主判断、自担风险,提高了非金融企业直接债务融资效率,促进市场规模不断扩大。

第二,坚持遵循市场化的运行规则。在债券一级市场,非金融企业债务融资工具的发行采用了市场化的簿记建档方式,中石油等一些大型企业开始尝试公开招标方式发行,债券的发行价格充分体现了投资者对市场收益率走势的判断。根据目前我国市场环境,探索建立并实行非金融企业债务融资工具定价估值体系,促进市场均衡价格的发现,稳定市场预期,推动市场有序发展。在债券二级市场,投资者群体日趋丰富,不仅包括银行、基金、保

险和证券公司等金融机构,也包括各类非金融机构,债券交投活跃。同时,做市商制度逐渐完善,做市商报价格质量改善、效率提高,极大地提高了银行间债券市场的流动性。

第三,全方面构建债券投资者保护体系。以投资者保护为导向,兼顾市场效率,加强和完善银行间市场非金融企业债务融资工具信息披露制度,发布了《信息披露规则》等制度,对发行人的信息初期披露和持续披露进行明确和规范,有效防范市场风险。同时,根据现阶段我国债券市场的发展特征,发布实施了《主承销商后续管理工作指引》、《突发事件应急响应工作指引》和《持有人会议规则》等一系列制度和规范,切实地保护非金融企业债务融资工具存续期间投资者的合法权益。

正是由于采取了以上的发展模式,我国银行间非金融企业债务融资工具市场才得以彻底摆脱企业类债券曾经面临的困境,迸发出勃勃生机,呈现跨越式的发展态势。不过,与国外发达市场国家相比,我国债券市场起步较晚,市场存量相对总体经济规模来看依然较小,尚存较大的发展空间。未来,随着经济金融的持续发展,市场制度的进一步完善,我国的债券市场必将迎来更加广阔的发展前景。

信用评级体系;其中大公国际更因为美国国家信用评级下调风波为大家所熟知。但是任何评级体系都不可能完美无缺,随着银行间市场的不断发展壮大,保险公司由于自身行业的特殊性和监管部门的要求,首先开始建立内部评级体系。

发展之初的内部评级仅仅是外部评级的缩小版或者说个性版,主要根据发行人本身的资质(主要是财务分析)进行评估,主要观测指标为发行人的资产规模、主营业务的稳定程度(稳定程度而不是发展速度)、现金流是否稳定、短期偿付利息的能力以及长期还本付息的能力。其与外部评估体系的区别在于,外部评级公司必须对所有的公司一视同仁并建立统一的标杆,或者仅仅根据行业进行分类,否则就很难有作为公允评价的公信力。但是内部评级体系可以有偏向性,对于某些指标的权重进行调整,设立自己关注的观测指标,甚至设立有否决权的指标(如造纸行业、或者涉及平台类不论资质一票否决),以建立适合自己的评级体系。

随着今年美国和欧洲主权信用问题爆发,引起了全球市场对信用

元,增加了近一倍。

分析人士表示,2011年新债发行总量的飞速增长,以及金融债与信用债发行量的猛增,一方面显示出,今年以来债券市场在直接融资中的战略地位正进一步得到提升。而另一方面,债券市场对于实体经济的支持力度也在显著增强。

## 2012年继续放量

在2011年债券市场迎来高速扩容后,多家分析机构预测,2012年新债供应仍将有望环比显著增长。

中金公司表示,综合财政收支等方面测算,2012年中央预算赤字规模预计在8000亿元左右,而地方预算赤字规模大约在3000亿元左右。因此相对对应的国债类债券净增量会比2011年高4000亿元左右,达到约1.1万亿元水平。在政策性银行金融债方面,中金公司认为,政策性银行的贷款占比提高以及同业存款成本上升两个因素在2012年还将继

## 上证国债指数创历史收盘新高

在良好市场预期支撑下,近日交易所国债市场持续上涨,12月29日,上证国债指数连续第四个交易日上涨,并创下历史收盘新高。

当日上证国债指数以131.30点高开,之后窄幅震荡,尾盘较上一交易日上涨0.02点或0.02%,以全天最高点位131.31点收盘,创下历史收盘新高的同时,亦持平于历史最高点位。交投方面,指数个券全天成交1.05亿元,较上一交易日萎缩近四成。个券表现来看,当日上交所成交的15只国债中有8只上涨、3只下跌、4只持平。

## 转债市场携量上涨

借股市企稳之机,年前最后几日可转债市场开启估值修复。周四,两市可转债产品多数实现上涨。市场人士表示,债底价值对转债走势具有支撑,不过考虑到股市表现乏力,未来一段时间转债市场仍以防御为主。

周四,中信标普可转债指数放量上涨,收报2485.74点,上涨0.49%,连续两日上涨。个券方面,两市正常交易的18只可转债中13只上涨,3只下跌,另有2只收平。中海转债领涨市场,净价上涨0.88%,收于90.67元;中行转债上涨0.83%,涨幅居次。此外,工行转债与石化转债双双实现0.30%以上的上涨,大盘转债全线飘红。巨轮转2再现下跌,跌幅0.63%,居跌幅榜第一;海运转债

续存在,预计全年发债净增量将达1.3万亿元左右。

与此同时,广发银行、海通证券等机构也认为,2012年国债、金融债的总供给量较2011年仍将会出现较为明显的增长。根据广发银行的测算,2012年政策性金融债发行总量预计在2.1万亿元左右,国债发行总量则在1.6万亿元附近水平。海通证券测算数据则显示,2012年信用债新增净供给将至少在1万亿元左右,其中企业债、公司债因市场扩容且到期量较少,全年净供给量相对较大。

值得注意的是,尽管2012年债券市场新债供应总量依旧会保持高位,但多数机构仍认为,随着准备金率下调,贷款额度适度放松,商业银行对债券的需求量将会出现恢复性上涨。相较于总供给,2012年市场需求仍会保持稳定,政策的逐步松动也将给新债供应带来稳定的需求支撑。

其中,剩余年限0.3041年的02国债(3)居成交额首位,收盘价与上一交易日持平;剩余年限2.4274年的11国债13收盘净价上涨0.69%,居涨幅首位;剩余期限9.8877年的06国债(19)收盘净价下跌1.78%,居跌幅之首。

分析人士指出,虽然近期市场资金面趋紧,但投资者对债券市场中长期前景仍十分看好,加之股市低迷背景下“股市跷跷板”再次显现,市场预期新年过后资金面将有望好转,配置资金入场拿券意愿较强。(葛春晖)

下跌0.32%,跌幅居第二位;国电转债展开补跌,跌幅为0.07%。成交方面,石化转债全天成交2.02亿元,居成交排名之首;其次是中行转债,成交1.82亿元,工行转债成交1.76亿元,列第三位。总的来看,17只可转债净价平均上涨0.19%,成交总额7.63亿元。

有市场人士表示,经过前期调整,转债平均纯债溢价率已回归历史低位,对扩容预期消化较为充分。债性支撑作用下,转债尤其是偏债型品种向下空间有限。不过,若要向上,则有赖于正股市场的表现。目前无论是从市场扩容,还是正股走势而言,短期内转债市场仍然看不到赚钱效应,建议继续以防御为主。(张勤峰)

29日沪深可转债成交情况一览							
名称	最新	涨跌幅	成交金额	正股涨跌幅	到期收益率	转股溢价率	纯债溢价率
中海转债	90.6732	0.88	2336	0.17	3.5521	34.92	0.11
中行转债	94.5375	0.83	18167	0.69	3.6692	17.2	0.0779
国投转债	96.1856	0.68	1981	0.17	3.493	17.43	0.1018
歌华转债	90.6033	0.49	400	-1.62	4.0429	72.72	0.0704
工行转债	105.4679	0.48	17627	0.24	0.9929	-0.09	0.2389
石化转债	100.1253	0.3	20190	0.28	2.2198	2.67	0.1743
川投转债	91.631	0.02	2674	1.26	4.3853	41.68	0.0578
美丰转债	103.4219	0	39	0.16	1.3245	21.58	0.139
燕京转债	101.1042	0	605	0	0.7442	66.9	0.1848
国电转债	105.8178	-0.07	3139	1.84	1.6474	2.17	0.2307
海运转债	91.5153	-0.32	920	0.67	3.8573	38.61	0.037
巨轮转2	94.6405	-0.63	104	0	3.2612	30.71	0.1005

## ■外汇市场日报

## 信贷形势堪忧 欧元创年内次低

□东航国际金融公司 陈东海

29日隔夜,欧洲消息导致多数非美货币先是小幅,继而大跌。意大利拍卖了90亿欧元6个月期国债,其平均收益率为3.251%,而2011年11月份的同期国债拍卖平均收益率为6.504%,显示市场对于意大利国债需求强劲。欧洲股市受到意大利国债拍卖较好结果的推动,全面上扬,欧元等非美货币小幅走高。

不过,很快就有不利消息传出称,欧洲央行的资产负债表已升至创纪录的2.73万亿欧元,表明欧洲央行在继续推进宽松货币政策。同时数据显示欧元区各大银行在周二向欧央行存入了4520.34亿欧元,超过周一刚刚创下的4118亿欧元的纪录,显示最近虽然欧洲央行向商业银行标售了近5000亿欧元的流动性,但是商业银行仍在继续将资金存入欧洲央行,而非从事放贷活动。当日意大利10年期国债收益率上升至6.90%,显示意大利的债务情况仍然不乐观。欧洲三大股指收盘下跌,其中德国DAX指数收盘下跌2.01%,美国三大股指同样全线收跌,其中纳指收盘下跌1.34%。

欧元等多数非美货币大跌,美元指数则大涨至80.60附近。

29日亚洲市场缺少消息的推动,市场继续受到隔夜欧美市场的影响。日本东京225指数收盘下跌0.6%,收盘时略微收敛跌幅。风险情绪不佳,日元走强至77.70一线。澳元等非美货币止跌企稳。

29日由于受到隔夜信贷信息不佳的影响,欧元最低一度达到1.2886,创除2011年1月10日1.2864以外的次低点。欧洲市场开市后,三大股指开盘上涨,其中法国CAC40指数和德国DAX指数开盘均上涨0.6%。风险情绪略微回稳,风险货币暂时得以喘息。

适逢圣诞和新年期间,外汇市场交易清淡,一些资金可能需要结清头寸,因此风险会有所放大,投资者需要关注节日和新年因素导致的不确定性。29日欧洲市场时间意大利将拍卖10年期国债。目前意大利10年期债券收益率接近7%,如果29日拍卖的结果理想,将会连同前一天的6个月国债拍卖的理想结果一起支持欧元等风险货币,而如果结果不理想,可能会导致欧元创年内新低。