

逆回购“控盘”资金面以稳为主

□本报记者 葛春晖

央行周二(11月13日)开展了两期共1860亿元逆回购操作，与当日2240亿元到期逆回购部分对冲后，实现380亿元的单日资金净回笼。当日主流资金利率涨跌互现，总体波动不大。分析人士指出，当前央行对于逆回购的运用越发得心应手，综合多项因素来看，年内流动性有望保持适度充裕状态、平稳运行，资金利率出现大幅波动的概率不大。

单日净回笼380亿 资金利率低位震荡

央行公告显示，央行13日开展了两期逆回购操作，包括780亿元7天期品种和1080亿元28天期品种，两期操作中标利率分别持平于前期的3.35%和3.60%。

据Wind资讯统计，13日公开市场上有2240亿元逆回购到期，无央票或正回购到期，央行开展1860亿元逆回购之后，当日实现380亿元的单日资金净回笼。从全周情况来看，本周共有4220亿元逆回购到期，央票到期规模达到520亿元，无正回购到期。本周还剩余1840亿元的资金缺口。市场人士表示，继上周实现1010亿元的净回笼操作之后，本周公开市场再次实现净回笼的可能性较大。

从资金面来看，尽管周二央行抽离380亿元资金，但银行间市场流动性仍相对充裕，主流资金利率涨跌互现、保持在近期相对低位水平。以银行间质押式回购利率为例，当日隔夜回购加权平均利率较上一交易日下跌20BP至2.33%，为11月以来最低水平；7天加权小涨6BP至3.16%；此外，14天加权微涨2BP至3.35%，1个月加权下行6BP至3.78%。只有跨月品种21天加权涨幅较为明显，上涨25BP至3.57%，利率水平亦不算高。

值得注意的是，上周二央行逆回购操作同为7天加28天的组合，其中7天品种交易量高达1660亿元，显著高于28天品种的1110亿元。而在本周二操作中，28天品种的交易量反超7天品种。交易员表示，在短期流动性继续向好的背景下，央行适时调整操作期限结构、拉长逆回购到期时限，有利于缓解下周的逆回购到期压力、稳定市场对于流动性的预期。

**逆回购彰显约束力
资金面或难破“紧平衡”**

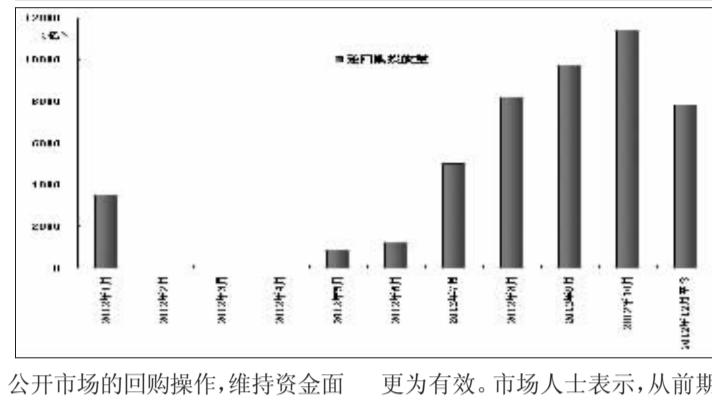
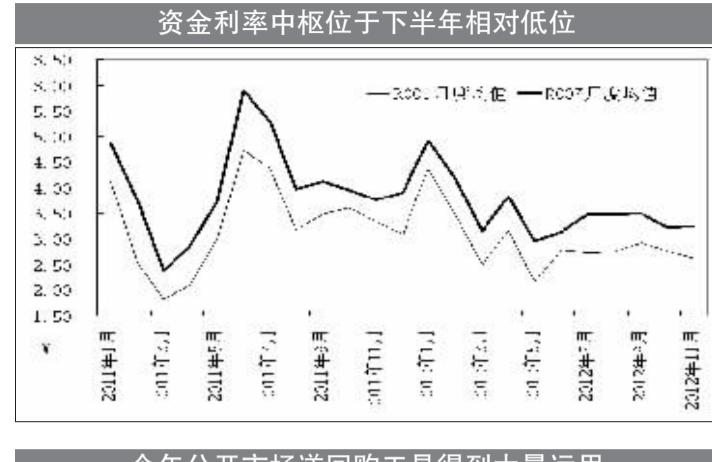
数据显示，从11月初至13日，7天回购加权平均利率的均值为3.24%，与10月份月度均值3.22%相当，但低于7-9月份2.50%左右水平。从利率中枢水平看，四季度资金利率出现小幅下移，显示资

金面较三季度略微宽松。但考虑到前期市场资金面对于央行公开市场投放的敏感性较强，即净投放时资金面趋松、净回笼后资金面趋紧，银行体系流动性总体仍未摆脱“紧平衡”格局。

分析人士表示，综合考虑年内未来时间资金面有利因素增多，当前货币条件总体适宜，以及央行逆回购操作对资金面具有明显约束力等因素，预计年内银行间市场流动性有望保持适度充裕，但资金利率继续大幅下行的可能性不大。

从资金来源渠道看，首先，11月、12月公开市场上央票到期量均超过1000亿元，较10月份的390亿元显著增加；其次，人民币汇率保持强势，暗示热钱或在持续流入境内市场；再者，经历了10月份的超预期增长之后，财政存款将在11月、12月迎来大规模季节性投放，两个月投放规模有望达到万亿元。这些因素都将给银行体系流动性带来不同程度的改善。

从当前货币条件来看，央行可能不会放任资金面过于宽松。瑞银证券分析师表示，10月份的社会融资总量显示实体经济能够获得较多的流动性，因此市场很难期待政策面短期内再继续加大刺激力度，预计央行将视公开市场到期量、外汇占款变动情况等灵活安排



公开市场的回购操作，维持资金面的相对平衡，7天回购利率近期可能仍将在3%左右水平徘徊。

事实上，当资金面保持相对“紧平衡”时，央行公开市场操作对于银行体系流动性的约束往往

更为有效。市场人士表示，从前期操作情况看，央行持续通过价格锁定、各交易商报量的方式，基本可以非常精准地调控资金面，从而避免货币市场利率出现大起大落的情况。

人民币即期汇价再创汇改以来新高

在近期人民币持续强势的背景下，13日人民币兑美元即期汇价再次触及6.2262的“涨停”价位，在连续第11个交易日触及“涨停”的同时，再次改写了汇改以来新高纪录。

交易数据显示，13日人民币兑美元即期汇价开盘即报出6.2262的“涨停价”，盘中最低仅下探6.2275，收盘报6.2265，较12日收盘上涨26个基点或0.04%。而在海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上，人民币兑美元1年期远期汇价13日继续交投在6.32

跨年存款需求旺盛

6个月国库定存利率连涨两期

财政部、中国人民银行于11月13日以利率招标方式进行了2012年中央国库现金管理商业银行定期存款(十三期)招投标。招标结果显示，本期期限为6个月期的500亿元国库现金定存中标利率为4.70%，较此前一期(招标于10月25日)同期限国库现金定存4.50%的中标利率上升20个基点，为连续第二期利率上涨。分析人士表示，虽然当前市场资金面宽松格局不改，但商业银行等机构对于跨年度存款需求较旺盛，从而推高了此次半年期国库现金定存利率。

一级市场延续暖意

进出口行两新债利率符合预期

进出口银行11月13日招标发行了该行2012年第二十二期和二十三期金融债券，为3年期和7年期两个固息品种。在机构稳定配置需求的支撑下，两期新债中标利率均符合市场预期。

货币网公告显示，13日招标的3年期口行债中标利率为3.80%，7年期品种中标利率4.17%。而据银行间市场交易员称，3年期品种首场100亿元发行额度，认购倍数为1.86倍，随后追加发行了47.4亿元，50亿元追加额度没有全部追满；7年期品种首场120亿元发行额度，认购倍数为1.66倍，随后80亿元追加额度则

仍在等待投资时机。(王辉)

■ 交易员札记

收益率略降 机构青睐短端

□长江证券 斯竹

在宽松资金面的支撑下，周二现券市场交投较为活跃，其中，国债整体收益率小幅下行，AAA评级的短融以及3年、7年AA附近中票和企业债较受关注，收益率稳中略降。

国债方面，收益率略有下行，1年期下行2bp，成交在2.90%附近，5年期成交在3.16%附近，7年期下行约2bp成交在3.45%附近，10年期成交在3.54%附近；政策性金融债方面，3年期非国开债成交在3.84%附近，5年期非国开债成交在4.02%附近，7年期非国开债成交在4.20%附近，同期限国开债成交在4.34%，10年期国开债成交在4.43%；央票方面，10央票32成交在2.85%附近，下行约2bp，2年品种如11央票78成交在3.00%。

短融方面，交投继续保持活跃，整体收益率略有下行。半年附近的AAA券种成交在3.32%附近，接近1年的12广晟CP01多笔成交在4.65%，12国电集CP03则成交在4.29%附近，此外，AA品种12惠天CP02成交在5.03%，

对收益率略降。

从当前的基本面来看，经济数据继续小幅反弹，企稳迹象较为明显，但回升力度较弱，未来经济可能长期处于底部盘整的状态，对债市而言利好因素居多。在央行持续开展逆回购操作的背景下，伴随着未来外汇占款的增长，市场对于资金面的预期整体较为乐观。在此背景下，中长期品种或将维持窄幅盘整，短期品种在当前存在一定的收益率回落空间，高收益信用债将持续受到追捧，高等级信用品种短期内将维持弱势。

从当前的基本面来看，经济数据继续小幅反弹，企稳迹象较为明显，但回升力度较弱，未来经济可能长期处于底部盘整的状态，对债市而言利好因

高收益债 供需两旺难掩隐忧

转债多数下跌

短期或有价值无趋势

昨日A股市场再度走弱，带动两市可转债多数出现调整，其中偏股型转债跌幅靠前，偏债型的唐钢等品种走势稳健。市场人士指出，短期正股市场变数较大，建议重点持有安全边际高且有一定弹性的转债品种。

在短暂反应了经济基本面的改善之后，A股市场昨日重归震荡回调进程。当日，上证综指下跌1.51%，两市20只存量可转债对应的正股中只有新钢股份一只上涨。受正股拖累，中证转债指数昨日下跌0.33%，收于270.32点，个券多数下跌。其中，股性较强的巨轮转2跌1.71%，列跌幅榜首位；国电转债跌幅也超过1%，达到1.22%；美丰转债下跌0.95%，名列跌幅榜第三位。在大盘转债中，中行转债因债性较强而唯一幸免下跌，同属偏债型转债的博汇、川投、唐钢等品种则逆势小幅上涨。阶段跌幅较大的燕京转债被零星成交推上涨幅榜首位，全天实现上涨0.79%，参考性不强。

东方财富报告指出，目前偏债型转债接近债底的价格以及偏股型转债极低的转股溢价率水平无不反映了投资者低落的情绪以及对股票走势悲观的看法。由于短期内的赚钱效应不明显，股指的弱势无扭转迹象，转债可能一段时间内将处于有价值无趋势的状态中，持有转债的投资者仍需承受机会成本，但预计该位置向下空间较小。(张勤峰)

两公司今日 共发行70亿超短融

13日，中国石油化工集团公司和中国核工业建设集团公司相继公告，将于14日发行合计50亿元超短期融资券。

据公告披露，中国石油化工集团公司此次发行的是2012年度第三期超短期融资券，期限270天，发行规模50亿元。债券将以簿记建档、集中配售的方式发行，票面利率由簿记建档程序确定。本期债券无担保，经联合资信评估，公司的主体长期信用评级为AAA。建设银行、国开行担任此次发行的联席主承销商。

中国核工业建设集团公司此次发行的2012年度第一期超短期融资券，期限270天，规模20亿元，将通过簿记建档、集中配售方式公开发行，发行利率由簿记建档程序确定。该期债券无担保，经中诚信国际综合评定，企业主体长期信用评级为AAA。建设银行为主承销商，光大银行为联席主承销商。

相关公告显示，上述两期超短融均为11月14日发行，15日缴款并起息，2013年8月12日到期一次性还本付息。遇节假日顺延。(张勤峰)

□中信证券固定收益部 韩冬 杨丰

近期，偏暖的经济数据给债市带来一定压力，但得益于宽松资金面和股市调整的支持，利率产品收益率总体稳中略降。信用产品方面，短融资金面的支撑较为稳定，中票则随利率产品窄幅波动，相比之下，无论是银行间还是交易所，中低评级债券均交投活跃，呈现供需两旺局面，交易品种继续强于银行间。我们认为，未来一段时间，短融配置价值依然较高，中票或随利率产品继续保持区间震荡，中低评级债券则在估值降至较低水平后，收益率继续下行空间或已有限。

从未来趋势看，资金面的波动仍将是短融市场最主要的影响因素。人民币升值引致的外汇占款规模上升以及11-12月财政存款的释放将对资金面形成一定利好，加之央行逆回购操作的维护，

年末金融系统流动性有望保持相对宽松的局面。当前短融具备相对合理的绝对收益率和利差水平，其配置价值仍然较高。

对于中票市场而言，一方面，四季度通胀数据将维持低位运行格局，对其难以形成明显利空，但另一方面，9-10月份工业增加值的小幅回升使得市场对于经济复苏的预期继续升温，这可能会对市场形成一定的压力；另外需要关注的是海外因素的变动，美国大选尘埃落定之后，财政悬崖问题将成为影响其复苏进程及全球经济的主要因素之一。目前来看，这一问题的解决仍有较大的不确定性。

欧洲方面，希腊财政状况的恶化再度成为市场关注的焦点，而西班牙、意大利等国家的债务问题也仅是暂时偃旗息鼓，欧债危机的解决仍将在很长的一段时间内拖累欧洲的复苏进程，外需的疲软使得国内经济强劲复苏

的概率较低。因此，经济基本面面对市场可能难以形成明显的负面冲击，同时考虑到资金面难以达到非常宽松的程度，对于中票来说，信用利差明显收窄的概率较低，其收益率将随利率产品继续保持区间震荡。

上周中低评级城投债成交十分活跃，呈供求两旺局面，收益率有一定幅度下行，其需求可能主要来自于包括基金和券商在内的交易型机构。目前来看，5年期左

右相对优质城投债的收益率基本达到6.0%-6.5%的水平，而5-7年AA中西部地级城投债收益率水平基本达到6.5%-7.0%的水平，与同期限AA中票的利差均值在50BP左右；100BP左右，处于相对较低的水平；同时考虑到当前市场交投相对活跃，上周企业债单周成交量接近2200亿元，较9-10月份的周成交量有明显提升，而从历史经验看，低等级债券在市

场比较火爆且流动性较高推动收益率出现明显下行之后，如果后市债券流动性有一定波动，则存在可能快速陷入调整的风险，因此仓位较重的投资者可顺势降低一定的仓位。

上周中低评级城投债成交十分活跃，呈供求两旺局面，收益率有一定幅度下行，其需求可能主要来自于包括基金和券商在内的交易型机构。目前来看，5年期左

右相对优质城投债的收益率基本

信用债短期具备上涨基础

□中信建投 黄文涛

10月份通胀环比下跌使债券市场得到一定支撑，信用债受益于资金成本和利率体系下移及配置需求增长的影响，短期具有上涨的基础。

10月份CPI数据低于此前预期，主要原因是肉禽及其制品价格同比下降较多，特别是猪肉价格同比下降15.8%，影响居民消费价格总水平下降约0.6个百分点。从环比来看，鲜菜价格、蛋价格、水产品价格环比继续下行，使得食品价格上涨低于预期。食品价格一直是通胀中最不稳定且波动最大的部分，猪肉价格跌幅较大，

改变了市场对未来的通胀预期，目前市场多认为明年上半年CPI高点不会超过3%，全年CPI预计在2.2%左右，将低于今年水平。通胀预期下修可能为债市带来一定机会。从四季度余下时间来看，利率品种收益率下行将打开信用债收益率下行空间。

与此同时，通胀低于预期揭示国内经济终端需求仍然冷清。近期中国经济出现了触底回升迹象，工业企业利润增长触底，PMI连续两月出现回升。我们认为，在中国经济连续下行三个季度后，从库存周期的角度看经济确有反弹的需求，主要来自于价格和库存接近底部后的补库存

动力。预计这样的经济反弹可以持续到年底，但对于反弹高度不宜过高估计。结构性产能过剩，居民名义收入下降，失业现象加剧等都决定了经济内生动力远不及以前，中期下行趋势将压制短期周期反弹的高度。我们无法确定短周期上行与中期下行的合力方向，但可以见得短周期上行的力量并不能显著改善企业的信用资质，短周期复苏仅是对经济总量或企业盈利水平的一次修复，但总量的触底并不能带给微观企业强力的支援，也就是说，结构性的信用恶化仍然是常态，2009年刺激后实体经济的去产能和调结构仅仅

是刚刚开始，企业偿债能力和现金流水平难有改善。因此，经济复苏预期对于债券市场的压力不大，经济企稳也不会导致固定收益类资产被大量抛售。

另外，未来资金成本有望继续回落，银行间7天回购利率乐观估计可降至3%以下，债券市场流动性将保持适度宽裕的局面。

在短期内，我们建议适度拉长信用债久期，5-7年的中票是较好的投资品种，且将受益于流动性改善带来的利好。个券选择上，重视国企背景，信用风险回避三类行业：强周期行业、产能严重过剩行业及出口导向型行业。

在短期内，我们建议适度拉长信用债久期，5-7年的中票是较好的投资品种，且将受益于流动性改善带来的利好。个券选择上，重视国企背景，信用风险回避三类行业：强周期行业、产能严重过剩行业及出口导向型行业。

■ 外汇市场日报

亚欧股市普跌 风险货币承压

□中信银行 胡明

滑至-1。市场预期，如果第四季度

通胀温和，澳洲联储将继续放松货币，降息25个基点的概率加大。

今年以来，澳元一直保持相对强势的主要原因在于，一方面，债务危机导致的储备多元化以及投资渠道狭窄化，促使资金流入澳洲；另一方面，一些投资者趁机抄底澳洲矿产资源，相关投资带动资金流入澳洲。目前来看，这两方面因素并未出现根本变化，预计将对澳元起到一定支撑作用。

但从中期来看，一旦欧洲债务危机或者美国财政悬崖问题爆发风

险事件，在市场避险情绪的推动下，澳元则有可能出现较大幅度的下跌。简单而言，中期内澳元上升空间有限，但下跌的风险与空

间则会比较大。

13日亚欧交易盘，美元兑日元震荡走弱，汇价继续朝着79日元整数关口迈进。期间，日本极差的经济数据一度推动汇价反弹，但由于亚欧股市普跌以及风险偏好下降，日元的避险需求依然强劲。数据显示，日本9月工业产出月率为下降4.1%，年率为下降8.1%，数据虽双双持平于初值，但相比前值，已有较大幅度的恶化。

短期来看，风险厌恶情绪仍将使得日元保持强势。一方面，欧洲债务危机前景的不确定性，特别是希

腊资金缺口如何落实问题，将

持续压制市场风险偏好；另一方面，美国两党围绕财政悬崖问题的拉锯战也将增加市场的忧虑。

总体而言，市场仍将在美国财政悬崖问题以及希腊债务危机问题之间周旋。虽然美国两党最终达成妥协，避免财政悬崖发生是大概率事件，希腊获得再次援助也是大概率事，但亦字削减对美国经济的拖累以及希腊自身造血功能缺失导致的援助失效成为投资者持续担忧的问题，所以在问题未得到完全解决之前，市场情绪仍将保持谨慎。

对收益高于其他国债品种但期限过长预计仍以保险类机构为绝对主力。预计最终中标利率有望落在4.27%到4.31%。

国海证券：结合10月份CPI和工业增加值增速来看，未来通胀压力不大。货币政策虽然不可