建行中行公告次级债发行事宜

银行抢搭“旧”次级债发行末班车

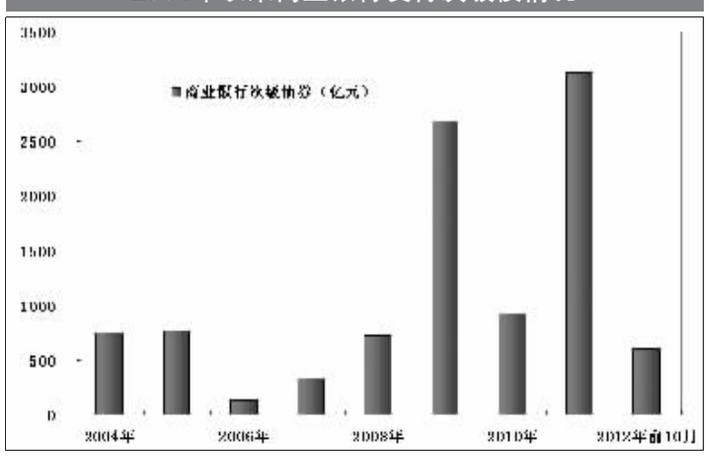
□本报记者 张勤峰

时隔两个半月后，11月14日，曲靖市商业银行一纸次级债发行公告，揭开了新一轮商业银行次级债券发行序幕。尽管计划发行规模只有1.2亿元，但这一“抛砖引玉”之举，却很快得到了业内同行们的积极响应。15日，建设银行和中国银行相继发布了次级债券发行或获批公告。业内人士表示，为赶上“旧式”次级债发行的“末班车”，年前的一个半月商业银行次级债券供给或将超过1500亿元。

次级债融资潮显露端倪

15日，建设银行在银行间市场发布公告称，该行将于本月20日簿记建档发行2012年第一期次级债券，发行总规模为400亿元。该期次级债券分为两个品种，其中品种一10年期固定利率品种，第5年末附有前提条件的发行人赎回权，计划发行规模为50亿元；品种二15年期固定利率品种，第10年末附有前提条件的发行人赎回权，计划发行规模为350亿元。

2004年以来商业银行发行次级债情况



中国银行则于上交所发布公告称，相关监管部门近日已批准该行在银行间市场公开发行不超过230亿元次级债券。根据中国银行此前发布的预案，本期次级债券发行计划需在今年12月31日之前实施。就在上周，宁波银行曾公告，经央行和银监会批准，该行将在银行间债券市场公开发行不超过30亿元次级债。

除此以外，据Wind资讯统计，目前两市上市银行中，还有农业银行、招商银行、华夏银行和民生银行披露了次级债券发行计划。除民生银行未明确融资额度之外，农行、招行和华夏分别拟发行500亿元、230亿元和100亿元的次级债券。

据现有公开数据计算，年内最后两月待发次级债券总共将超过1400亿元。而据业内人士称，浦发银行、温州银行等也希望在年前次级债发行热中“凑个热闹”，因此最后发行很可能规模突破1500亿元。

Wind资讯数据显示，今年前10个月，银行间债券市场共发行13只商业银行次级债，总额600亿元。也即是说，今后两个月待发次级债可能将会是前10个月发行总额的两倍多。

不得不说，市场即将迎来一轮猛烈的次级债融资热潮。

银行资本工具需创新

2004年以来，次级债日益成为国内商业银行的重要的资本补充工具。特别是2009年以来，商业银行次级债券融资额呈现快速增长态势，去年全年更高达3132亿元，创历史最高水平。但今年临近年末，商业银行抢发次级债，具有特殊的背景。

按照计划，明年1月1日起，商业银行新的资本管理办法——《商业银行资本管理办法（试行）》将正式实施，该管理办法根据国际统一规则，对银行资本提出了更为严格的要求。其中，对于商业银行其它一级资本和二级资本工具，要求其“必须含有减记或转股的条款”。据此，目前银行所发行的次级债条款将不符合新办法的规定，而明年起发行的不合格资本工具不再计入监管资本，届时银行如按目前发行次级债的条款将达不到充实资本金的目的。由于在2013年之前发行的“旧式”次级债券仍可以计入监管资本，因此年底前这一个多月时间，自然成为商业银行抢发“旧式”次级债的最后时间窗口。为赶上“旧式”次级债发行的“末班车”，商业银行突击发行次级债券也就不难预料。

业内人士还表示，新办法对商业银行存量次级债券也进行了规定，要求在未来10年内逐步从监管资本的计算中扣除。目前银行约8000多亿元的存量次级债，将面临被逐年扣除的局面。可以预见，未来银行将存在较大的资本补充压力，亟需通过多种方式拓宽资本来源渠道。为拓宽银行资本来源，当前应该通过创新，创造出符合新监管要求的资本工具，以缓解银行资本压力。在这一方面，国外银行所发行的附带转股或者减记条款的多种资本创新工具或许具有一定借鉴意义。

本周公开市场净回笼750亿

资金面保持宽松格局

央行15日在公开市场操作中以利率招标方式开展了共计910亿元的逆回购操作。其中7天品种420亿元，中标利率3.35%；14天品种490亿元，中标利率3.45%，两期逆回购利率均与前一期持平。统计数据显示，本周到期逆回购合计4040亿元，扣除520亿元到期央票和四期共2770亿元的逆回购交易量，本周央行公开市场操作实现资金净回笼750亿元，为连续第二周净回笼资金，上周净回笼资金1010亿元。

尽管本周公开市场操作出现连续第二周资金净回笼，但市场资金利率依旧在相对低位运行。数据显示，15日银行间市场隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.2757%和3.3242%，分别比上一交易日回落2.48和2.12个基点。

Wind统计数据进一步显示，受央票到期量增加、逆回购到期量减少等因素影响，未来四周公开市场到期资金分别为-2270亿元、-1390亿元、-610亿元和-700亿元，央行通过逆回购操作进行资金对冲的压力有望逐步下降。招商银行等机构观点认为，短期市场焦点仍集中在央行对资金面的调节上面，从近期央行的操作策略看，逆回购依然是央行抵补因外汇占款疲弱所造成的资金缺口的首要手段，其动用新的货币手段的必要性不大。（王辉）

中信证券20日招标50亿短融券

今年券商短融券已发行超400亿

中信证券15日发布公告称，将于11月20日招标发行其2012年度第四期短期融资券，发行金额为50亿元，期限91天。

本期短期融资券采取通过中国人民银行债券发行系统公开招标的方式发行，发行价格为100元，票面利率通过招标系统向投标人进行单一利率（荷兰式）招标确定，招标时间为2012年11月20日，11月21日为分销期，缴款日和起息日为11月21日，2013年2月20日到期一次性还本付息。经大公国际综合评定，发行人主体信用等级为AAA级，评级展望为稳定，债项评级为A-1。

据统计，自证券公司今年恢复发行短期融资券以来，若算上本期债券已有中信证券、国泰君安证券、招商证券和广发证券四家券商机构先后发行12只共451亿元的短期融资券。

据人民银行2004年发布的《证券公司短期融资券管理办法》规定，证券公司发行短融券不得超过其净资本的60%，期限最长不得超过91天，募集资金不得用于固定资产投资、长期股权投资等。证券公司发行短融券主要用于补充短期流动资金需要，支持开展创新业务等。（张勤峰）

美元兑日元升破81

□东航国际金融公司 陈东海

15日日本在野党自民党总裁安倍晋三声称，将与现首相野田佳彦合作解散议会，日本将提前进行大选。安倍晋三表示，日本央行法可能即将修改，届时日本政府可能对日本央行行长的选择施加更大影响。安倍晋三还表示，通缩、日元强势是日本经济发展的最大阻碍，需要采取所有可行的措施以对抗通缩，希望与日本央行合作，以扭转日元升势，从而重振日本经济，若自民党当政，将推动日央行实行大型宽松政策。安倍晋三的言论严重打击了日元走势，美元兑日元在15日亚太市场时间快速上涨至80.95附近，而欧市盘中再掀升势，顺利突破81日元整数关口。

短期来看，由于日本首相野田佳彦决定解散国会，并将于12月16日举行大选。而日本现今执政党民主党可能下台，同时日本在野党领袖安倍晋三表示要增强政府对于央行的影响力，并且促使央行将基准利率降低至零或者零以下，因此日元未来仍然面临一定的下跌压力。

欧洲方面，德国15日公布第三季度GDP季率季调后初值为0.2%、前值为0.3%、预期值为0.1%，年率未季调初值为0.9%、前值为0.5%、预期值为0.4%。同时法国公布的第三季度GDP季率和年率也都优于预期。该消息利于欧元。在亚欧交易时段，欧元兑美元延续前一日上涨态势，逐步临近1.28位置。

国开行20日首次招标第四批“福娃债”

国家开发银行15日公告，该行将于11月20日招标发行2012年第四十五至四十九期金融债。其中第四十五期债券为1年期固定利率债券，发行总量不超过60亿元；第四十六期债券为3年期固定利率债券，发行总量不超过60亿元；第四十七期债券为5年期固定利率债券，发行总量不超过60亿元；第四十八期债券为7年期固定利率债券，发行总量不超过60亿元；第四十九期债券为10年期固定利率债券，发行总量不超过60亿元。以上各期债券均按年付息，缴款日和起息日均为11月22日。

此次发行的第四十五、四十九期债券，债券固定面值，均采用单一利率（荷兰式）招标方式；第四十六、四十七、四十八期债券，债券固定面值，采用多种利率（美国式）招标方式。上述五期债券承揽费按认购债券面值计算，1年期无承揽费，3年期为0.05%，5年期、7年期为0.10%，10年期为0.15%；各品种均无兑付手续费。（王辉）

结汇需求高涨 人民币即期汇价连续十三“涨停”

“热钱”大量流入或是幻象

□本报记者 葛春晖

11月15日，伴随中间价下调24基点，人民币兑美元即期汇价亦以小幅下跌收盘。不过，由于美元卖、买盘力量对比依然悬殊，即期汇价上午绝大多数时间仍封于“涨停”价位，直到下午在陆续增多的买盘推动下才有所转变。分析人士指出，近阶段美元抛盘汹涌主要缘于人民币贬值预期修正背景下的结汇意愿升温，而考虑到国内经济增速趋缓、人民币升值难以长期持续等因素，当前及今后一段时间“热钱”是否会大量流入还有待观察。

中间价结束7连涨 即期价连续13日“涨停”

据中国外汇交易中心公布，11月15日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.2905，较上一交易日下跌24个基点，结束了此前连续7个交易日的小步快跑。以中间价计算，今年以来人民币累计升值104个基点或0.17%，总体变动幅度不大。此外，与5月2日创下的汇改以来高点6.2670相比，当前的中间价还低235个基点。

当日银行间外汇市场询价系统上，人民币兑美元即期汇价受中间价走低影响跳空低开，但6.2276的开盘价仍达到高于当日中间价1%的交易上限，且在上午绝大部分时间守住这一价位。这已是该汇价连续第13个交易日触及“涨停”。交易员表示，“大家都在争着卖美元，买盘又几乎没有。这种情况下，只能寄希望于央行借大行之手买入美元，从而向市场注入人民币流动性。”

进入下午交易时间，平静如水的外汇市场终于出现转机。从Wind资讯行情数据来看，随着下午三点左右一笔美元买盘将人民币兑美元即期汇价从“涨停价”直接打落100个基点，市场上美元买盘逐渐增多。截至当日收盘，人民币兑美元即期汇价较上一交易日下跌82个基点至6.2334，较当日中间价高出571个基点或0.91%，成功摆脱连续三个交易日“涨停”报收的格局。

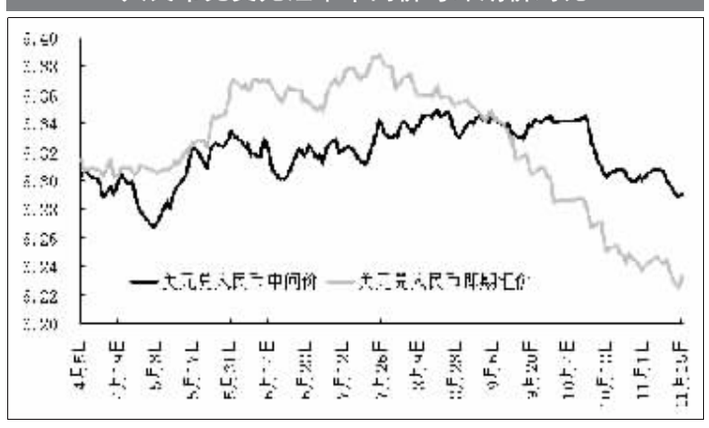
对于昨日人民币即期汇率的回落，交易员表示，一是中间价在隔夜美元指数窄幅震荡的背景下小幅贬值，向市场传递了保持汇率稳定的信号；二是经历了前期的持续上涨之后，市场对于近期人民币升值空间已经有所保留；三是下午大型银行的美元买盘给市场注入一定的人民币流动性，并在一定程度上刺激了市场交易热情。

不过市场人士表示，当前银行内部的美元头寸依然过剩，加之来自客户方面的结汇需求依然旺盛，预计近期人民币兑美元即期汇价仍会保持强势。

贬值预期犹存 热钱或难大规模涌入

回顾8月份以来人民币汇率的表现，人民币兑美元即期汇价从低于中间价到逐渐反超，再到频频触及波动区间上限，市场对于人民币预期的变动成为其背后最大的推手。以NDF市场一年期美元兑人民币报价为例，8月下旬

人民币兑美元汇率中间价与即期价对比



该报价反映的一年后人民币贬值幅度还在1.76%，到了10月上旬就已经缩窄至0.75%左右。市场人士表示，前期人民币贬值预期盛行时，企业和个人结汇意愿下降、外汇存款增加，商业银行也积累了大量美元头寸，而随着贬值预期的修正，企业和个人结汇意愿骤然上升，在商业银行抛售美元头寸意愿较强、而央行又不太愿意入市干预的情况下，人民币市场价持续走强也就在所难免。

欧美量化宽松带来的热钱流入，被许多观点认为是推动人民币升值的另一个重要原因。不过，也有分析人士对此持不同看法，理由是我国当前经济形势下，“热钱”的短期逐利性决定了其不会出现大规模涌入。一方面，在“调结构”背景下，我国经济增速趋缓已经成为市场共识，未来人民币升值的空间已经不大。目前NDF市场对于一年后的人民币预期仍处于贬值状态，说明海外投资者对于人民币升值的前景并不看好；另一方面，我国房地产行业仍处于严格调控状态、A股市场走势依旧低迷，赚钱效应不足也在很大程度上限制了资金的流入热情。

从已披露的相关数据上，也还看不出热钱大量流入的迹象。以即期价开始反超中间价的9月份为例，经“外汇占款-实际使用外商直接投资(FDI)-贸易顺差”简单轧差得出-954亿元，虽然较8月的-2388亿元显著缩小，但显示“热钱”仍在流出。如果考虑到当月外汇占款中可能有相当一部分还是由前期累积下来的头寸结汇而来，那么这一流出规模可能还会更大。当然，鉴于10月份贸易顺差继续扩大、企业结汇意愿进一步上升、人民币即期汇价较9月走势更强等因素，当月新增外汇占款有望在9月份基础上再次攀升，但其背后有多少是由“热钱”贡献而来，恐怕还值得商榷。

■ 交易员札记

收益率大幅变动可能性小

□中国邮政储蓄银行 时旭

周四债券市场受到股市下行、外围避险需求增加的影响，收益率小幅下行。市场交易较为活跃，市场正在缓慢消化对经济企稳回升的预期，开始出现主动性的买盘，但由于没有出现更为明确的信号，买卖双方都相对谨慎，收益率大幅变动的可能性较小。

周三国家能源局公布的数据显示，10月份全社会用电量同比增加6.1%，增速较9月份提高3.2%，达到近7个月新高。其中工业用电显著提升，较去年同期增加5.9%，增速比9月份提高5%，达到近8个月新高，显示中国经济正由底部回升。

三季度以来，经济逐步呈现企稳回升的势头，这一方面得益于适宜的货币环境：其一，三季度社会融资总量达11.73万亿元，创历史同期最高水平，相对去年同期多1.92万亿元，而上半年仅相对同期多135亿元；其二，三季度贷款加权平均利率为6.97%，仅比二季度下降9bp，但由于三季度企业债券融资达到创纪录的0.74万亿，占当季社会融资总额的19.5%，而其加权利率水平低于同期的贷款利率水平，整体上拉低了社会融资利率水平。另一方面，财政政策将为经济的复苏提供支撑。2012年以来，固定资产投资资金来源中，国家预算资金的同比增速保持在20%-30%，大幅高于以往10%左右的增速。随着经济的企稳，10月份财政收入同比增速也出现好转，截至10月份财政收入大于支出8296亿，中金公司预计11、12月财政支出将大于收入1.9万亿，财政的扩张效应将巩固经济回升的成果。

收益率曲线增陡为主旋律

□哈尔滨银行 崔小龙

11月以来，美国“财政悬崖”问题日渐升温，重新燃起市场对经济衰退的担忧，由此对债市形成的利多推动，对冲了国内经济回暖释放的利空效应，致使债市整体收益率中枢呈现震荡格局。笔者认为，当前债市所面临的经济基本面风险可控，随着资金面回暖预期持续加强，收益率曲线增陡将成为市场的主旋律。

基本面有改善无亮点 债市系统性风险可控

近期国内经济增长迎来全面改善。工业生产、外贸出口、投资、消费等国民经济重要指标连续两月出现超预期的增长，使得经济趋稳回暖的预期增强，债市中长端收益率随之出现明显抬升。

但值得注意的是，在经济增长改善的同时，10月CPI却出现反周期回落，货币供给也再现月度同比回落。抛开天气、节日等因素影响，通胀反弹减弱、经济活跃性不强的主要原因更多体现在社会总需求层面，结合PMI的库存分项数据来看，当前国内经济回暖的主要原因并非需求推动，而是企业补库存意愿暂时恢复。由此来看，此轮经济回暖是内生经济增长的“引致投资”推动，不具有持续性，一旦需求预期没有兑现，内生经济增长可能重新受挫，考虑到海外财政悬崖的影响，基本面改善预期值得质疑，这也解释了当前商业银行为何更愿意配置中长期贷款。

反观债市行情，半个多月的震荡行情也说明市场对经济回暖存在分歧，增长中长期隐患犹存，债市收益率中枢依然存在回落的空间，但当前经济的阶段性回暖在市场预期之内，通胀预期亦不会出现明显偏差，经济基本面应该在相当的时间内表现出有改善、无亮点的特点，故市场系统性风险虽减弱，但短期内债市收益率并不具备大幅回落的条件，尤其中长端利率产品，仍将维持震荡行情。

财政存款助暖资金面 收益率曲线继续增陡

如果说10月末资金面压力抬升是财政存款巨量上缴引发的话，那么11、12月银行间流动性的不断回暖也将得益于财政存款的大量投放。

乐观估算，据财政部网站消息，今年前10月全国财政支出为92736亿元，而按照年初的财政收支预算草案报告显示，今年全国财政支出预计为124300亿元，因此11、12月财政支出或达到31564亿元。保守估算，前10月的财政收支盈余为8296亿元，结合年初8000亿的财政赤字预算来看，后两月商业银行账面上的财政投放为16296亿元，考虑到部分财政存款并未入账，预计财政存款投放至少应该在2万亿左右。这将为银行间流动性的回暖提供了有利契机，但考虑到央行实施稳健货币政策的大背景，预计银行间流动性的稳态平衡不会出现明显改变，利率中枢回落空间相对有限。

短期来看，基本面对债市的总体影响不大，资金面依然主导行情走势，收益率中枢的下行动能集中在短端，收益率曲线增陡将成为未来一段时间债市的主旋律，操作上可适当放大交易杠杆比例，增大短端投资力度；中长期层面，美国财政悬崖与国内经济转型引发的经济增长隐患不可小觑，通胀反弹空间持续缩小，债市系统性风险不断被弱化，中长端利率品的配置价值依然凸显，政策性金融债仍是首选。

中小企业融资可借力债市

□王宇

中小企业关系着民生与社会稳定，是推动经济繁荣以及增加就业的重要力量。据统计，我国中小企业产值约占国内生产总值的60%，缴税额约占国家税收总额的50%，提供了近80%的城镇就业岗位。但是，融资难的问题一直制约着中小企业的发展。近年来，我国信用债市场的发展和创新为解决这一问题拓展了新思路。

长期以来我国政府和机构都为解决中小企业融资难广开门路。第一，正规金融体系努力扩大中小企业贷款规模。比如，监管机构积极出台差异化监管政策，激发银行业金融机构服务小微企业的内生动力。然而，尽管针对中小企业的贷款种类不一而足，但中小企业仍普遍反映很难从商业银行获取资金。第二，近年来，政府出台一系列政策措施来应对中小企业融资难的问题，但面对中小企业日益增长的资金需求，政府对中小企业融资的支持仍显不足。第三，相较于正规金融，民间融资在局部地区成为广大民营中小企业获得资金的重要来源。然而，游离于正规金融之外的处境令非正规的民间融资很难得到法律上的有效支持，而近两年频频发生的民间融资困局使得这一融资渠道受阻。从效果来看，当前中小企业融资问题仍是制约我国经济持续快速健康发展的重要因素。

而在资本市场较为发达的国家和地区，直接融资已经成为中小企业获取资金的一条成熟渠道。美国中小企业的快速发展受到世界各国的认同和肯定，最重要的原因是美国债券市场为美国的中小企业提供了全方位的融资便利和融资支持。美国中小企业直接债务融资产品十分丰富，企业可选择的债务融资工具有企业信用债券、次级信用债券、担保信托债券、多边信托债券、设备信托证等，以及可转换公司债券、可赎回债券、产业发展债券、股票指数债券、浮动利率公司债券、污染控制债券和高收益债券等。国际发达金融市场的经验说明，随着一国经济发展程度的提高，企业融资将实现从以间接融资为主到以直接融资为主的转变，随着一国资本市场的发展与完善，债券市场在为中小企业融资上能发挥更大的功能。

近几年来，我国债券市场特别是信用债券市场的快速发展为缓解这一问题提供了新的实践，通过发挥债券市场的融资功能和创新动力拓展了我国中小企业融资的新领域。

首先，债券市场规模快速增加为服务实体经济发挥融资功能提供了基础。截至2012年6月末，我国公司信用类债券的余额已达6.58万亿元，占债券市场总余额的28%。据国际清算银行（BIS）统计，我国公司信用类债券市场由2004年末排名世界第27、亚洲第6跃居为世界第3、亚洲第2，成为同期全球发展最快的市场。债券市场规模的扩大为实体经济注入了资金，而市场抗风险能力的提升和对不同类型机构投资者的吸引都为中小企业融资提供了空间。

其次，作为直接融资的股票市场，对破解中小企业融资难存在较大的壁垒。由于绝大多数的中小企业受制于规模、资产、盈利能力等因素，难以达到股票市场的上市条件，而专门为中小企业所开创的中小板、创业板市场则由于门槛高、容量小，难以满足大量的中小企业的融资要求，此外，严格的公司治理要求让那些规模和发展阶段都千差万别的中小企业望而却步。

再次，通过债券市场自发推动的产品创新，积极发挥市场各类主体、地方政府部门的作用，我国中小企业逐步实现将自己的融资需求与债券市场的产品特点相衔接。信用债券已由单一的企业债发展到短期融资券、中期票据、公司债、中小企业集合债、中小企业短期融资券、中小企业集合票据、区域集优债、资产支持票据、私募债等多种产品，债券市场以信息披露制度、信用评级体系和风险分担体质为基础的市场化约束机制正在逐步建立，这些制度创新和产品创新都为中小型企业融资提供了选择空间。

最后，作为以机构投资者为主体的场外市场，债券市场能够积极发挥市场自治的作用，坚持市场化理念，发挥市场主体创新的主动性和积极性，引导和组织市场成员不断推进中小企业债务融资工具创新，发挥债券市场所蕴含的巨大能量。

解决中小企业融资难的问题并不会一蹴而就，但随着我国金融市场的发展和完善，市场本身推动的发展和创新能促进中小企业融资的道路越来越宽。