# 资本新规或抬升Shibor利率中枢

## Shibor浮息债投资价值提升

□本报记者 葛春晖

四季度以来，与7天期回购利率稳中趋降不同，同为银行间市场标杆品种的3个月Shibor利率呈现出小幅缓步上行态势。分析人士指出，近期市场资金面整体比较宽松，3个月Shibor的上行，一方面缘于机构担心年底和春节前后资金面趋紧，另一方面则与2013年年初即将生效的资本监管新规有关，预计后市两者的利差还会持续扩大。这一背景下，以3个月Shibor为基准的浮息债投资机会值得关注。

### 3M Shibor创近5个月新高

中国货币网数据显示，12月6日上海银行间同业拆放利率（Shibor）3个月（3M）品种较上一交易日微涨0.51BP，报3.8398%。至此，该利率品种从8月13日探明年内低点3.5793%之后，已连续缓步上行近四个月之久，累计涨幅达到24BP，且创下7月13日以来的新高。值得注意的是，在此期间，同样被视为利率市场标杆品种的银行间7天期质押式回购加权平均利率则呈现为稳中趋降走势。6日，7天回购加权平均利率收报2.8860%，较四个月前下行约45BP。

对于上述两项利率标杆品种走势的背离，分析人士认为，一方面，四季度以来市场流动性明显改善，7天期回购利率的走低反映出短期资金面比较宽松。而3个月Shibor利率期限较长，特别是从9月份开始又渐次面临跨年底和跨春节因素，因此，机构对于关键时点资金面的谨慎情绪推动了3个月期资金利率的持续上行；另一方面，新的商业银行资本充足率管理办法即将于2013年年初正式生效，可能是促成Shibor利率坚定走高的另外一个重要原因。

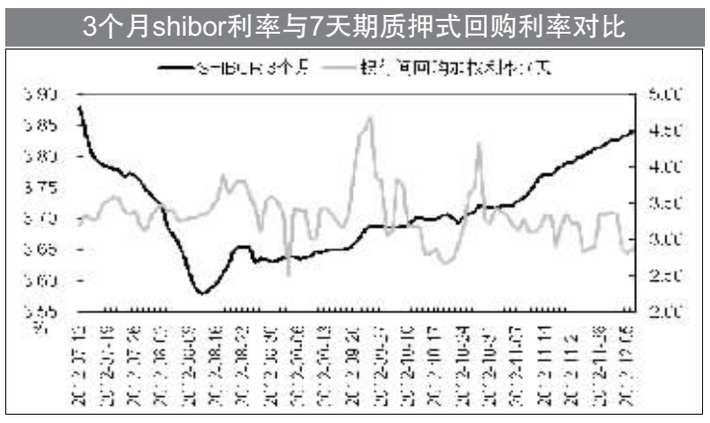
在旧准则下，银行与其他金融机构之间的拆借只要在4个月以内都可以按零风险权重处理，因此与回购之间不存在明显的信用利差；但在新准则中，银行与非央行和政策性银行的金融机构之间同业往来形成的债权，风险权重整体都有所提高，其中，对商业银行的债权在3个月内为20%、3个月以上为25%，对商业银行以外的其他金融机构债权则是100%。中金就此指出，对于同业拆借、同业存款、银行承兑汇票等业务而言，新规意味着其需要充分体现交易对手的信用风险，相应地在利率水平上需要一定的利差补偿，预计4个月以内期限品种收益率中枢需要提升35bp。由于Shibor利率与上述业务利率挂钩，其利率中枢的上移也就在所难免。与此同时，由于目前回购交易大部分采用无风险利率债进行质押，新准则对回购利率的影响不大，这就导致了近阶段3个月Shibor利率与7天回购利率出现背离。

### Shibor浮息债受关注

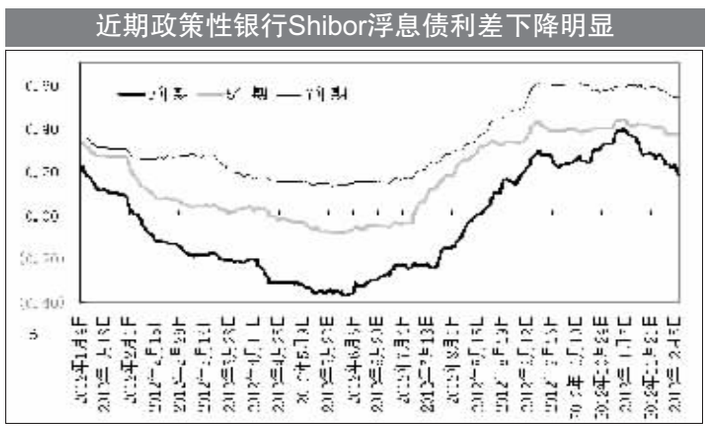
11月下旬以来，受经济形势回暖影响，债券市场呈现调整走势，银行间市场固定利率国债收益率曲线整体上行5-15bp。相对而言，以3M Shibor为基准利率的浮息债却成交活跃，价格也一路上涨，利差持续回落。

对于近期Sibor浮息债表现较好的原因，某银行间市场交易员表示，一方面，经济回升令交易型机构开始注重券种的防御性，而Shibor浮息债能够一定程度上对冲利率上行风险；另一方面，商业银行资本管理新规可能继续推升3M Shibor，投资者购买Shibor浮息债能够获得相对3MShibor的正利差，加上目前市面上的Shibor浮息债多数为政策性银行债，而政策性银行债风险权重为零，不会消耗资本，因此此类券种相对价值比较突出。

3个月shibor利率与7天期质押式回购利率对比



近期政策性银行Shibor浮息债利差下降明显



中金公司指出，预计未来3M Shibor与7天回购的利差还会持续扩大，对于现券的投资者而言，在整体收益率水平尚未突破区间震荡的情况下，如果3个月Shibor 利率趋势上升，相应的Shibor 浮息债的价值还会有所提升。

## 财政部12日招标 年内最后一期关键期限国债

财政部日前公告，将于12月12日招标发行2012年第二十一期记账式附息国债。

本期国债为10年期固定利率附息债，计划发行面值总额280亿元，全部进行竞争性招标。甲类成员在竞争性招标结束后，有权追加当期国债。本期国债利息每半年支付一次，每年6月13日、12月13日（节假日顺延，下同）支付利息，2022年12月13日偿还本金并支付最后一次利息。时间安排方面，本期国债12月12日招标，12月13日开始发行并计息，12月17日发行结束，12月19日起上市交易。本期国债将采用多种价格（混合式）招标方式，标的为利率。发行手续费率为承销面值的0.1%。

按照财政部去年末公布的2012年关键期限国债发行计划，本期债券将是今年发行的最后一期关键期限国债。据Wind资讯统计，不包括本期国债，今年以来财政部累计发行各类国债61只，总额1.42万亿元；其中包括关键期限记账式国债30期，发行总额8882.7亿元。（张勤峰）

12月以来人民币兑美元即期汇率

## 连续“涨停” 脉冲增多

人民币兑美元即期汇率12月6日在中间价带动下回调，收报6.2282，相对中间价则继续“涨停”。至此，人民币即期汇率在12月份的前四个交易日，盘中均触及“涨停”。

据外汇交易中心公布，12月6日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.2911，较前一交易日跌40基点。在中间价回调及1%交易区间约束下，当日人民币兑美元即期询价交易低开于6.2282，但相对中间价仍高出1%，触及“涨停”。随后多数时间，人民币即期汇率均封在此“涨停位”上，收报6.2282，比前一交易日下跌29基点或0.05%。但值得注意的是，12月以来人民币汇率盘中波动开始增多，6日人民币兑美元询价最低跌至6.2402，最大波动达120基点，这与11月份大部分交易日几乎“一字涨停”的局面已有所不同。

市场人士表示，当前一方面企业结汇需求上升，而前期持有过多美元的银行机构也倾向于削减头寸，导致结汇盘过剩的情况比较突出；另一方面，市场风险偏好抬头，美元汇率处于弱势，使得人民币对美元也存在一定升值压力。目前来看，在央行入市购汇意愿较弱的背景下，市场自身消化过剩结汇需求还要有一个过程，人民币对美元或继续维持强势，但在中间价相对稳定的背景下，人民币出现持续大幅度升值可能性不大。（张勤峰）

## 转债低位震荡 择机配置为主

在正股重归震荡背景下，12月6日可转债市场延续分化走势，下跌者略占多数。但在部分大盘转债上涨的推动下，中证转债指数继续上涨0.16%，收于272.31点。

当日可转债正股多数出现回调，19只可转债中有12只下跌、6只上涨，另1只收平。巨轮转2全天下跌0.97%，为领跌品种。恒丰转债跌幅也达到0.95%，此外深机、美丰和中海等品种跌幅超过0.2%。从上涨转债来看，偏股型电力品种的国投转债在正股提振下，全天上涨1.47%，高居涨幅榜首位，转股溢价率同样极低的工行转债上涨0.68%，石化转债也录得0.13%的正收益。中行转债则微跌0.06%。工行、石化、南山等大、中盘转债上涨对转债指数收高贡献较大。

安信证券称，虽然目前市场偏债型转债债性支持力度较强，偏股型转债的估值水平在历史低位，向下空间有限，但是考虑到12月份债底价值和转换价值提升的难度较大，仍然建议多看少动，不建议波段操作，而是以择机配置为主；个券选择方面，建议选择业绩改善的电力行业转债，并关注石化转债、重工转债、中鼎转债、巨轮转债的业绩情况。（张勤峰）

## 两公司今日合计 发行250亿元超短融

中国石油天然气集团公司、中国南方电网有限责任公司6日公告，定于12月7日各自发行新一期超短期融资券。两期超短融发行金额合计为250亿元。

其中，中国石油天然气集团公司2012年度第四期超短期融资券发行金额200亿元，期限270天。国家开发银行担任主承销商，中国农业银行为联席主承销商。本期超短融不设担保，发行人主体信用级别为AAA。

中国南方电网有限责任公司2012年度第三期超短期融资券发行金额（面值）50亿元，期限270天。中国建设银行和中国银行担任联席主承销商。本期超短融无担保，企业主体长期信用评级为AAA。

两期超短融均为到期一次还本付息，面值发行，发行利率通过簿记建档、集中配售方式最终确定。时间安排基本一致，均为簿记建档日2012年12月7日9:00-11:00，发行日12月7日，缴款日、起息日、债权债务登记日12月10日，上市流通日12月11日，兑付日为2013年9月6日（如遇法定节假日，则顺延至其后的一个工作日）。（葛春晖）

# 外汇“无风险套利”存高风险隐患

□韩会师

“无风险套利”是国内外汇理财领域极为风靡的术语，哪家金融机构能够为客户提供无风险套利产品，必然吸引客户与资金蜂拥而至，与之相伴的则是中间业务收入与存贷款规模的上升。但值得注意的是，从单个企业或银行着眼，无风险套利可能是双赢的生意；而从整个金融系统风险和国民经济运行的层面考虑，无风险套利长期盛行的背后可能暗藏着高风险隐患。

从逻辑上讲，“无风险套利”是不应长久存在的，因为套利的根源在于不同资产或同一资产在不同时空下的定价失衡，供求规律的基本原则决定着，价值低估者会因大规模的购入而价格上升，价值高估者会因大规模的抛售而价格下跌，最终二者达成平衡。当然，这种平衡并非绝对价格上的一致，而是在考虑到交易成本之后失去套利吸引力的一种相对价格。因此，若无风险套利可以长期盛行，那么市场一定是残缺的，随着市场化程度的提高，以及交易规模的扩大，无风险套利最终会向“无风险无利”进化。

举例说明，2005年7.21汇改启动之后，人民币升值预期长期挥之不去，兑美元远期报价长时间呈大幅升水状态，有外汇需求的企业普遍采取“人民币保证金存款+贸易融资+远期购汇”的组合操作进行无风险套利。假设一年期人民币存款利率为3%，一年期美元贷款利率为2%，人民币兑美元1年远期报价升值幅度为4%，那么与当期直接购买美元支付进口货款相比，企业将1年期人民币定期存单作为抵押向银行申请美元贷款进行对外支付，同时与银行签订1年期远期购汇协议，在一年后再按照远期购汇价格买入美元偿还贷款，那么企业就可以无风险地获取1%的存贷款利差以及4%的人民币升值收益。

上述案例中，只要“人民币存款利率—美元贷款利率>-4%”那么该套利活动就有利可图。若人民币远期报价呈贴水状态，只要“人民币存款利率-美元贷款利率+贴水幅度>0”，那么上述套利可以继续进行。上述交易既可以为商业银行带来存贷业务的扩张，也可以带来售汇手续费收入，对于银行与企业来说无疑是双赢。

但必须指出，上述无风险套利实际上将风险转移到了整个国民经济。由于企业完全用外汇贷款取代了即期购汇，从而直接导致结售汇顺差持续大于国际收支顺差，进而导致外汇储备扩张加速，货币投放也随之被动增大。一方面，高速增长的外汇储备不得不投资于收益极低的欧美国债，蒙受长期的重估贬值风险；另一方面，大规模的货币投放又直接增加了国内的通胀压力，就这样，企业层面的“无风险”最终转化成国家层面的“高风险”。

随着人民币汇改的推进，市场对人民币未来走势的判断日益趋于中性，大幅升值或大幅贬值的预期都在今年明显弱化，在当前的法定存款利率水平下，上述风靡多年的套利交易已经难有市场，但已经习惯于无风险套利的企业很难在短期内转变经营思路。在人民币远期报价持续贴水的情况下，如何有效拉大人民币存款与美元贷款之间的利差就成为企业的本能冲动。通过结构性存款或者人民币理财产品规避较低的法定存款利率自然成为企业的理性选择，而这必然促使银行寻求更高收益的人民币投资渠道以弥补支付给客户的高利率，否则既要遭遇存贷业务萎缩，又很难维持中间业务收入的稳定。

然而对银行而言，高投资回报大多意味着高风险，例如为满足高收益债券类理财产品的收益率要求，商业银行必然加大对低评级债券的购入，这样就把客户的“无风险套利”转化为银行的高风险投资。于是，企业的套利行为和银行业绩考核指标的刚性最终会共同导致风险在银行体系中扩散。较为保守的大型银行在“高息揽存”的竞争中往往不如中小银行激进，但这却恰恰容易导致实力较弱的中小银行快速集聚风险，进而增大金融体系的整体风险。

从单个企业或银行着眼,无风险套利可能是双赢的生意；但从金融安全和国民经济稳定的层面思考,无风险套利则很可能是零和博弈。随着我国市场经济的发展，无风险套利的机会必然减少，尽快让金融产品摆脱“套利工具”的标签，回归其风险防控手段的角色，对于企业稳健经营和经济稳定运行都极具积极意义。（作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点）

■ 交易员札记

# 债市疲态显现 静待新指引

□中国邮储银行 董晶晶

12月6日，资金面维持宽松，7天回购利率保持在2.8%附近，与央行7天逆回购利率形成倒挂。二级市场成交以隔夜融出为主，财政存款的投放在本月将继续体现。

利率市场交投清淡，各期限债券均有上行压力，继5日3年国债招标大幅走高之后，二级市场空方依然占据主动。5年和10年国债收益率再度上行1个BP，7年国债收益率报3.455%，与上一交易日相差无几，新发3年国债在3.16%-3.165%返位置有成交，交易盘成为此期限主力。3、5、7、10金融债保持平稳，在1BP左右上下波动。临近年末，市场疲态显现，加之经济复苏程度高于预期，市场对跨年资金面有所担忧，多数交易户以静制动。

信用债伴随基本面的转向，AAA品种收益率仍然易上难下，而中低评级债热度不减，收益率较上一日下行1-2bp。新发5年AA+12云冶MTN2、3年AA+12洛矿MTN2、1年AA+12浙小商CP01、1年AA12春华水务CP01交投活跃。进入12月，城投债配置热情有所退减，成交量较11月份有大幅萎缩。

本周末经济数据的公布预计不会给市场增添新的压力，因现阶段的调整走高已经包含对经济复苏好于预期的共识。明年的经济复苏应是稳步而非冒进的，加上温和通胀的背景，债券市场仍然留有机会。

美联储下周召开议息会议，市场担心是否会延长扭曲操作或者扩大QE3规模，但在财政悬崖悬而未决、美国CPI在面临上行风险的压力下，QE3的规模和执行期限都存在不确定性。12月中旬是债券市场的脉点，各种因素的交织应该会打破现有市场的平静，如若搏反弹，可以小幅加仓中长端利率品种，但注意控制好仓位，以配合基本面大环境。

# 交易所信用债涨跌互现

## 高收益品种存调整隐忧

□本报记者 张勤峰

12月6日，A股市场在上一交易日放量大涨后回稳，个股多数下跌，在前一日遭遇冲击的部分交易所信用债趁机收复失地，个券涨跌互现。上证企债指数、公司债指数双双小幅收高。

昨日上证企债指数收于159.09点，上涨0.04点或0.03%；上证公司债指数收于141.53点，上涨0.03点或0.02%。个券方面，公司债涨跌参半，活跃券种则利率下行居多，如11新筑债全天成交7945万，收益率下跌8.75BP；11超日债收益率跌5.29BP。地产债方面，如09名流债收益率跌9.59BP。次新券12一重01下跌2.93BP。企业债涨跌互现，沪市活跃券种如11丹东债收益率下跌4.95BP，11永州债下跌3.18BP，12怀化债则大涨9.14BP；深市企业债上涨居多，如09怀化债收益率下跌4.63BP，08铁岭债下跌4.31，08长兴债跌1.05BP。

此外，两市分离债存债以上涨为主，但活跃成交品种收益率基本随利率产品保持平稳。

市场人士表示，在经历前两月一波上涨后，投资者对信用债特别是高收益品种观点出现分歧。有部分机构认为，企业盈利见底滞后于宏观经济周期，企业信用风险仍在释放过程中，前期信用债利差压缩已超出合理水平，加之年底机构锁定收益的行为，信用债面临调整。申银万国证券报告指出，未来一段时间，短端信用债收益率将主要随资金面波动，高评级品种可能随利率债窄幅波动，而低评级品种受频繁的信用事件影响，仍有调整压力。股市若继续上涨，则可能给信用债带来新的压力。

■ 外汇市场日报

新西兰通胀预期上升

## 纽元突破0.83

□东航国际金融公司 陈东海

12月6日，新西兰央行利率会议决定维持2.50%的基准利率不变。该决议符合市场预期，但是新西兰央行声称，通胀正缓慢向2%的目标中值移动，需警惕比预期更强烈的通胀压力等等，导致纽元快速上涨，再次突破0.8300的关口，创近一个月来的新高。

澳大利亚6日公布的就业数据显示，澳大利亚11月失业率为5.2%，而前值为5.4%，预期值为5.5%。由于失业率数据好于预期，澳元受到支持而大幅度上涨。

数据显示，日本12月路透短观制造业景气判断指数为-18，前值为-19；日本12月路透短观制非制造业景气判断指数为5，前值为1。同时，日本的各期国债的收益率纷纷创出新低点，而且日经指数开盘和收盘均上涨，风险情绪良好，美元兑日元上升。

6日欧洲三大股指开盘均大幅度上扬，风险情绪保持强劲，欧元等风险货币表现强势。由于希腊计划回购债券以后，希腊的债务形势暂时改善，欧元近期获得了较好的上涨动能，短线有望维持强势震荡局面。短线关注12月6日英国央行和欧洲央行的政策会议结果及其声明。如果两央行态度乐观，将有利于英镑、欧元和其他风险货币的短线走势。

## 流动性管理难度渐增 商业银行需未雨绸缪

□谷小青

继货币市场、债券市场等相继实现利率市场化后，今年存贷款利率的市场化也取得了重要进展。存贷款基准利率的浮动区间上下限得以放宽，利率市场化改革迎来了新阶段，这对银行的影响首当其冲。存贷利差的缩窄、利率风险的增加，都将使银行的经营发展面临巨大挑战。利率市场化对银行流动性的影响更是不可小觑。

在利率市场化进程中，银行负债来源将更缺乏稳定性。首先，随着利率市场化，投资者对投资回报率有了更高要求。近几年银行理财产品规模的迅猛增长，一个重要因素就是银行为了满足企业和个人客户对投资收益率的提升需求。但银行通过大规模发行理财产品以保住资金来源的同时，也加大了存款余额的波动幅度。其次，利率市场化下，各类投资产品的利率波动性增强，投资者处于获取更高收益的考虑，将资金更加频繁地在存款、银行理财、基金、债券等产品间进行转换，使银行的存款等负债来源更为不稳定。第三，随着存贷款利率管制的逐步放开，各家银行对存贷款利率将具备更大的定价权。今年存款利率开启上限浮动后，股份制银行和城商行等中小银行倾向于将存款利率调到上浮区间的上限，而工商银行等五大行却有所保留。这使得一些对利息敏感度高的存款客户从五大行转到中小银行，从而引起存款在银行体系内流动。

从作为银行主要负债来源的存款来看，利率市场化将改变其结构变化，使低成本资金占比出现下降趋势。今年以来，多家银行的活期存款占比已经逐季下降。

随着银行存款稳定性降低、负债成本提高，银行不得不从银行间同业市场筹集更多的资金，银行的同业负债规模与比重持续扩大。但这在丰富银行负债来源的同时，也使银行总体流动性缓冲区受到较大的挤压，并给银行的流动性管理带来了更大的挑战。银行准确预测现金流、合理匹配资产负债期限结构的难度逐渐加大。

随着利率市场化的演进，银行面临的流动性风险将继续加大，由此增强银行的流动性管理越来越迫在眉睫。银行应及早筹划、多方共举，积极增强抵抗流动性冲击的能力。

首先，要强化流动性风险防范意识，加强银行内部资产负债的精细化管理，提高流动性风险管理技术，建立起完善的流动性风险预警机制。一方面，通过强化主动负债管理、充实多元化的融资渠道等多种方式，形成更为稳定的负债和融资管理；另一方面，优化资产结构，建立分层次的、与负债相匹配的资产储备，合理配置资产负债期限结构。

第二，加快负债产品创新，提高银行资金来源的稳定性。例如，设计和推出大额可转让存单等银行负债产品，以在满足投资者对更高收益率水平要求的同时，增强资金来源的稳定性。与现有的一般存款产品相比，大额可转让存单不可提前支取，但可以随时转让，其在国外的首次出现恰是银行为稳定存款、扩大资金来源所创新出的一个金融工具。

第三，积极参与和开展信贷资产证券化，以缓解银行的资产与负债的期限错配问题，降低流动性风险。“短存长贷”的期限错配是银行重要的盈利模式，但也是时刻高悬的达摩克利斯之剑，成为银行流动性风险产生的根源。而通过信贷资产证券化，银行可将原本难以流通的资产转换成为可流通的证券，对资产进行主动的、更为有效的管理，并满足其盘活流动性较差的资产、增强流动性管理的现实需求。