

十一月份债市月评

一、债市综述

1、银行间市场交易概况

11 月份,受 10 月 CPI 数据再次出现反弹至 6.5%及央票发行利率持续上行的影响,市场普遍预期央行可能再次加息以抑制逐渐增大的通胀风险,而从中央经济工作会议上传出的声音使得明年的政策预期明朗化,整个政策环境将比今年更加趋紧,加上从时间点上来看,已时至年末,各机构均无意继续扩大投资规模,而更注重流动性管理和调整持券结构,由此导致了整个 11 月市场需求的极度萎缩。

另一方面,11 月却是一个债券发行的高峰,尤其是企业债方面,全月共计发行 22 只短融及 16 只企业债,然而在央票利率不断攀升及加息预期的影响下,市场对短融及企业债的需求热情并不高,尤其是短融销售,与上半年甚至前两个月的情况相比跌入冰谷,一二级市场间不再存在价差,相反承销机构往往需要将手续费全贴以避免包销风险。

2、银行间市场发行概况

(1) 央票

11 月份,各期限央票发行利率均持续走高,至 11 月最后一周方才企稳。11 月底 1 年期央票发行利率已达 3.9933%,3 个月期央票发行利率 3.3162%,3 年期央票发行利率 4.47%。

11 月份央票发行明细:

日期	发行量	期限	招标结果	对应收益率
2007-11-1	15	3		4.1500%

	30	3 个月 (91 天)	99.26	2.9903%
	40	91 天正回购		3.1400%
2007-11-6	85	1	96.34	3.7990%
	340	28 天正回购		3.4000%
2007-11-8	60	3		4.3400%
	30	3 个月 (88 天)	99.26	3.0922%
	130	84 天正回购		3.6000%
2007-11-13	35	1	96.21	3.9393%
	480	7 天正回购		2.4000%
	75	28 天正回购		3.6000%
2007-11-15	10	3		4.4300%
	20	3 个月 (91 天)	99.20	3.2347%
	100	28 天正回购		3.6000%
	10	91 天正回购		3.6000%
2007-11-20	30	1	96.16	3.9933%
	80	28 天正回购		3.6000%
2007-11-22	20	3		4.4700%
	10	3 个月 (91 天)	99.18	3.3162%
	140	28 天正回购		3.6000%
2007-11-27	100	1	96.16	3.9933%
	300	7 天正回购		2.5000%
	290	28 天正回购		3.6000%
2007-11-29	100	3		4.4700%
	40	3 个月 (91 天)	99.18	3.3162%
	200	28 天正回购		3.3000%

(2) 国债

11 月共有 3 只国债招标发行，具体如下：

债券全称	票面利率	市场预期	发行量(亿)	发行日期	投标倍数	发行年限
2007 年特别国债五期	4.49%	4.50%	349.7	2007-11-5	2.11	10
2007 年特别国债六期	4.69%	4.70%	355.6	2007-11-19	2.00	15
2007 年第十八期国债	4.35%	4.40%	324.7	2007-11-26	1.62	7

从期限来看均为中长期品种，其发行利率均低于市场发行前预

测，且两只长周期的特别国债认购倍数均超过 2，说明市场对长期国债仍存在一定需求。

(3) 金融债

11 月份共计发行 6 只金融债，包括 2 只国开债，3 只农发债及 1 只进出口债。

从发行品种来看，11 月份发行的金融债主要为浮息债，中标结果均高于市场发行前预测。而反观下半年之前发行的各期浮息金融债，其市场交易净价大部分已跌破面值。

名称	发行日期	计划发行量	期限(年)	付息方式	招标标的	招标结果
07 进出 13	2007.11.2	100	5	按年	利差	R+0.60%
07 农发 20	2007.11.7	120	3	按季	利差	S3M_5MA+55BP
07 国开 24	2007.11.14	300	5	每半年	利差	R+0.75%
07 农发 21	2007.11.16	135.5	3	每半年	利差	R+0.67%
07 国开 25	2007.11.21	450	10	按年	利率	5.07%
07 农发 22	2007.11.28	215.1	5	按年	利率	4.78%

(4) 短融及企业债

11 月份是企业债发行的高峰，本月总计有 22 只短融及 16 只企业债发行。但是 11 月份市场认购热情却恰恰相反，处于极度低迷状态。11 月份发行的短融及企业债销售均面临极大的困境，承销商往往不得不将手续费全贴以避免出现包销风险。

11 月份短融发行及上市价差情况具体如下：

债券全称	票面利率	发行量(亿)	发行日期	主体评级
中国五矿集团公司 2007 年第一期短期融资券	4.52%	20	2007-11-1	AAA
广东省广新外贸集团有限公司 2007 年短期融资券	6.23%	6	2007-11-5	A+
中国核工业集团公司 2007 年度短期融资券	4.60%	20	2007-11-6	AAA
广东物资集团公司 2007 年第一期短期融资券	5.70%	6	2007-11-6	AA-

2007年唐山钢铁集团有限责任公司短期融资券	5.39%	20	2007-11-7	AA
2007年武汉邮电科学研究院短期融资券	5.74%	6	2007-11-8	AA-
中铁大桥局集团有限公司2007年度短期融资券	6.3717%	4.9	2007-11-8	A+
三亚凤凰国际机场有限责任公司2007年度第二期短期融资券	6.70%	3	2007-11-9	A+
淮北矿业(集团)有限责任公司2007年度第二期短期融资券	5.40%	8	2007-11-12	AA
2007年无锡市国联发展(集团)有限公司第二期短期融资券	6.3377%	7	2007-11-13	AA-
天津泰达股份有限公司2007年第一期短期融资券	7.35%	3	2007-11-15	A
浙大网新科技股份有限公司2007年第一期短期融资券	6.48%	3	2007-11-12	A+
海南航空股份有限公司2007年第二期短期融资券	6.40%	13	2007-11-13	AA-
2007年厦门象屿集团有限公司第一期短期融资券	7.34%	2	2007-11-14	A
2007年金川集团有限公司第一期短期融资券	5.30%	9	2007-11-15	AA+
2007年新奥(中国)燃气投资有限公司短期融资券(第一期)	5.75%	4	2007-11-20	AA
2007年上海电气(集团)总公司第一期短期融资券	5.65%	40	2007-11-21	AA+
南京钢铁联合有限公司2007年第一期短期融资券	6.4056%	8	2007-11-23	AA-
2007年中国石油化工集团公司第二期短期融资券	4.53%	100	2007-11-27	AAA
山西潞安矿业(集团)有限责任公司2007年第一期短期融资券	5.95%	6.7	2007-11-27	AA
二零零七年东风汽车集团股份有限公司第一期短期融资券	5.6524%	21	2007-11-28	AA+
辽宁供水集团有限责任公司2007年第二期短期融资券	7.4247%	3	2007-11-28	A

11月份企业债发行情况如下:

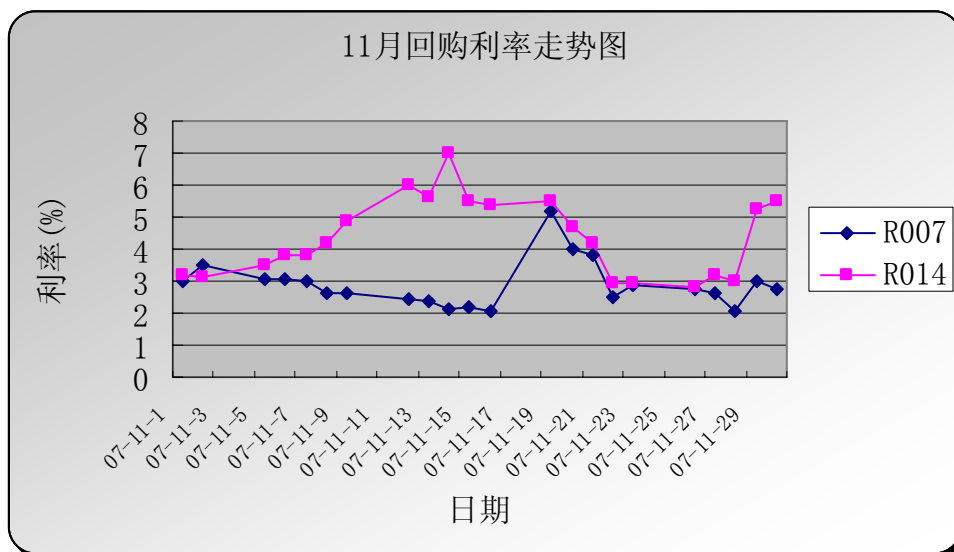
债券全称	票面利率	发行量(亿)	发行日期	主体评级	发行年限	担保机构
2007年江苏红豆实业股份有限公司公司债券	6.05%	5	2007-11-5	A	7	建设银行
2007年神华宁夏煤业集团有限责任公司公司债券	5.80%	8	2007-11-7	AA+	15	工商银行
2007年横店集团控股有限公司公司债券	6.02%	5	2007-11-7	A+	10	交通银行
2007年中国铁通集团有限公司公司债券	5.30%	8	2007-11-8	AA+	5	建设银行
2007年中国石化川气	5.40%	85	2007-11-13	AAA	5	中国石化

东送工程公司债券(5年)						工集团公司
2007年中国石化川气东送工程公司债券(10年)	5.68%	115	2007-11-13	AAA	10	中国石油化工集团公司
2007年苏州城市建设投资发展有限责任公司公司债券	5.90%	6	2007-11-13	AA-	10	国家开发银行
2007年深圳市中小企业集合债券	5.70%	10	2007-11-14		5	国家开发银行
2007年北京城建投资发展股份有限公司公司债券	6.08%	5	2007-11-21	A+	7	北京银行
2007年南京公用控股(集团)有限公司公司债券	5.70%	18.5	2007-11-14	AA	10	国家开发银行
2007年山东省高速公路集团有限公司公司债券	5.85%	15	2007-11-19	AA+	15	农业银行
2007年第一期中国铁路建设债券7年期品种	5.38%	90	2007-11-28	AAA	7	铁路建设基金
2007年第一期中国铁路建设债券10年期品种	5.60%	260	2007-11-28	AAA	10	铁路建设基金
2007年第一期中国铁路建设债券15年期品种	5.75%	100	2007-11-28	AAA	15	铁路建设基金
2007年四川省煤炭产业集团有限责任公司公司债券	6.02%	5	2007-11-27	AA-	10	建设银行
2007年安庆市城市建设投资发展(集团)有限公司公司债券	6.08%	8	2007-11-30	AA-	10	农业银行

3、银行间市场利率走势

(1) 回购利率走势

11月回购利率波动较大，主要还是受新股发行影响，一有新股发行，回购利率均提前向上波动。



数据来源：北方之星

(2) SHIBOR 利率走势

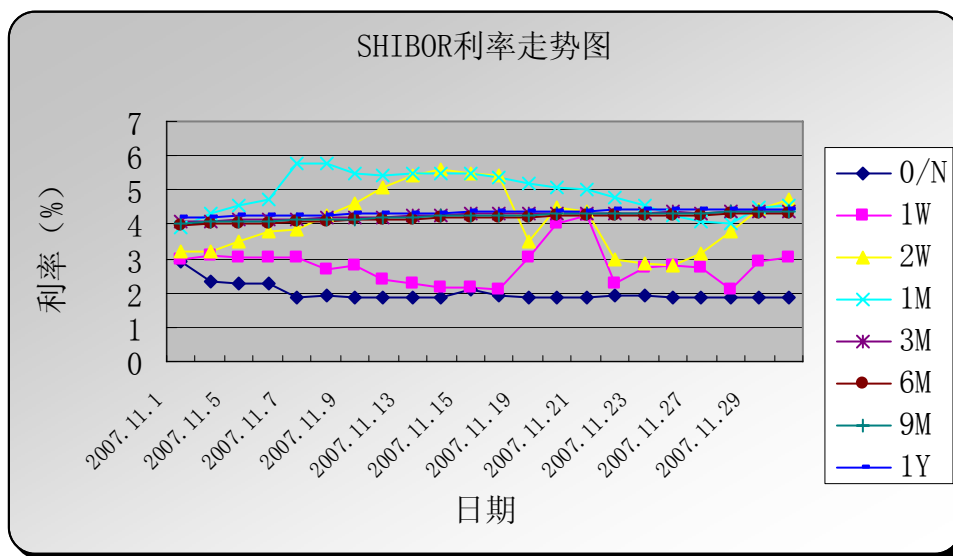
11 月份 SHIBOR 利率具体数据如下：

SHIBOR (%)

日期	0/N	1W	2W	1M	3M	6M	9M	1Y
日期	0/N	1W	2W	1M	3M	6M	9M	1Y
2007.11.1	2.9161	2.9994	3.1817	3.8813	4.076	3.9955	4.0389	4.2187
2007.11.2	2.3098	3.0685	3.1871	4.3229	4.0907	4.0117	4.0565	4.2271
2007.11.5	2.2977	3.0522	3.4723	4.5621	4.1192	4.0311	4.0646	4.2294
2007.11.6	2.2918	3.0424	3.8062	4.699	4.1374	4.0499	4.0779	4.2362
2007.11.7	1.8649	3.0081	3.8413	5.7794	4.1691	4.0731	4.116	4.2602
2007.11.8	1.946	2.6551	4.246	5.7601	4.1988	4.0911	4.144	4.2763
2007.11.9	1.8902	2.8027	4.6365	5.4863	4.2165	4.1343	4.1664	4.3023
2007.11.12	1.8865	2.4014	5.0579	5.3968	4.2275	4.1407	4.1882	4.313
2007.11.13	1.8839	2.2729	5.4424	5.5011	4.2554	4.154	4.2077	4.3231
2007.11.14	1.8568	2.1487	5.6193	5.5088	4.2796	4.1789	4.2367	4.3359
2007.11.15	2.0909	2.1499	5.4991	5.4853	4.2943	4.1989	4.2577	4.3507
2007.11.16	1.9107	2.0724	5.4112	5.3393	4.2993	4.2121	4.2749	4.3642
2007.11.19	1.8938	3.0408	3.4906	5.2143	4.3013	4.2226	4.2844	4.3703
2007.11.20	1.8926	3.9973	4.4996	5.0986	4.3158	4.2475	4.3014	4.3838
2007.11.21	1.8948	4.277	4.3796	4.9957	4.3227	4.2596	4.3106	4.3975
2007.11.22	1.9018	2.2612	2.9793	4.7574	4.3236	4.2632	4.3191	4.4068
2007.11.23	1.9025	2.763	2.8701	4.5771	4.3403	4.2729	4.3282	4.4178
2007.11.26	1.8833	2.7718	2.8158	4.2413	4.3464	4.2818	4.3319	4.4214
2007.11.27	1.8921	2.7198	3.1599	4.0948	4.344	4.2862	4.3369	4.4247

2007.11.28	1.8946	2.114	3.7647	4.0316	4.3554	4.2988	4.3528	4.4332
2007.11.29	1.8809	2.929	4.4314	4.4768	4.3579	4.3076	4.3676	4.4421

数据来源: www.shibor.org



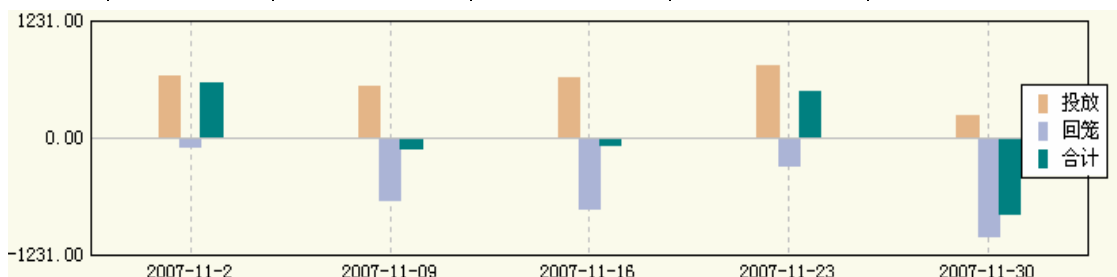
11 月份 SHIBOR 收益率走势图

4、公开市场操作

11 月份央行公开市场操作累计净投放货币人民币 76.79 亿元，具体数据如下：

2007-11-01 至 2007-11-30 按周投放统计

日期	投放 (亿元)	回笼 (亿元)	合计 (亿元)
2007-11-2	660.00	84.78	575.22
2007-11-9	530.18	641.67	-111.49
2007-11-16	650.58	728.51	-77.93
2007-11-23	760.31	283.58	476.73
2007-11-30	240.09	1025.83	-785.74



二、市场回顾

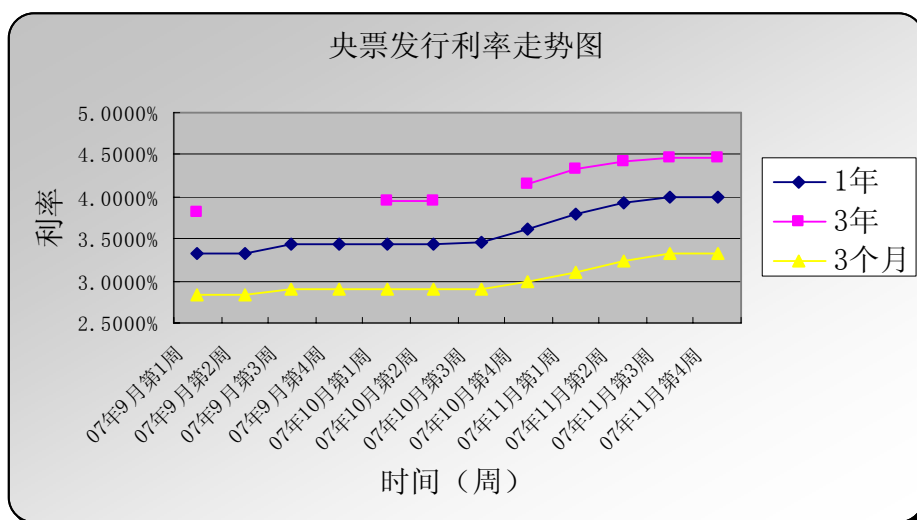
1、10月CPI出现反弹

根据国家统计局 11 月 13 日公布的数据显示，10 月份我国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨 6.5%，比上月上涨 0.3%，再次达到近 11 年的高点，显示通货膨胀压力依然巨大。

10 月份 CPI 反弹至高位主要是由食品类价格拉动，但随着发改委再次调高成品油价格及明年水、电价格可能面临的上涨，未来我国市场仍面临较大的通胀压力。

2、央票利率持续上行

整个 11 月，1 年、3 年及 3 个月期央票发行利率持续上行，直至 11 月最后一周方才企稳。1 年期央票发行利率从 3.6055% 上升至 3.9933%，上浮近 33BP；3 年期央票发行利率从 4.15% 上升至 4.47%，上浮 32BP；3 个月期央票发行利率从 2.9903% 上升至 3.3162%，上浮近 33BP。



央票利率的持续上行使得整个 11 月市场对加息的预期大大增强，每逢周末均有加息传言弥漫于市场。央票发行利率的持续攀升还

导致了短期债券收益率水平的持续走高并向上传导至中长端，同时迫使短融发行利率不断抬高。

3、短融及企业债销售面临困境

整个 11 月由于需求的严重萎缩导致短融及企业债销售均面临了极大的困境。这一方面是由于市场对于加息的预期造成的，另一方面也是受时间点的影响，时值年末，各机构往往不愿意再扩大对于短融和企业债这类风险较大品种的投资规模。由此导致了市场需求极度减少，短融一二级市场已不再存在价差，大部分机构为了防止出现包销甚至不惜部分或全部返还手续费。

4、12 月存款准备金率上调 1%

央行 12 月 8 日宣布，从 12 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。至此，准备金率达 14.5%，创 20 多年来新高。这是央行今年以来第 10 次上调准备金率，上调幅度为 4 年来最大。预计可回收 4000 亿元左右的流动性。

5、中央经济工作会议精神使得明年政策预期愈发趋紧

中央经济工作会议刚刚结束，从会议传达出的精神来看，为了防止经济由偏快转变为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，2008 年货币政策的基调将由 07 年的“适度从紧”转变为“从紧”。

三、后市展望

整个 11 月，市场一直有很强的加息预期，这主要是受 CPI 反弹

和央票利率持续上浮的影响。然而预期中的加息并没有如约而至，但是随着央票利率的不断抬升，市场收益率水平已经向上移动。同时12月8日，央行再次宣布上调存款准备金率，上调幅度为1%。从目前情况来看，央行在年内再次上调利率的可能性大大降低，而仍然选择了数量调控方式。

从原因上分析，应该是由于人民币面临较大的升值压力，同时美国、英国等受次贷危机影响而减息也限制了人民币利率的上行空间，使得央行更愿意采用数量调控的方式对市场进行指导。

但是我认为，未来市场仍然面临较大的加息风险，因为目前我们所面临的不仅仅是流动性过剩，这只是表面现象，我们面临的还有固定资产投资增速过快，贷款增长过快等一系列问题。流动性过剩更多的是由于从去年至今每月贸易顺差不断增加导致的被动货币投放引起的，而这其中有相当一部分是国际游资的涌入。吸引他们的仅仅只是人民币升值的预期么？我认为投资国内固定资产和金融资产的高回报率应该是更重要的原因。

而从抑制投资过热及贷款冲动的角度来说，利率手段比数量调控手段应更有效果。在贷款利率远高于银行间市场债券收益率的情况下，数量调控并不能很有效的抑制贷款，只是导致银行间市场资金进一步失血，流向贷款领域。因此未来我们仍然会面临较大的加息风险。

上海证券固定收益总部

王影峰