

左边谨慎右边配置 夹缝中银行如何为10年国债喊价

◎本报记者 秦媛娜

商业银行如何布局，将很大程度上影响到今日10年期国债的定价，而对于长债的谨慎态度和资金配置压力同时存在令市场处于胶着状态。

本期国债是今年第三期记账式国债，期限10年，为关键期限国债。对于本期国债的利率，市场预期不一，保守者认为可能达到3.1%~3.15%，但是也有预测给出3.0%~3.05%的判断。

昨日国家统计局公布2月份的CPI和PPI同比增速分别为-1.6%和-4.5%。银行交易员称，虽然物价数据对于债市有正面作用，但是刺激作用有限，本期国债定价多少，最终还是要看资金的需求情况。

从供求的角度分析，市场流动性的充裕和债券供应量的不足可能是对本期国债利好的一个因素。从国债的发行计划来看，第一季度是明显的淡季，主要品种的发行都集中在第二和

第三季度，两头少中间多的特征非常明显。

目前市场资金处于异常充裕的阶段，资金承担了较大的投资配置压力。为了规避利率风险，中长债始终不是投资的首选，短期品种成为最受青睐的品种。但眼下短端利率已经非常低，逼迫资金开始寻找中长期的投资机会。昨日，银行间市场中5年左右的品种交投活跃，收益率也略有下行。

分析人士称，随着银行资金重回

市场主导地位，他们如何布局将成为决定性力量。事实上，在今年前两期国债的发行中，银行已经充分发挥了其定价的作用。

但在二级市场，长债的表现却有很大起伏，10年期固定利率国债收益率从年初的2.71%左右开始，最低到2.67%，此后便一路上行，2月初最高到3.40%，后又回落到3.15%附近，一路震荡。

上周，这一品种的利率有过一次短暂的回升，弹至3.23%，当时市场传

闻2月份信贷继续突破万亿元大关，成为解释当时长债表现的重要理由。但也有不少市场人士认为，投资人资金可能借此机会在二级市场拉高收益率，以此为在今日的长债认购中得更高利率做准备。

不过事实证明，这种“操纵”效果非常有限，因为买盘多于卖盘，长债收益率的回升转瞬即逝，供需力量还是促使收益率再度下行，发行之前长债的收益率约在3.15%~3.2%。

■海外债市专递

欧洲债务融资成本上升影响向亚洲蔓延

◎交行金融市场部 奚雪剑

近半个月美国债券市场比较平静：国债收益率变动很小，高质量信用债券差较为稳定，中等风险中等收益的信用债受到投资者青睐的现象延续。

正如跷跷板一般，美国债券市场这头走势刚平稳，欧洲债券市场那头却出现了不平常的走势。3月5日欧洲央行宣布降息50个基点，但国债收益率对降息反应不大，从近半个月来看，欧元区国债收益率也仅仅是中短端有所下降，长端几乎不变，英国国债也走出了比较类似走势。这个现象表面上看与我国去年降息时国债收益率曲线陡峭化的变化类似，但是分析其背后的缘由，则完全不同。中国国债收益率曲线陡峭化主要源于投资者对流动性的偏好和对长期经济走势不确定性的判断，欧元区国债这段时间的陡峭化经我们分析则是一个原因的两面因素共同作用的结果。

最近欧洲的金融危机引发了欧元区国债的不平常走势：首先看收益率曲线中长端，由于东欧危机增加了整个欧元区的信用风险，因此收益率维持较高水平，相对于基准利率降低50个基点，可以认为欧元区国家债务融资成本实际增加了。再看收益率曲线短端，同样受到融资成本增加的影响，短端收益率有向上的动力，但是由于避险资金的涌入，暂时压低了收益率。近半个月欧元Libor的走势也从侧面证实了我们的观点：尽管降息50个基点，银行间拆借利率却一路向上，说明银行间融资成本的增加。国家和银行融资成本均有增加，信用等级相对更低的企业债权融资成本增加就是很明显的事情了。

值得注意的是，欧洲债务融资成本上升的情况开始向亚洲蔓延。受金融危机影响比较严重的国家，如韩国和日本等已经感受到新一轮信贷危机的寒意。标准普尔表示，在亚洲，其下调评级所占的比例已经从1年前的26%上升至74%。这个比例仍然低于西方国家，但差距正在缩小。

虽然我们认为债务融资成本上升的现象继续向中国蔓延的可能性不是很大，但是应当引起我们的注意，一旦外围市场大规模出现债务融资成本上升的现象，对国内的债券市场也会造成不利影响。

■市场观察

CPI虽落入负值区间 降息空间依然不大

◎东航金融 姜山

虽然CPI年来落入负值区间，但就此判断降息空间大幅增加的依据并不充足。2月份的CPI数据出现同比大幅下降在很大程度上是由于统计的基期效应和去年同期春节造成价格上涨的因素造成，而从环比的数据看，最近的消费价格已经逐步趋于稳定。尽管未来几个月由于基期因素，CPI同比涨幅依然可能在负值区间徘徊，但这主要是由于统计因素造成，判断通货是否进入紧缩区间依然有赖于同比的数据变化情况。

就目前的数据变化看，虽然

PPI的数据依旧持续下滑，但由于国际市场的原油价格目前已经企稳，原油期货价格由前期的30美元~35美元回升至45美元~50美元区间，受到欧佩克大量减产保价影响，后期成品油价和化工类产品的价格再度持续下降的可能性不大。而有色金属等期货产品价格近期也出现稳步回升，由于国际大宗商品导致的PPI下滑将告一段落，后期PPI的环比很可能出现回升。

构成CPI的另一主要成分即食品、食用油等价格，自去年年底以来已经逐步趋于稳定，猪肉、鲜菜和食用油价格都有一定的回升，2月份的食品价格上涨0.8%，显示出

食品价格已经不能成为主导CPI下滑的主要动因。特别应当留意的是，今年的春节是1月份，在春节所在月份往往食品价格会出现明显上涨，在之后的月份出现回落，因此，2月份的食品价格上涨这一数据有力地说明了食品价格稳中有升的趋势正在得到加强。

而从影响到市场价格最重要的因素即货币供应量看，自去年10月以来，货币供应量大幅增加。统计数据显示，广义货币(M2)增速连续两个月持续回升，12月末、1月末同比分别增长17.8%、18.8%，达到2006年6月以来最高，2月份的同比增幅据测算更是超过19%。充足

的货币供给对于抑制通货紧缩的作用十分明显，而中央的一揽子经济刺激计划更是拉动PPI价格回升的重要推动力。

显然，从目前的市场环境看，2月份CPI和PPI同比数据双降很大程度上是由统计因素造成的，尽管未来还可能出现连续数月的双降走势，但并不能说中国因此进入紧缩周期。基于这一因素，笔者认为，短期内央行可能受CPI和PPI数据影响，再度小幅降息，但长期看这次降息很有可能是本轮降息周期的终结。因此，投资者应谨慎考虑债券的配置比例，在降息后适当减配部分收益率较低的长债品种。

年发八千多亿 信用债定价摆上桌面

◎上海银行 李祖伟

自2005年5月26日银行间债券市场第一只企业短期融资券诞生以来，银行间市场包括短期融资券、中期票据以及企业债在内的信用类债券规模迅速扩大。2008年，银行间市场发行信用类债券843.4亿元，占市场总发行量的11.9%。

在宏观经济下行周期情况下，无论贷款还是债券的信用风险都将大大增加，而债券市场特别是信用类债券市场的快速发展必然给商业银行对债券的信用风险管理能力带来严峻挑战，客观上要求管理者精通信用债券的定价方法。笔者这里借鉴国际上信用债券主流定价理论，在Markov模型的基础上，根据国内银行间市场的特点，建立适应国内债券市场实际情况的模型，力求为投资管理者提供一种违约修正过的债券定价方法。

信用债券定价：在对信用债券定价之前，首先定义两个向量，期初评级向量和债券支付向量。期初评级向量(Initial)是定义债券期初评级为1，其他评级为0，而债券支付向量(Payoff)取决于债券在 t 时期是否已经到期。

根据上述两个向量，可以计算出各时期债券预期支付现金流：

$$\text{Expected Cash Flow} = \text{Initial} \times \text{Payoff}$$

II代表1年后公司的信用转移矩阵，那么t年后公司的信用转移矩阵为 II^t ，然后根据各时期预期支付现金流倒算出该债券的内部收益率(IRR)，即该债券预期收益率。

实证分析：以当前银行间市场流通的信用类债券为例，运用上述方法计算其发行时的预期收益率。

这里选取两只债券的发行主体，均由Standard & Poor's公司近期做出长期主体评级BBB+，以保证模型的有效性。同时，给定两个模型参数： $\alpha = 50\%$ 违约回收率，发行人未获得评级时的违约概率 $\rho = 20\%$ 。计算结果见附表。

结论：通过上述模型测算，两只债券的预期收益率与发行利率的利差为80~90BP左右，而两只债券发行时信用类债券相对于同期限央票的信用利差为60~70BP

左右，理论利差大于实际利差，这是因为模型选取的信用转移矩阵囊括了2008年全球公司的信用风险，要求更高的利差回报。事实上，随着2008年下半年以来全球金融危机的扩散蔓延，国内信用类债券的实际利差呈现扩大趋势，在一定程度上验证了该模型的有效性。因此，投资管理者在考量信用类债券的真实收益率时应参考违约修正过的预期收益率，而不是简单的票面利率和到期收益率。

债券指数(3月10日)

中国债券总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证金债指数
128.401	120.830	129.528	133.770

上海银行间同业拆放利率(3月10日)

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)	期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
O/N	0.8033	▼ 0.34	3M	1.2613	▼ 0.39
1W	0.945	▼ 1.67	6M	1.5311	▼ 0.21
2W	0.9513	▼ 0.22	9M	1.6933	▼ 0.18
1M	1.0314	▼ 0.61	1Y	1.9119	▼ 0.22

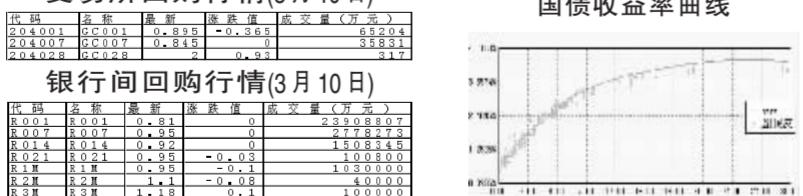
人民币汇率中间价

3月10日	1美元	1欧元	100日元	1港币
6.8358	8.6343	6.9003	0.88132	

全债指数行情(3月10日)



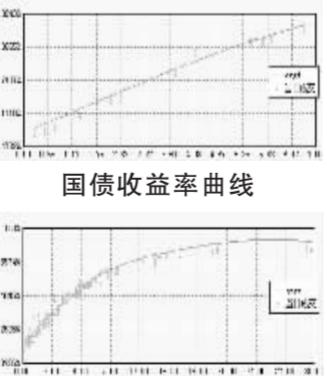
交易所回购行情(3月10日)



人民币汇率中间价

3月10日	1美元	1欧元	100日元	1港币
6.8358	8.6343	6.9003	0.88132	

上证所固定平台国债收益率曲线



上证所固定收益证券平台确定报价行情(3月10日)



交易所债券收益率率(3月10日)

