

Currency·bond

机构远虑通胀 国开行浮息债受捧

◎本报记者 秦媛娜

7年期品种票面利率 2.85%,10年期品种却只有 2.80%。时隔仅两周多,国开行发行的两只浮动利率金融债券竟然出现如此“头重脚轻”情形。上个月 22 日,国开行发行了 7 年期的浮息债,和昨日发行的第四期金融债设计完全相同,均以 1 年期定期存款利率为基准,并设定 1.98% 的保底利率条款,只是后者的期限拉长

到了 10 年。从结果来看,市场抢购意愿有所升级,55 个基点的利差明显低于市场预期。而且从横向比较,也打破了期限越长票面利率越高的规律,可见在这两周多的时间里市场走势和气氛已经发生了较大变化。

昨日一级市场的表现也是在债市原有的热度基础上又加温不少。这期债券首轮发行 150 亿元,招标总量 121.3 亿元,获得的有效投资资金总量高达 658.2 亿元,超额认购倍

率达 5.43 倍,创下了历史新高纪录。

认购明细显示,建设银行以 30.8 亿元认购额的绝对优势成为本期债券标王,显示出其强烈的投资兴趣,也是四大行中唯一一家认购超过 10 亿元的机构。但总体来看,认购额超过 10 亿元的机构数量明显高于往期债券发行,共有 9 家,机构性质也是五花八门,包括城商行、农商行、证券公司等,可见各类机构眼下都对浮息债有着特殊的青睐。

和上期一样,本期浮息债之所以受热,和市场对于通货膨胀的担忧有着重要的关系。虽然 4 月份的物价增速仍为负数,但是市场认为,距离走出通缩已经越来越近,之后强烈的通胀预期将成为市场大患,浮息债在通胀周期中的防御功能将被发挥,因此成为市场焦点。

分析师还指出,国开行两期金融债发行出现如此大的定价差别,除了受债券市场整体向好的大势引导外,

也和国开行金融债过渡期发债风险的确有关。就在本月初,国开行宣布获得了银监会的书面确认,该行在 2010 年末之前发行的人民币债券风险券种确定为 0,直至债券到期。

也正是这一确认,让两只债券的性质产生了较大的差异。前者发行时,投资者对于国开债后续定性心中还存有担忧,但是到了第二只债券发行,这种忧虑可以说荡然无存,无疑激发了投资兴趣。

每日交易策略

新债,套利不成反烫手

◎东

周一和周二有两只交易所现券上市,分别是 09 豫城投债和 09 昆创投债。两品种的发行日都是在三月下旬到四月上旬,都是信用评级相对较高,前者为 AA,AA 品种,后者为 AA 和 AAA 评级,但这两只债券的共同点就是上市后出现了折价。

从折价率来看,昆创投债的收益率较票面上升了 7 个基点,豫城投债收益率票面上升了 2 个基点。折价率虽然不大,但以对期望中套利投资者敲响警钟。前期发行的 09 天津城投债三个期限上的品种,在上市后都出现折价的情况,最近一批过低收益率发行的企业债券更面临一个严峻的形势。三年、五年和七年品种的天津城投债,只有七年品种上市后有较为活跃的成交,三年和五年品种上市一个月以来在交易所的成交相加不到 2000 万元。由于天津城投债在发行时,不少不能投资于中票市场的机构都将其视为中票进行定价,而后在四月份的中票市场大崩盘中,这只品种也跟着出现了定价的回升。

由此可见,在市场上没有永远有效的策略,也没有永远正确的定价。投行为为了发行顺利,也为了发行人的利益,并不见得能为投资者争取多少利益,而在利益巨大时,一般都会更多的为自己留下利润,这对于投行来讲无可厚非。但对投资人来讲,更需要的是认清自己的位置,要考虑到资产负债的属性和投资的长中短期目标以及流动性要求。选择合适自己的资产才是根本。固定收益最根本的还是固定的现金流,定价的准确性与否则是相对的,可波动的,而固定的票息是最终带来收益的根源。所以,对待低利率的新债,特别是低利率的信用债券,仍然需要保持警惕,防止“掠夺性发行”成为市场的常态。否则,最后受损的仍然是投资机构本身。

公开市场昨回笼 700 亿元

◎本报记者 丰和

昨天,央行通过公开市场回笼 700 亿元。当天,央行在公开市场对 28 天回购品种进行了正回购操作,回购量为 700 亿元,收益率为 0.9%。与上周相比,周二公开市场少回笼 100 亿元。本周到期释放资金量为 1480 亿元,比上周减少约 450 亿元。

三只地方债 13 日打包招标发行

财政部日前决定,于 13 日代理招标发行 2009 年大连市政府债券、四川省政府债券(二期)和湖北省政府债券(二期),发行规模分别为 10 亿元、90 亿元和 31 亿元。本次发行各期债券品种为 3 年期固定利率附息债,5 月 14 日开始发行并计息,5 月 18 日发行结束,5 月 20 日起上市交易。(宗禾)

银行间市场交易商协会:重点发展企业债务融资工具市场

◎本报记者 李丹丹

银行间市场交易商协会理事长、交通银行行长李军近日表示,当前阶段,银行间市场发展的重点仍然是企业债务融资工具市场的发展,以扩内需、促就业、保增长,促进经济平稳较快发展。而在发展该市场时,要在加强产品创新的同时,加强对债务融资工具风险的管理,切实防范系统性信用风险的爆发。

近年来,短期融资券、中期票据等企业债务融资工具市场蓬勃发展,但是李军指出,目前直接融资与间接融资结构不平衡的矛盾依然突出;企业债券市场发展仍相对滞后;信息披露、信用评级等基本市场约束与激励机制尚未完全发挥作用;金融产品的种类和层次不够丰富,市场功能还有待进一步提升。

另一方面,李军表示,协会要进一步充分发挥市场自律组织的功能,加强对主承销商、信用评级机构等中介机构和信息披露的管理,使其切实履行职能,规范中介行为,进一步完善行政监管、自律规范和中介机构一线监测的多层次管理体系。



互换曲线 将延续整理走势

◎中信银行 官佳莹

4 月份互换交投延续了活跃态势,当月互换名义本金成交金额为 371.33 亿元,与上月持平。市场交投热点呈现多元化的特征:FR007 为基准互换成交占比降至 61%;SHIBOR 为基准互换成交占比增至 35%,其中 1W SHIBOR 为基准互换成交占比为 13%;基于一年定存为基准的互换成交量有所增加,约为 12 亿元。成交期限结构方面,交投集中在 3 年及以下期限:1 年及以下期限、1-3 年(含)、3-5 年(含)及 7-10 年(含)成交占比分别为 49%、34%、15%、2%。

4 月份,银行间债券市场资金面延续了宽松态势,互换各基准利率维持窄幅整理走势。FR007 和 SHIBOR O/N 分别维持在 0.95%、0.81%附近波动,两者日均值均与上月持平。互换曲线中长效明显回落,目前,1-3-5 年期利率在 1.32%、1.92%和 2.5%附近波动。

互换曲线本轮变动轨迹基本与我们上期的分析一致,基准利率上行预期推动了互换曲线的整体上行。相对于上年四季度,资金面已有所收紧。但从目前的情况来看,基准利率上行波动将会是一个相对温和的过程。原因有以下四点:政策动向方面,4 月份央行高层明确表示目前信贷高速增长利于大于弊,不会实行额度管理,央行的言论显示当前其还不会贸然全面收紧流动性,公开市场净回笼可能是出于平滑到期资金分流的考虑。其次,目前市场主流预期 4 月份信贷增速较上月大幅下降,信贷增速的放缓,也有利于稳定银行间债市资金面。基于基本面,数据仍然是喜忧参半,相关数据显示进入 4 月份,发电量同比降幅较上月扩大,但是规模以上港口吞吐量继续底部回升,经济依然处于复苏的初期,相对充裕的流动性有利于经济的持续增长。

目前,1 年期互换利率已经上行至银行资金成本附近。短期来看,若无 IPO 重启的驱动因素,进一步上行空间有限;而 3-1 年和 5-1 年利差在 60bp 和 120bp 附近,均接近历史高位。短期来看,互换曲线将延续窄幅整理走势。

市场观察

经济趋势继续向好 政策以保持稳定为宜

◎申万研究所 李慧勇

最近公布的经济数据有喜有忧,但总体上看,在国家政策的推动下,经济向好的趋势越来越明显。这主要体现在以下几个方面:一是工业增加值增长率明显加快。3 月份当月工业增加值增长 8.3%,比 1-2 月份加快 4.5 个百分点;预计 4 月份工业增加值增长率仍将维持在 7%-8% 的水平;二是固定资产投资大幅度加快。4 月份固定资产投资增长 33.5%,比 1-2 月份加快 7.4 个百分点。施工项目计划投资额和新开工项目计划投资额增长率分别达到 90.7% 和 29.8%,由于这两大指标是固定资产投资的先行指标,两大指标的持续走高,预示着未来投资仍将保持较快增长。三是 M1 增长率连续 4 个月上升。理论和实证研究都表明,M1 是经济景气的直接反

映,4 月份 M1 增长 17.5%,增长率创去年 6 月份以来的新高,这表明市场主体的交易意愿正在不断增强。四是反映企业家对未来判断的采购经理人指数(PMI)连续 5 个月回升。国家统计局最新公布的采购经理人指数已经达到 53.5%,已经恢复到去年 5 月份的水平,连续两月越过 50 的牛熊分界线。

在看到基本趋势向好的同时,我们也看到经济中仍然存在一些让人担忧的因素。一是外贸出口形势仍然不容乐观,这在最近刚刚闭幕的广交会成交情况可见一斑。本届广交会出口成交额 262.3 亿美元,同比下降 31.4%,降幅扩大 15.6 个百分点;环比下降 16.9%,降幅缩小 0.6 个百分点。由于广交会上基本能够代表未来 6 个月的出口订单情况,由此可见,短期内出口形势仍然不容乐观。二是物价仍在加速下跌。

4 月份 PPI 和 CPI 跌幅双双加大,尽管我们认为这跟去年的基期有很大关系,但不容否认的是下跌的物价对企业盈利回升非常不利,也抑制了居民的消费的热情。三是甲型 H1N1 流感带来了新的变数。从目前的情况看,发源于墨西哥的这种新型流感正在迅速传播,尽管由于其危害并不如 SARS 那样大,但同样也给发病人地区的出行和商务活动的进行带来一定的影响。我国内地已经出现了首例确诊病例,由于未来疫情的发展难以预测,现在还不能排除疫情引起经济的波动的可能。

综合以上最新的经济动态,我们不难对当前中国经济下一个判断。当前经济确实出现了复苏的苗头,但由于政策的结构性特点以及外围增长环境并没有根本性改善,这决定了当前的经济复苏是结构性的,对政策有较强的依赖性。这客观上要求保增长的政策基调不能动摇,只有这样才能保证经济复苏的持续性。

当然,由于目前的经济形势与去年 11 月份保增长政策出台时相比出现了一些变化,应该根据这些变化对政策进行相应的调整。一是从政策的着力点来看,前期政策着力点主要是投资,在投资增速超过 30% 以后,政策的着力点应该更多地转向增长依然比较缓慢的消费和出口。二是从货币政策看,前期主要通过加大信贷投放来保增长,1-4 月份信贷投放规模已经超过 5 万亿,再进一步加大信贷投放的空间已经不大,在这种情况下,可以考虑通过降息等价格工具来加大金融对经济的支持。实际上,由于 PPI、CPI 均为负,我国现在的实际利率并不低,仍然有进一步降息的空间。

Shibor 利率回升预期提升 IRS-Shibor 活跃度

◎东航金融 樊乐乐

最新统计数据表明,尽管以 FR007 为参考利率的 IRS-Repo 成交依然最为活跃,但其交易占比已回落至历史平均水平以下,由 2009 年 1 月 92% 的高点回落至当前的 60%;而以 1W Shibor、3M Shibor 与 O/N Shibor 为参考利率的 IRS 交易额创 2008 年 8 月以来新高,交易占比则延续 2009 年 3 月以来的大幅攀升态势,由 2009 年 2 月 7% 的低点飙升至 37%。

我们认为,IRS 交易的活跃度主要受投资者对于参考利率的预期分歧、与参考利率挂钩产品的管理需求以及机构套利参与度等因素影响,近两个月来 IRS-Repo 与 IRS-Shibor 活跃度之间的此消彼长主要由以下因素促成。

——从参考利率看,3M Shibor 利率的潜在上升动能高于 7 日回购利率。路透人民币利率掉期参考报价历史数据显示,各月 IRS-Repo、IRS-3M Shibor 1 年期报价(中间价)波动率的环比变动值与日均成交额环比变动值之间均保持稳定的正相关关系。

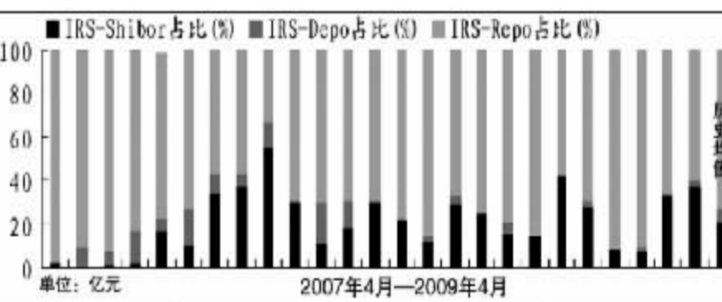
2009 年 2 月以来,3M Shibor 与 3 个月期央票、3 个月期定存利率与

FR007 的利差持续徘徊于历史底部,从当前 3M Shibor 偏离合理定价的程度看,3M Shibor 存在 50-80BP 的低估。从中长期来看,在资金面已由过度宽松转向适度宽松,并可能逐步趋紧的变化过程中,3M Shibor 已积累了较强的上升动能。

对于资质优良的交易对手而言,3M Shibor 的合理定价可近似看作 3 个月央票收益率、3 个月 AAA 级短融相对于央票的信用溢价及流动性溢价之和。因此假设流动性溢价为 30BP,则 3M Shibor 的合理定价为 1.6899%,较当前 3M Shibor 高出 50BP。从银行资金运用要求看,粗略计算,3M Shibor 拆出收益至少要达到 2%,才能实现盈亏平衡,而目前 3M Shibor 利率距此尚有近 80BP。

与 3M Shibor 潜在的上升空间相比,FR007 的潜在上升动能相对有限。从短期看,回购利率对于货币政策变化的敏感性更高,而央行近期对于“坚定不移地落实好适度宽松的货币政策”的反复重申有利于稳定回购利率预期;而从银行资金运用要求看,目前 7 日回购利率较银行资金成本(1.27%左右)低 30BP 左右,低估程度小于 3M Shibor。

——与 Shibor 挂钩债券产品的



张大伟 制图

不断扩充,增强了机构运用 IRS-Shibor 进行组合管理的需求。央行货币政策执行报告指出,2009 年一季度 Shibor 在利率衍生品交易定价中的作用不断加强,发行中参照 Shibor 定价的新券比重不断提高,亦提升了 Shibor 在债券发行定价中的影响作用,并进而激发机构利用 IRS 市场对冲债券利率风险或增强收益的需求。截至 4 月末,IRS-Repo 较 1 月末上升了 42.58BP,而 IRS-3M Shibor 仅上升 26.38BP,IRS-3M Shibor 与 IRS-Repo 之间的价差迭创新高,最低曾收窄至 20.86BP。因此从中长期来看,构建买入 IRS-3M Shibor,卖出同期 IRS-Repo 的套利交易组合,具备一定的盈利空间。

流动性更佳,机构对于资金面预期的分歧往往最先反映在 IRS-Repo 报价的变化上;同时由于 IRS-REPO 报价低于 IRS-3M Shibor,流动性亦好于 IRS-3M Shibor,因此买入 IRS 方最初更倾向于选择 IRS-Repo 建立固定端头寸。而随着支付固定利率需求的持续上升,IRS-Repo 报价升幅明显超出 IRS-Shibor,其成本优势亦在逐步减弱。截至 4 月末,IRS-Repo 较 1 月末上升了 42.58BP,而 IRS-3M Shibor 仅上升 26.38BP,IRS-3M Shibor 与 IRS-Repo 之间的价差迭创新高,最低曾收窄至 20.86BP。因此从中长期来看,构建买入 IRS-3M Shibor,卖出同期 IRS-Repo 的套利交易组合,具备一定的盈利空间。

债券指数(5月12日)

Table with 4 columns: Index Name, Index Value, Change, and Yield. Includes China Total Bond Index, Shanghai Interbank Bond Index, etc.

上海银行间同业拆放利率(5月12日)

Table with 4 columns: Term, Shibor(%) Change, Period, Shibor(%) Change, and Yield Change. Includes O/N, 1W, 2W, 1M.

人民币汇率中间价

Table with 4 columns: Date, 1 USD, 1 EUR, 100 JPY, 1 RMB. Shows exchange rates for 5月12日.

全债指数行情(5月12日)

Table with 5 columns: Index Name, Index Value, Change, Duration, and Yield. Includes 中债综合, 中债国债, etc.

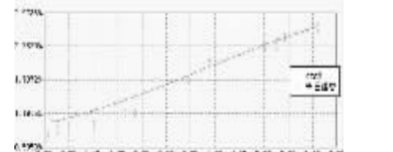
交易所回购行情(5月12日)

Table with 5 columns: Code, Name, Bid Price, Offer Price, and Yield. Includes R001, R007, etc.

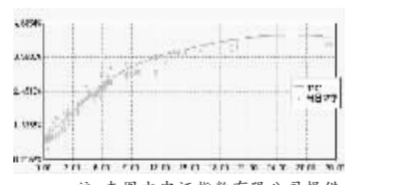
银行间回购行情(5月12日)

Table with 5 columns: Code, Name, Bid Price, Offer Price, and Yield. Includes R001, R007, etc.

上证所固定平台国债收益率曲线



国债收益率曲线



上证所固定收益证券平台

确定报价行情(5月12日)

Large table listing various fixed income securities with columns for code, name, price, and yield.

交易所债券收益率(5月12日)

Large table listing exchange-traded bond yields with columns for code, name, bid price, offer price, and yield.

Large table listing Shanghai Stock Exchange fixed income securities with columns for code, name, price, and yield.

(银行间债券收益率)见中国证券网债券市场的行情速报栏目