

中期国债成银行“馅饼” 四大行独食三成

□本报记者 秦媛娜

中期国债的抢手程度在昨日18期记账式国债的发行中再一次得到了验证。昨日,财政部招标发行300亿元5年期国债,在以主要来银行体系资金的踊跃认购下,最终票面利率落在2.48%,比市场预期的2.5%还要低一些,而最低中标价被推低至2.4%,与票面利率差距高达8个基点。

由于本期国债的发行正好处在三季度宏观经济数据公布之后和工行A股发行申购资金解冻之时,因此在未来债市走势良好预期和充足认购资金的追捧之下,昨日的发行结果似在意料之外,实在情理之中。

除了债市气氛和资金面的支撑原因外,本期国债的发行方式也成为促使其中期国债成银行“馅饼”的原因之一。

率差距高达8个基点。

由于本期国债的发行正好处在三季度宏观经济数据公布之后和工行A股发行申购资金解冻之时,因此在未来债市走势良好预期和充足认购资金的追捧之下,昨日的发行结果似在意料之外,实在情理之中。

除了债市气氛和资金面的支撑原因外,本期国债的发行方式也成为促使其中期国债成银行“馅饼”的原因之一。

本月13日曾发行过一期3年期国债,发行中设有追加承销的设计,而上周发行的国开行7年期国债也在首轮投标之后以数量招标方式进行了追加发行。交易员认为,因为拥有追加发行时的投标选择权,因此机构在首轮认购时会稍显谨慎,根据情况再适时调整追加认购的策略,这决定了最终的票面利率不会被压得太低,易可转债的纯债应加上相应的流动性和信用溢价,其中流动性溢价可参照银行间和交易所企业债收益率曲线的差异,信用溢价部分则根据发行主体、担保主体的信用等级而定。中字头的企业可能不到10BP,差的则达到30至40BP,但信用补偿不大可能更高,毕竟发行分离可转债的硬性条件(如净资产、盈利情况、发债规模)决定这些企业的信用资质不可能太差。对发行转债的企业来说,应该在银行担保、无担保或第三方担保之间权衡——如果市场对无担保所要求的收益率补偿高于担保费,则寻求银行担保才是成本最低方案。

这从上述两期债券发行结果均符合预期就可以看得出来。但是本期5年期国债300亿元竞争性招标结束后不再进行追加发行,因此不排除部分有真实投资需求的机构抬高高价的可能。

事实上,由于5年期是商业银行在债券久期配置中较佳的期限结构,本期债券的主要需求方正是持有资金最为充裕的银行。在认购榜单上,工商银行

以42.7亿元成为本期标王,占绝对优势,紧跟在它之后的农行、兴业银行和交通银行分别获得28.9亿元、22亿元和18亿元,也都斩获不少。四大国有商业银行总共承销96.8亿元,占总发行量的近三分之一。交易员表示,在中期债券的发行中,银行资金是主力,因此最终价格受大行认购情况影响较大,从某种程度上由几大“寡头”决定。

分离交易可转债该如何定价

□特约撰稿 邓清泉

分离交易可转债是《上市公司证券发行管理办法》出台后的一个新品种,从目前通过股东预案的6家公司发行计划看,基本上都是附认股权证的企业债券,即上市公司以较低利率发行公司债券,并附送若干公司认股权证以弥补低利率,待上市后,债券和权证分开交易。

就融资企业而言,发行分离交易可转债可以实现低成本地“一次发行、两次融资”,其中两次融资分别是发行债券(债务融资)和权证行权(股权融资),而低成本则是可转债的价格——股可转债的票面利率都较低,权证行权价格也都不得低于发行时的股价,较之增发、配股等传统股权融资方式,对老股东更有利。基于这些因素,发行分离交易可转债有更为严格的条件。

与普通可转债相比,分离交易可转债的权、债在上市后分开交易,因此其定价叫普通可转债更为直观,即分别对权、债定价即可。首先是权证部分,与普通可转债包含的认股权证相同,都是由上市公司自身发

行的,即行权会造成股权的稀释。普通可转债的行权时间为半年后至证券债券存续期(一般为5年),而目前公布的6家发行分离交易可转债方案中的权证存续时间只有1至2年,行权时间也有若干限制,因此分离交易可转债的“权”价值低于普通可转债,要使两者总价值相等,分离交易可转债的债的票面利率一般高于普通可转债。

具体到权证的定价模型,备兑权证采用BS公式即可;而可转债中的权证定价用BS公式容易高估,适合二叉树或蒙特卡罗模拟。上周五通过发审委的马钢和新钢转债方案中,其权证存续期间均为两年,有在满

1年、到期时两次行权机会,这种非标准的行权方式本身也不适合用BS公式定价。可能分离交易可转债对市场最深远的影 响是其纯债部分——6家方案中,多数担保人都是上市公司母公司,这一点与目前企业债多以银行担保不同。因此,分离交易可转债的纯债部分上市后,其收益率会根据发行主体、担保主体的信用等级不同而出现分化,如同短期融资券,因此,纯债投资者在投资时需进行更多的信用评级、企业基本面和信用事件。

与在银行间交易的有金融机构担保的企业债相比,在交易所上市的分离交

■市场快讯

人民币回调整固 难掩升值冲动

□本报记者 秦媛娜

7.8998元,近一个月时间之后,人民币汇率中间价走了一个轮回,又回到与9月28日首次破位7.9元关口时相同的位置。虽然以中间价计,人民币昨日回调3个基点的表现并不突出,但是在两交易市场双双走高,显示了部分升值冲动。

昨日,美元兑人民币汇率以微弱优势守住了7.9元这一重要的心理关口。但是这并不妨碍交易市场上人民币的升值表现。昨日的询价交易市场上,美元兑人民币汇率下跌34个基点,收盘报7.8991元;撮合交易市

场,美元兑人民币汇率也出现下跌,7.8990元的收盘价比前一交易日下跌42个基点。交易员表示,虽然上周五美元在纽约市场表现有所反弹,但是由于本周等待美联储的政策会议声明,美元交投清淡,给人民币汇率提供的线索也非常有限,同时人民币在经过长线调整后的升值要求也亟待释放,因此交易市场与中间价走向不一致并不奇怪。

离岸市场,投资者对人民币继续升值的预期也有所体现,1年期美元/人民币不可交割远期合约昨日报7.6520/7.6570元,低于上周五尾盘的7.6560/7.6600元。

公开市场加大资金回笼力度

□本报记者 秦宏

今天,公开市场将发行950亿元一年期央行票据,发行量比上周猛增逾50%。

与上周相比,本周到期的资金量仅为420亿元,比上周下降了310

亿元。其中,到期的央票量为360亿元,比上周下降了20亿元。然而,本周一年期央票的发行量比上周猛增350亿元。业内人士预测,工行新股发行结束后,公开市场将从本周起重新加大对资金的回笼力度,适度收紧市场宽松的资金状况。

6家短融发行企业未按时披露三季报

□本报记者 秦媛娜

6家短期融资券发行企业由于未能在规定的截至日期10月15日之前披露2006年第三季度有关财务披露,而上了“黑名单”。

国家外汇中心最新发布的《关于短期融资券发行企业披露2006年第三季度财务报告情况的公告》显示,经人民银行批准发行短期融资券的182家企业中,除8家企业因其所发行的短期融资券已兑付毋需披露和84家按规定豁免外,有84家企业按规定在10月15日前通过中国货币网披露了2006年第三季度有关财务报表。6家企业未能在规

定时间内披露信息,这6家企业分别是武汉钢铁(集团)公司、上海电气(集团)总公司、中国南山开发(集团)股份有限公司、福禧投资控股有限公司、广西玉柴机器股份有限公司和广西水利电业有限公司,而且他们均未能在规定时间内披露信息的原因向市场做了说明。上海电气(集团)总公司则延期至10月19日披露了第三季度财务报告。

除福禧投资、上海电气(集团)因所属周知的原因,广西玉柴机器股份有限公司和中国南山开发(集团)股份有限公司则是因为财务报表合并编制、工作量较大等原因无法及时披露。

农发行本周五发行1年期金融债

□本报记者 秦媛娜

本周五,农发行将招标发行100亿元1年期金融债券,这是农

发行今年发行的第十四期债券。本期金融债为固定利率债券,采用固定面值、无利率上下限的单一利率中标方式发行,到期一次还本付息。

■每日交易策略

年底继续打新债

□东

随着年底的临近,第二期铁道债券的发行开始逐步加速,预计将在11月下旬发行。据悉,第二期铁道债券仍然采用第一期的发行方式,以簿记建档和缴纳保证金的方式进行。由于这一方式在事实上被证明能有效地降低发行人的成本,所以在铁道部的强势面前,第二期债券很可能继续被大批资金追逐。很难想象,这种类似于打新股的发行方式从股市转到跨市场的债市,让银行也享受了一把“摇啊摇”的乐趣。但对二级交易而言,银行间的需求更加刚性,大部分大型保险虽然全力参与但仍然未能买到预期的量,所以长期的需求仍然存在。由此预计第二期债券在簿记时,长期债券这些中标的数量相对于机构而言微不足道,浮筹也有限,所以多数以持仓为主,估计导致这个债券在在场外市场的流动性弱于正常发行的品种。

第二期发行的铁道债共有120亿元,加上20亿元追加额度,共有140亿元。同时,本期较第一期增加了30年品种。从第一期中标的情况看,长期债券的中标率较高,同时溢价绝对值较大,对于投机类的资金而言,收益更加丰厚。而且,长期债的需求更加刚性,大部分大型保险虽然全力参与但仍然未能买到预期的量,所以长期的需求仍然存在。由此预计第二期债券在簿记时,长期债券这些中标的数量相对于机构而言微不足道,浮筹也有限,所以多数以持仓为主,估计导致这个债券在在场外市场的流动性弱于正常发行的品种。



随着年底的临近,第二期铁道债券的发行开始逐步加速,预计将在11月下旬发行。据悉,第二期铁道债券仍然采用第一期的发行方式,以簿记建档和缴纳保证金的方式进行。由于这一方式在事实上被证明能有效地降低发行人的成本,所以在铁道部的强势面前,第二期债券很可能继续被大批资金追逐。很难想象,这种类似于打新股的发行方式从股市转到跨市场的债市,让银行也享受了一把“摇啊摇”的乐趣。但对二级交易而言,银行间的需求更加刚性,大部分大型保险虽然全力参与但仍然未能买到预期的量,所以长期的需求仍然存在。由此预计第二期债券在簿记时,长期债券这些中标的数量相对于机构而言微不足道,浮筹也有限,所以多数以持仓为主,估计导致这个债券在在场外市场的流动性弱于正常发行的品种。

收益率曲线:中期面临陡峭化风险

□特约撰稿 李聚合 吴天舒

我们认为,目前收益率曲线的扁平化,是在紧缩预期阶段性减弱的情况下,充裕资金推动的结果。根据对资金面、基本面的分析,短期内收益率曲线扁平化特征仍将维持,但从中长期来看,长期品种定位偏低,收益率曲线面临陡峭化的风险。

按照美国等成熟市场的经验,一般在加息周期到来前和加息周期初期收益率曲线会变得陡峭,而在加息周期中后期收益率曲线会变得扁平。经济周期、加息周期及收益率曲线变动的联动性及规律性较强。由于我国经济体制不成熟及利率市场化程度不高,如果简单套用往往会有一定错误。

我们认为,要想更为准确的判断收益率曲线形状及长期品种定位,还是需要综合考虑多方面情况。按照弗里德曼理论,在长期利率的短期确定中,市场供求关系和收益率的期限结构起着同样重要的作用。市场供求关系因素包括

资金面充裕程度、债券供求情况等;收益率期限结构因素包括宏观经济走势、通货膨胀预期、短期利率水平、资产回报率等。

市场供求关系方面,今年以来资金面总体还是较为充裕的,但是年初以银行为主的债市投资主体资金运用发生了明显改变:银行放贷动力十分充足,信贷投放增长较快;保险在国内股市火爆的环境中,加大了股票、基金的投资力度;由于紧缩预期的存在,机构上半年对债市投资力度有所减小。8月19日加息后,一举扭转了6-7月存贷差几乎零增长的格局,银行对债券投资的被动性需求增加。另外,巨额顺差和人民币升值加快引发的资金内流给国内金融体系带来更多的流动性,推动了债市的上涨,为了获得更高的收益,资金开始向中长期品种转移,收益率曲线近期不断扁平化。

但从中期来看,债市资金面充裕状况将面临考验。首先,由于目前国内经济高速增长趋势未改,资本回报率较

高,银行放贷冲动依然。另外,明年国内金融市场对外资银行全面开放,客户激烈争夺也容易导致贷款增加。其次,从近几个月贸易顺差增速大于外汇储备增长情况来看,可能意味着中央改变过去宽进严出的外汇政策,对国际收支平衡已经开始发生作用。明年中央将进一步进行外汇管理体制改革,从而逐步缓解由于升值压力带来的流动性泛滥的状况。

收益率期限结构方面,收益率曲线的扁平化,市场供求关系是一方面,而宏观经济走势、通货膨胀预期的变化也起到了推波助澜的作用。随着宏观调控取得一定效果,投资者紧缩预期阶段性减弱,助推了债市价格的连续上行。另外,市场对美国及世界经济即将步入衰退期的担心,也为长期品种大幅上涨,收益率曲线的不断扁平化增添了理由。通胀预期方面,由于权威部门预计全年粮食产量比去年略有增加,粮食价格保持平稳。全年CPI预计在1.7%左右,虽然年

内CPI会继续上涨,但峰值不会超过2%,这一物价涨幅不会对债市产生明显影响。

我们认为,目前国内经济高速增长依然稳健,明年投资、货币信贷仍存较大的反弹可能;在公共服务价格改革、工资调整及随着上游价格向下游的传导,国内通胀压力将逐步显现。因此,中央宏观调控仍不会放松,明年上半年不排除继续加息的可能。

根据以上分析,我们认为,年内投资者可以构建“哑铃型”投资组合,久期控制在5左右。由于长期企业债收益率近期相对下降较少,投资价值比国债、金融债要大;短期可投资品种主要集中在3年期以下的金融债;由于中美利差的限制,1年期央票收益率缺乏上行空间,在充裕资金的推动下,收益率有望不断下行,投资价值较大;短期融资券在经历了福禧事件后,信用利差明显增加,但也有反应过度之嫌,如果仔细甄别,不难从中找到较好的投资品种。

■汇市观察台

美元回升 市场静待美联储利率决议

□杜高见

周一国际市场美元兑各主要货币止跌回升,欧洲开市后美元即呈现涨势,截至发稿时美元指数运行在86.70一线,趋于收复上周失地。本周美联储将召开利率会议并将公布GDP等重要数据,料将对美元走势产生重

要影响。虽然目前市场普遍预期美联储将第3次维持利率不变,但仍十分关注其会后声明以从中寻找利率前景线索。在重要事件出台前投资者的注意力从此前不佳的数据上转移,且倾向于平衡头寸,美元因此上涨。

从目前美国经济状况来看,美联储降息可能还有待时日,如本次会议美联储发表较为强硬的声明,则美元有可能继续其近期上升趋势;如不利美元,则美元将向下调整。技术上看,日线图显示美元指数上升趋势基本完好,但在200日均线8700附近可能存在较大阻力,需防范短期内调整风险;周线图技术指标则维持向上,表明中期美元依然存

Table with 4 columns: Index Name, Value, Change, and % Change. Includes 中国国债总指数, 上证国债指数, etc.

Table with 3 columns: Product, Term, and Yield Rate. Includes FR001, FR007.

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 10月23日 BO, B2W.

交易所债券收益率

Table with 5 columns: Bond Name, Issue Date, Yield Rate, and Change. Lists various government and corporate bonds.

银行间债券收益率

Table with 5 columns: Bond Name, Issue Date, Yield Rate, and Change. Lists various interbank bonds.

美国国债收益率(10月23日)

Table with 5 columns: Term, Yield Rate, and Change. Lists US Treasury yields for 2, 3, 5, 10, and 30 years.

交易所回购行情

Table with 5 columns: Instrument Name, Rate, and Volume. Lists various repo transactions.

银行间回购行情

Table with 5 columns: Instrument Name, Rate, and Volume. Lists various interbank repo transactions.

银行间信用拆借行情

Table with 5 columns: Instrument Name, Rate, and Volume. Lists various interbank credit transactions.

人民币汇率中间价

Table with 5 columns: Currency, Rate, and Change. Lists RMB exchange rates for USD, EUR, JPY, and HKD.