

展望 2007

申万债券投资者预期调查显示

明年二季度紧缩货币政策或集中出台

□本报记者 秦宏

投资者对明年进一步出台紧缩性货币政策的预期几乎达成了共识:来自申银万国证券研究所近期的一份债市投资者调查结果显示,绝大部分投资者预期明年上半年央行将进一步出台紧缩性的货币政策,其中二季度集中推出的可能性最大。

紧缩工具:准备金率+利率

申万研究所本次调查对象主要以商业银行、保险公司和基金公司为主的机构投资者。调查显示,绝大部分投资者认为明年紧缩性政策出台的时间将在上半年。其中,26%的投资者预期紧缩政策将在一季推出;59%的投资者预期紧缩政策将集中在二季度推出;而预期紧缩政策在第三季度和四季度出台的投资者只占9%和3%。

在紧缩货币政策工具选择方面,86%的投资者预期明年存款准备金率将继续上调。其中,预期上调两次的高达

40%,只有14%的投资者预期存款准备金率维持不变。与此同时,还有52%的投资者预期明年央行将会加息一次。然而,投资者认为央行的加息行为并不具备连续性,在本次调查中未有投资者认为央行会加息两次以上。

尽管紧缩预期犹存,但是对于明年债市的资金环境,机构投资者们仍然相当乐观:83%的投资者预期资金面将保持整体宽松,而认为资金面偏紧的投资者只有13%。

一年央票处于2.5%至2.8%

对于2007年债券市场收

益率曲线变化趋势,主张平坦化和陡峭化的各占一半,显示市场的判断存在一定的分歧。其中,有53%的投资者认为预期收益率曲线会有所陡峭。这其中,28%的投资者认为陡峭化的原因是长端收益率上升导致,18%的投资者认为是由短端收益率下降导致。

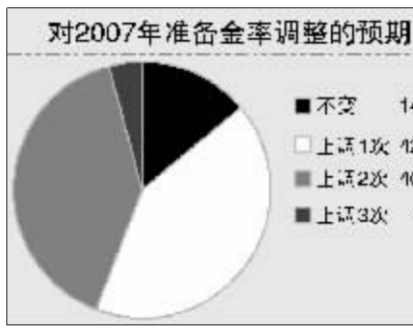
在货币市场方面,58%的投资者认为一年期央行票据的合理波动区间在25%至28%之间。预期一年期央票超过28%的投资者只占17%,但是与此同时认为一年期央票低于

2.3%也只占8%。

物价:涨幅不大

此外,对明年的宏观经济形势,大部分投资者认为通胀压力不会很大。大约61%的投资者预期2007年的CPI涨幅在1.5%至2%之间,22%的投资者预期在2%以上,而预期在1%-1.5%之间的只占11%。

在整体经济运行方面,73%的投资者认为明年经济增速整体温和回落。其中,56%的投资者预期全年经济表现是前高后低,17%的投资者预期全年表现是前低后高。



张大伟制图

初试无担保 中化国际分离债热启动

□本报记者 李锐

中化国际(600500)今日发布的公告显示,公司本次发行的12亿元分离债交易可转债,网上申购量达94.99亿元,网下机构申购量达274.07亿元,中签率低至2.63%。虽然这已是第三家登陆资本市场的分离债,但与此前两只分离债的发行结果相比,中化国际分离债的中签率最低(马钢股份和新钢钒的中签率分别为9.15%和3.72%),超额认购倍数达到38.06倍。

12月1日,中化国际成功地公开发行了分离交易的转换公司债券(以下简称

“分离债”),开辟了上市公司发行无担保公司债券的先例。公司的分离债依然广受市场追捧,这不仅反映出资本市场对分离债的认可,也体现了投资者的积极态度,更体现了投资者对公司未来业绩和成长性的信心。众多机构投资者的申购热情,完全扫除了部分分析师早前对中化国际本次发行未设担保条款的担忧。

区别于其他已发行或公告将发行的分离债,中化国际本次分离债最鲜明的特点就是无担保。据公司董秘毛嘉农介绍,此举一方面是根据《上市公司证券发行管理

办法》的规定,最近一期未经审计的净资产不低于人民币十五亿元的上市公司公开发行可转换公司债券时可不提供担保,但最主要的动因则是基于公司资本结构稳健,资产流动性较强,且募集资金项目盈利前景良好,具有较大的未来现金流,完全有能力以自有资金偿付本次分离债的本息。同时,中诚信评级公司亦给予中化国际本次分离债“AAA”的最高信用评级。在这种情况下,为降低融资成本,中化国际在设计发行条款时作出了积极的创新和尝试。

据了解,长期以来,上市

公司发行的企业债都是由集团公司或银行进行担保的。此前,非上市的大型国有企业发行的债券品种中也只有中国长江三峡工程开发总公司发行的2006年企业债券没有任何担保。此次中化国际无担保分离债的成功发行,除了彰显中化国际依靠自身现金流偿付债券本息的实力之外,更是为我国企业债券向公司信用的回归进行了有益的探索,使企业债券成为真正意义上的信用债券;同时也使评级机构的责任和作用得以真正发挥,有助于加快企业债券发行机制的市场化步伐。

专家观点

“挤水”流动性溢价 理顺短期利率曲线 SHIBOR:重构货币市场基准利率指标体系

□特约撰稿 陈若动

作为中国货币市场基准利率,上海银行同业拆借利率(SHIBOR)在全国银行间市场已经开始试运行,明年1月1日将正式启动。SHIBOR的推出将从结构调整的意义上重构货币市场基准利率指标体系,同时理顺目前的短期利率曲线。

——中国短期利率曲线比USD LIBOR短期利率曲线更陡峭。我们选取同一天(2006年10月31日)两个市场的数据分别形成收益率曲线,比较后很明显地发现,人民币短期利率曲线相比USD LIBOR短期利率曲线更陡峭。以R07D与R14D的利差为例,人民币R14D与R07D的利差为14bp,而USD LIBOR R14D与R07D的利差为0.32bp。

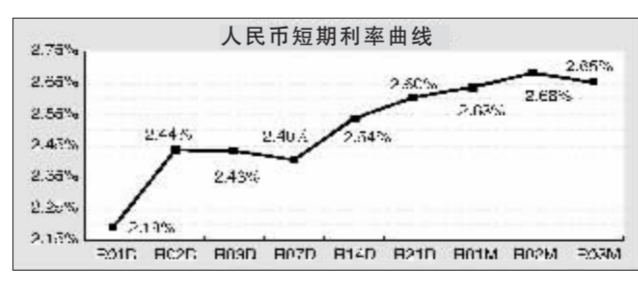
——陡峭的即期利率曲线反映隐含其中的远期利率与即期利率的差值更大。远期利率反映了未来某一时点起算的一段时间的即期利率。虽然远期利率无法从市场上观察到,但根据无套利原则,仍然可以用不同期限的即期利率推算出远期利率值。我们分别推算了人民币短期即期利率曲线隐含的远期利率和USD LIBOR RATE隐含的远期利率,并将远期利率与即期利率作比较。得出的结论是:人民币短期远期利率与即期利率的差值比USD LIBOR RATE远期利率与即

期利率的差值更大。以R007为例,中国市场7天后R007的远期利率比即期R007平均高30bp;14天后R007的远期利率比即期R007平均高28bp;21天后R007的远期利率比即期R007平均高48bp。而美国市场远期利率f(7d、14d)与即期利率的差值平均不足1bp。

——更陡的即期利率曲线反映了远期利率中更高的流动性溢价。向上倾斜的收益率曲线既可反映未来利率上升的预期,也可反映未来利率水平不变(甚至下降)的预期,但是因收益率曲线包含了随期限延长增长足够快的流动性溢价,结果形成了向上倾斜的形状。

我们认为,短期目标利率的缺失,央行不能起到最终贷款人的作用,以及公开市场操作频率不能满足市场资金的逐日出清,更重要的是大型金融机构没有激励机制缺少动力充分运用资金,多方面因素共同作用,导致本应作为市场出清利率的短期回购利率不能真实反映金融机构间的短期资金供求状况。其结果就是:中国的短期货币市场利率包含了过高的流动性溢价。

——短期利率中隐含的过高流动性溢价会在SHIBOR推出后逐渐降低。SHIBOR的推出,其意义不仅是表面上央行要求各参与银行对各个期限的平均拆借利率即为SHIBOR利率。SHIBOR由16个品种组



张大伟制图

成,比目前货币市场交易的回购或者拆借品种更加丰富。参与与银行每天对各个期限的拆借品种进行报价,对报价进行加权平均处理后,公布各个期限的平均拆借利率即为SHIBOR利率。

——对债市的影响。首先,1年内的短期利率曲线将比目前的曲线平缓很多,即隔夜、7天、14天等短端利率向

上,7天回购利率将起到支点的作用,向上趋势最为明显;而1年期收益率会向下调整。其次,各期限短期利率的关联性将增强。尤其是7天回购利率与1年期利率的关联性会得以增强,因为没有了流动性中断的担忧,更多的机构将运用7天回购利率来滚动复制1年期利率。其结果是,不断推高7天回购利率,同时压低1年期利率,直到这两个期限的利率达到均衡。

资料链接:

SHIBOR采用报价制,以拆借利率为基础,即参与与银行每天对各个期限的拆借品种进行报价,对报价进行加权平均处理后,公布各个期限的平均拆借利率即为SHIBOR利率。SHIBOR由16个品种组

成,比目前货币市场交易的回购或者拆借品种更加丰富。参与与银行每天对各个期限的拆借品种进行报价,对报价进行加权平均处理后,公布各个期限的平均拆借利率即为SHIBOR利率。SHIBOR由16个品种组

市场快讯

国库现金管理定存第一单今日招标 利率料不应低于3个月国债水平

□本报记者 秦媛娜

国库现金管理商业银行定期存款的第一单今日进行招标。市场人士预测,招标利率应介于3个月国债和质押式回购利率之间,可能偏向3个月央票或者金融债利率水平,最终结果将取决于投标机构对资金的需求强度。

根据规定,国库现金存放在商业银行,商业银行需要以国债为质押获得存款并向财政部支付利息。申银万国研究所分析师陆文磊表示,从操作上说,商业银行以国债作为质押融入资金,相当于质押式回购,那么理论最终的招标利率应该接近3个月回购利率。但是目前3个月回购利率为3%,如此高的利率并不会吸引机构通过这样的方式融资。因为市场中3个月金融债和国债收益率均低于3%,如果招标利率超过3%,商业银行的投资收益将很难覆盖成本。

与此同时,申银万国研究所分析师屈庆也表示,招标利率不应该低于3个月国债1.94%的利率水平。如果低于3个月国债

收益率,那么从财政部资金运用的效率出发,还不如通过国债买回方式的资金运用收益高。

银行交易员预测,最终的投标价格可能会比较接近3个月央票的利率水平,因为两者的期限和信用程度比较接近,但是最终结果还是要取决于投标机构的资金需求强度。昨日财政部和央行公布的名单显示,参与定存业务的银行共计52家,均来自于国债承销团和公开市场业务一级交易商。

此前,国库现金主要存放于央行特定账户,获取不足1%的活期存款利息。屈庆表示,继今年8月财政部买回185.95亿元年内到期国债之后,作为国库现金管理的两种主要方式之一,商业银行定期存款业务的启动运行将有利于继续拓宽财政资金的投资渠道,提高资金收益。

2006年中央国库现金管理商业银行定期存款(一期)招投标一览表

人民币汇率开始试探7.82关口

□本报记者 秦媛娜

虽然从中间价来看,人民币汇率昨日出现了小幅下跌的调整走势,但是巨大的升值冲动显然并不因此而有所减轻。当日,美元兑人民币汇率在交易市场盘中双双触破7.82关口,询价和撮合交易市场分别以7.8218元和7.8220元创下新的纪录。下一个破关之役似乎一触即发。

经过连续两个交易日创下汇改以来新高之后,昨日人民币汇率出现了回调整理。银行间即期外汇市场上的美元兑人民币汇率中间价较前日上涨了39个基点,以7.8279元的价格亮相。交易员表示,如果美元汇率继续走低,人民币有望轻松突破7.82元关口,这将成为其在连续3个交易日里突破的第五个整数关口。

意在稳定利率 一年期央票全额发行

□本报记者 丰和

昨天,央行在公开市场以数量招标方式发行了200亿元一年期央行票据。本期央行票据的发行价格为97.28元,与上周相同。由于

一年期央行票据两度数量招标发行,目前货币市场利率水平进一步趋于稳定。昨天,银行间回购市场的价格水平继续下行,其中7天回购加权利率为2.306%,比前一交易日再度下降4.38个基点。

国开行将发今年第二期美元债券

□本报记者 秦媛娜

国开行昨日公告称,其今年第二期境内美元债券将于12月8日在银行间债市发行。市场人士认为,本期5.4亿美元规模债券的发行将对缓解国内外汇储备过高的压力产生一定的作用,并预计会受到机构的热情认购。

根据发行公告,本期债券发行人有增发权利,最高不超过6亿美元。债券期限为5年,采取簿记建档、数量招标、集中配售发行方式,票面利率以6个月美元LIBOR为基准加30个基点。

本期债券承销商表示,因为簿记建档发行方式前期包含了路演等推介活动,通过与投资人沟通获得的市场需求信息显示,投资者的热情并不低。业内人士认为,虽然考虑到人民币汇率的

升值因素,本期美元债券的吸引力可能有限,但是金融机构出于自身的资产配置考虑,本身就有进行外币投资的实际需求,同时国开行债券较好的安全性和流动性也成为吸引资金的一个原因。

申银万国证券分析师陆文磊表示,境内发行美元债券客观上有利于缓解外汇储备过高和人民币升值的压力,因为债券的发行将吸收市场中的一部分美元供给。但是他也指出,本期债券的发行规模只有5.4亿美元,相对于规模巨大的外汇占款来说,缓解作用非常有限。

据悉,国开行今年第一期美元债券是通过定向方式全额发行给国内某金融机构。从2003年开始至2005年,其在境内发行的美元债券已经达到21.3亿美元。

汇市观察台

晚间数据料难以支撑弱势美元

□杜高见

周一美元在连续下跌后兑各主要货币出现一定程度的回升,但晚间纽约时段公布的美国10月未决房屋销售数据继续疲弱,且上周美国资本净流出较前周大幅攀升,美元因此再度下滑,反弹止于82.70一带。周二日间美元持稳于近期低点附近,截至发稿时美元指数运行在82.40左右。

业的疲势正逐渐扩散至服务业领域的预期,如数据不能令投资者满意则美元有可能继续下挫。

利率期货显示,近期一系列疲弱数据已使投资者认为美联储明年3月降息的几率达到百分之百,本周众多经济体的利率决议有可能使美元的利率优势进一步丧失。技术方面,美指4小时图显现底背离形态,表明在近期剧烈下跌后美元有修正需求,当然这还需要数据给予一定支撑。虽然非美货币有进一步走高的可能,但短钱涨幅过大,投资者应保持谨慎。

国内市场方面,部分市场人士预计,近期美元过大的跌幅可能引发汇价的短期调整,但中长期对ISM非制造业指数的预期中值为55.5,低于上月的57.1,反映了市场关于美国建筑业和制造

美国国债收益率(12月5日)

Table with 4 columns: 种类, 期限, 收益率(%), 收益单位(%)

交易所回购行情

Table with 6 columns: 代码, 名称, 期限, 涨跌幅, 成交量(万元)

银行间回购行情

Table with 6 columns: 品种, 收盘价(%), 加权(%), 成交量(百万元)

银行间信用拆借行情

Table with 6 columns: 品种, 收盘价(%), 加权(%), 成交量(百万元)

人民币汇率中间价

Table with 5 columns: 1美元, 1欧元, 100日元, 1港币