

urrency·bond

三年央票利率高于预期 债市无风无浪

□本报记者 丰和

复出后的首只三年期央票发行利率昨天被定位在 2.97%,略高于市场的预期。昨天,央行在公开市场成功发行了 600 亿元三年期央行票,但其 2.97%的发行利率水

平,还是略微超过了投资者预期。本周一,不少商业银行曾预期其发行利率可能介于 2.95%至 3%之间,其中倾向于在 2.95%附近的机构占据了多数。并且,与本周同期限金融债的成交收益率相比,三年期央行票高出了约 3 至 5 个基点。

然而,3 年期央行票据的招标结果并未对同期限的债券品种价格产生明显影响。昨天,剩余期限在 3 年左右金融债的成交收益率仍与前日基本持平。业内人士认为,由于目前市场流动性相当宽松,仍然可以使债券保持较低的收益率水平。同时,昨

天是兴业银行新股上网发行日,市场注意力均集中在资金拆借方面,现货交易相对较为平淡,在当天的银行间现券市场上,除了 1 年以内的短期债券交投活跃外,期限在 1 至 10 年间的债券成交量较前一交易日减少了 20%。因此,三年期央票发行对

收益率曲线影响,还需待其持续滚动发行到一定规模后才能得以进一步体现。除了三年期央行票外,昨天央行还在公开市场发行 700 亿元一年期央行票,发行收益率为 2.7961%,与前持平。此外,央行继续对 7 天回购品种进行

了正回购操作,正回购量为 200 亿元,而利率水平则因受近期新股发行的影响,比上周上升了 40 个基点,达到 1.65%。当天,央行共计从公开市场回笼资金 1500 亿元,不仅已全额对冲了本周期释放的资金,还有 400 亿元的净回笼资金量。

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
116.272	111.680	117.140	119.930
0.04%	-0.03%	0.03%	0.02%

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)	期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
0/N	1.5972	▲17.75	3M	2.8081	▲0.00
1W	1.9648	▲19.22	6M	2.8692	▲0.00
2W	2.1402	▲2.45	9M	2.9314	▲0.00
1M	2.518	▲0.00	1Y	3.0024	▲0.00

代码	名称	最新收	收益率	前收率
080104	01国债(4)	4.15%	0.00%	0.41%
080105	01国债(5)	4.18%	-0.02%	0.47%
080106	01国债(6)	4.21%	-0.02%	0.53%
080107	01国债(7)	4.24%	-0.02%	0.59%
080108	01国债(8)	4.27%	-0.02%	0.65%
080109	01国债(9)	4.30%	-0.02%	0.71%
080110	01国债(10)	4.33%	-0.02%	0.77%
080111	01国债(11)	4.36%	-0.02%	0.83%
080112	01国债(12)	4.39%	-0.02%	0.89%
080113	01国债(13)	4.42%	-0.02%	0.95%
080114	01国债(14)	4.45%	-0.02%	1.01%
080115	01国债(15)	4.48%	-0.02%	1.07%
080116	01国债(16)	4.51%	-0.02%	1.13%
080117	01国债(17)	4.54%	-0.02%	1.19%
080118	01国债(18)	4.57%	-0.02%	1.25%
080119	01国债(19)	4.60%	-0.02%	1.31%
080120	01国债(20)	4.63%	-0.02%	1.37%
080121	01国债(21)	4.66%	-0.02%	1.43%
080122	01国债(22)	4.69%	-0.02%	1.49%
080123	01国债(23)	4.72%	-0.02%	1.55%
080124	01国债(24)	4.75%	-0.02%	1.61%
080125	01国债(25)	4.78%	-0.02%	1.67%
080126	01国债(26)	4.81%	-0.02%	1.73%
080127	01国债(27)	4.84%	-0.02%	1.79%
080128	01国债(28)	4.87%	-0.02%	1.85%
080129	01国债(29)	4.90%	-0.02%	1.91%
080130	01国债(30)	4.93%	-0.02%	1.97%
080131	01国债(31)	4.96%	-0.02%	2.03%
080132	01国债(32)	4.99%	-0.02%	2.09%
080133	01国债(33)	5.02%	-0.02%	2.15%
080134	01国债(34)	5.05%	-0.02%	2.21%
080135	01国债(35)	5.08%	-0.02%	2.27%
080136	01国债(36)	5.11%	-0.02%	2.33%
080137	01国债(37)	5.14%	-0.02%	2.39%
080138	01国债(38)	5.17%	-0.02%	2.45%
080139	01国债(39)	5.20%	-0.02%	2.51%
080140	01国债(40)	5.23%	-0.02%	2.57%
080141	01国债(41)	5.26%	-0.02%	2.63%
080142	01国债(42)	5.29%	-0.02%	2.69%
080143	01国债(43)	5.32%	-0.02%	2.75%
080144	01国债(44)	5.35%	-0.02%	2.81%
080145	01国债(45)	5.38%	-0.02%	2.87%
080146	01国债(46)	5.41%	-0.02%	2.93%
080147	01国债(47)	5.44%	-0.02%	2.99%
080148	01国债(48)	5.47%	-0.02%	3.05%
080149	01国债(49)	5.50%	-0.02%	3.11%
080150	01国债(50)	5.53%	-0.02%	3.17%
080151	01国债(51)	5.56%	-0.02%	3.23%
080152	01国债(52)	5.59%	-0.02%	3.29%
080153	01国债(53)	5.62%	-0.02%	3.35%
080154	01国债(54)	5.65%	-0.02%	3.41%
080155	01国债(55)	5.68%	-0.02%	3.47%
080156	01国债(56)	5.71%	-0.02%	3.53%
080157	01国债(57)	5.74%	-0.02%	3.59%
080158	01国债(58)	5.77%	-0.02%	3.65%
080159	01国债(59)	5.80%	-0.02%	3.71%
080160	01国债(60)	5.83%	-0.02%	3.77%

人民币跌回 7.78 做多力量仍然强劲

□本报记者 秦媛娜

人民币汇率昨日跌回到 7.78 元,以 7.7815 元的中间价亮相。但是与中间价连续两个交易日停留于 7.78 元之上不同,交易市场上的美元兑人民币汇率收盘价仍然保持在 7.78 元之下。交易员表示,相比于中间价形成机制,交易市场上的价格更能体现市场参与者的

供求关系,可见市场推高人民币的力量还很强大。昨日,中国外汇交易中心公布的美元兑人民币汇率中间价为 7.7815 元,较前日上调了 15 个基点,人民币连续第二个交易日小幅下跌。

虽然中间价已经连续两天徘徊于 7.78 元之上,但是交易市场的价格走势并不与之完全一致。自从上周三首次收盘于

7.78 元关口之下后,美元兑人民币汇率在两个交易日的收盘价始终保持在 7.77~7.78 元区间之内。昨日询价市场收盘价为 7.7781 元,较前日上涨 38 个基点;撮合市场收盘价则为 7.7776 元,较前日下跌 19 个基点。

交易员表示,根据中间价形成机制,做市商的报价、所占最终价格权重都是不公

的,因此相比之下,交易市场上形成的价格更加能够反映供需关系。美元兑人民币汇率始终保持在 7.78 元之下,说明市场推高人民币的动力仍然强大。花旗集团近日发布的报告则预计,美元兑人民币汇率在未来几周将跌破美元兑港币交易区间的低端 7.75 港币的水平。以昨日的中间价计,中间价距离这一水平还有 315 个基点。

■市场观察

结构化调控意在平滑流动性周期

□东吴基金莫凡 广州商行汪仪

近日出台的金融数据显示,无论在信贷、货币,还是银行系统的超额储备率,今年的货币政策面临着相当大的挑战。我们认为,本月央行启用的货币政策组合手段,关键在于多渠道的回收流动性,也预先为明年的到期资金作分流。

主要源头。去年尽管人民币小幅升值的趋势,但是外贸顺差居高不下势头依然无法扭转。同时考虑到 2007 年依然庞大的央票和其他债券到期规模的压力,加大回收力度将是重中之重。日前召开的金融工作会议也提到了“加强流动性管理,继续执行稳健的货币政策,协调运用多种货币政策工具”。

回收压力依然紧迫

基础货币的高增长导致了货币增速的反弹,去年 12 月末的银行系统超额储备率为 4.78%,银行体系资金异常充裕。外汇占款的居高不下和对资金的年底集中运用都加快了基础货币的投放,从而推高了 M2 的增速。从总量和结构看,今年春季信贷有可能进一步反弹的压力,央行收紧过去流动性的压力依然紧迫。从央行工作会议上设定的今年广义货币 16% 增速目标看,我们也可以相信,央行在信贷投放控制方面还将采取比较紧的措施。

然而,我们也不难了解央行为何在春节前尽量多的回收资金,一方面提高存款准备金率,一方面加大了公开市场操作的力度。据统计,截至目前已经回笼资金 6000 多亿元。

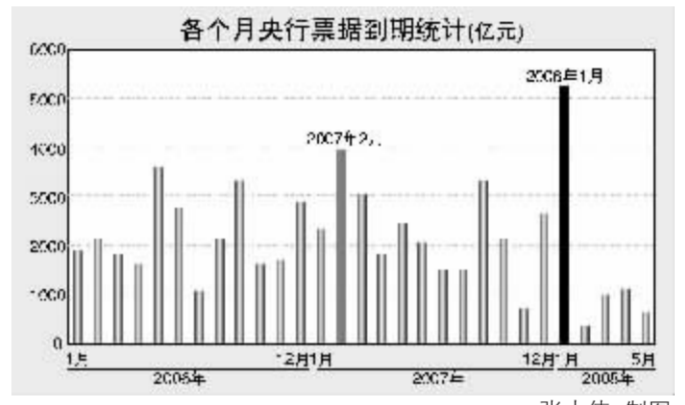
■新券预测

□联合证券研究所 张晶 宋曦

去年可分离交易可转债上市之后,公司债与权证两部分的市表现出了较大的背离,公司债部分到期收益率远远高于其它同期限企业债品种,而权证部分受到追捧。总体情况来看,虽然公司债部分存在一定折价,但权证部分的溢价足以弥补损失。1 月 29 日,云天化发行可分离交易可转债,我们试对其定价做一分析。

分流通 2008 年元月压力

从央行本月的货币政策措施的搭配看,一方面总量上以天量的央票来回收到期的资金,另一方面也非常注意各个期限的搭配以分流 2008 年元月的央票到期压力。我们预期,存款准备金率的实施以及本周 3 年期央票的出炉都预示着,央行对于本年度回收流动性比较坚决,希望通过各个政策的组合来多方面地取



张大为 制图

得政策效果;其次,央行也比较重视到期资金的结构化管理,希望熨平到期资金的周期,防止到期资金的大起大落,提前为明年资金到期减负,具有一定的前瞻性。而 3 年期的央票出台,不但说明当前流动性泛滥的形势非常严峻,也说明央行在回收流动性上无法一朝一夕取得成效。央行启用各种创新操作手段,可能成为今年的一种常规化趋势。

我们注意到,2005 年 1 月共发行了 450 亿元的 3 年期央票,这些均在 2008 年的 1 月到期。而截至本周,2008 年 1 月有 5250 亿元的央票到期,如果本周发行的都不是 1 年期央票,则明年的到期央票资金可能更高。另外,如果下周二还发行 1 年期央票,则到期的资金规模可能突破 6000 亿元,远高于 2007 年 2 月的 3980 亿元的央票到期规模。

同时,三年期央票还可以从资产收益率和资本充足率的对比角度,部分地替代银行的中长期贷款,因此,央行可以通过引导三年期央票发行利率的变动,部分程度地压制商业银行的贷款冲动。

■市场快讯

国开行组建今年债券承销团

□本报记者 秦媛娜

国开行 2007 年人民币金融债承销团组建工作已经正式开始。日前,国开行发布《国家开发银行关于组建 2007 年人民币金融债券承销团的告知》,公布了 2007 年意向承销团成员名单。通知指出,在 2007 年 2 月 28 日协议到期之前,经双方协商一致,并经双方书面

确认,协议有效期可延长至 2008 年 2 月 28 日。按照名单,共有 71 家机构入选,与上年相比,有兴业银行等 7 家机构从 B 类成员调整为 A 类成员,华夏银行等 4 家机构从 A 类成员变更为 B 类成员。A 类成员共有 36 家,B 类成员共有 34 家,此外还包括华夏基金管理有限公司为特别投资者。

■新券预测

三只短融券发行结果揭晓

□本报记者 秦媛娜

中国一拖等三家公司的短期融资券发行结果近日揭晓。中国一拖集团有限公司短融券 1 月 18 日发行,规模 5.5 亿元,参考收益率为 3.9825%。中粮粮油集团公司短融券 1 月 18 日发行,规模 5 亿元,参考收益率为 3.8853%。

■汇市观察台

经济复苏稳固 欧元获益上涨

□王琦

22 日夜间,旧金山联邦储备银行总裁表示,美国利率水平足以抑制通胀,但强劲的劳动力市场已经令风险上升,并表示目前利率水平“处于比较合理的温和紧缩区间之内”。欧洲央行管理委员会委员指出,油价下降可能会有助于抑制 2007 年欧元区的通胀压力,但上档风险依旧存在,并称 ECB 必须采取先发制人的行动以确保物价稳定。市场并无重大数据或消息披露,因而除了日元延续跌势之外,其它货币小幅震荡。日元兑美元汇率跌至近四年半低位,日元兑美元则接近 10 年低位,英镑也接近近年半低位。

布的 12 月 18-19 日的会议记录显示,由于消费及物价疲软,日央行应进一步观察数据。会上委员们对升息步调快慢有不同看法。此消息一出,日元兑英镑一度跌至八年新低,兑美元则在接近四年新低的水平。欧元方面,ECB 执委会委员表示,如果经济增长的预期被证实,那么 ECB 须持续升息以避免流动性过剩。他预计 2007 年经济增长将维持强劲,经济复苏日渐稳固。此消息令欧元突破 1.30,并引发该价位附近止损单, EBS 系统中欧元曾一度触及 1.3030。后市需关注欧元上行的力量以及日元回调。

国内方面,人民币兑美元延续上周的涨势。尽管低开在 7.7815,但日间频频报收,收盘报收 7.7781。 (作者系中国建设银行交易员)

注:技术指标由北方之星数码技术公司提供

美国国债收益率(1月23日)

种类	到期时间	收益率(年)	收益率变化(%)	
2年期	4.790	2008.12.31	4.92	0.009
3年期	4.625	2009.11.15	4.83	0.006
5年期	4.625	2011.12.31	4.77	0.005
10年期	4.625	2016.11.15	4.76	0.004
30年期	4.500	2036.02.15	4.85	0.002

交易所回购行情

代码	名称	最新	涨跌幅	成交量(万元)
201000	R003	2.5	1.65	30
201001	R007	3	0.81	1016
201002	R014	3	0.77	432
201003	R028	2.65	0.15	121
201008	R018	6	4.74	4304
202001	RC001	12.825	11.925	220
204001	GC001	9.96	8.345	14795
204007	GC007	9.51	2.40	70957
204014	GC014	4.765	-0.3	3925
204028	GC028	2.905	0.805	1100

银行间回购行情

品种	收盘价(%)	加积(%)	成交量(百万元)
R001	1.5	1.5867	83185.05
R007	1.95	1.9457	94576.13
R014	2.2	2.1379	5239.84
R1Y	2.7818	2.7818	1442.5
R2M	2.8	2.6787	187.71
R3M	3.1	3.1	57
合计	--	1.7371	184688.25

银行间信用拆借行情

品种	收盘价(%)	加积(%)	成交量(百万元)
1B0001	1.596	1.5771	6372.6
1B0007	1.95	2.1065	21478
1B02M	2.8	2.8	40
1B03M	2.8	2.8	30
合计	--	1.9874	27917.6

人民币汇率中间价

1月23日	1美元	1欧元	100日元	1港币
	7.7815	10.0705	6.3972	0.99792

不同中签率下云天化可分离交易可转债的申购净收益

可能中签率 4.5% 4.0% 3.5% 3.0% 2.5% 2.0% 1.5% 1.0%

权证上市价格/公司债上市价格(元) 4.631 / 78.52

申购额(万元) 10000 10000 10000 10000 10000 10000 10000 10000

实际缴纳资金(万元) 2000 2000 2000 2000 2000 2000 2000 2000

中标后获配权证份数(万份) 24.3 21.6 18.9 16.2 13.5 10.8 8.1 5.4

权证出售最低所得(万元) 112.53 100.03 87.53 75.02 62.52 50.01 37.51 25.01

申购冻结资金天数(天) 4 4 4 4 4 6 6 6

中签资金上市间隔天数(天) 20 20 20 20 20 20 20 20

资金机会成本总额(万元) 0.95 0.89 0.84 0.78 0.95 0.89 0.84 0.78

公司债部分最大损失(万元) 96.66 85.92 75.18 64.44 53.7 42.96 32.22 21.48

最低投资净收益(万元) 14.92 13.22 11.51 9.80 7.87 6.16 4.45 2.75

——原股东配售收益与申购收益比较

我们分别计算了购入正股获取优先配售可转债的收益以及一级市场进行申购的收益。

两种计算运用了相同的正股隐含波动率,并都考虑了资金的时间成本。在股价为 16~20 元的区间里(考虑到正股之前出现的抢权效应),对于参与申购的网下配售的机构,只要中签率达到 1%,同样的实际投资资金,在一级市场申购的净收益要高于购买正股参与优先配售的净收益。我们发现,在对前几只可分离交易可转债进行测算的时候,基本上参与一级市场申购的净收益都大于参与优先配售所获得的净收益。

对于我们所做的敏感性分析可以看出,由于该权证接近平价期权,隐含波动率水平对权证的价值影响很大。如果正股价格在 17~20 元之间波动,隐含波动率为 63.72%,对应的每份可分离交易可转债所含权证价值区间是 28.20~38.42 元。我们认为,权证市场价格处于该区间内比较合理,可以作为权证的估值中枢。

综上所述,如果正股价格在 17~20 元之间波动,取 63.72% 的波动率计算,在 1.2%~2.2% 的票面利率区间里,每份可分离交易可转债的整体价格区间在 106.72 元~121.93 元。