

Currency·bond

债券指数			
中国债券总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证企债指数
113.649	110.290	114.592	115.970
0.06%	0.07%	0.05%	0.28%

上海银行间同业拆放利率(8月21日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

7年期国债生逢加息

该券将成为上证所固定收益报价平台的第二只挂牌品种

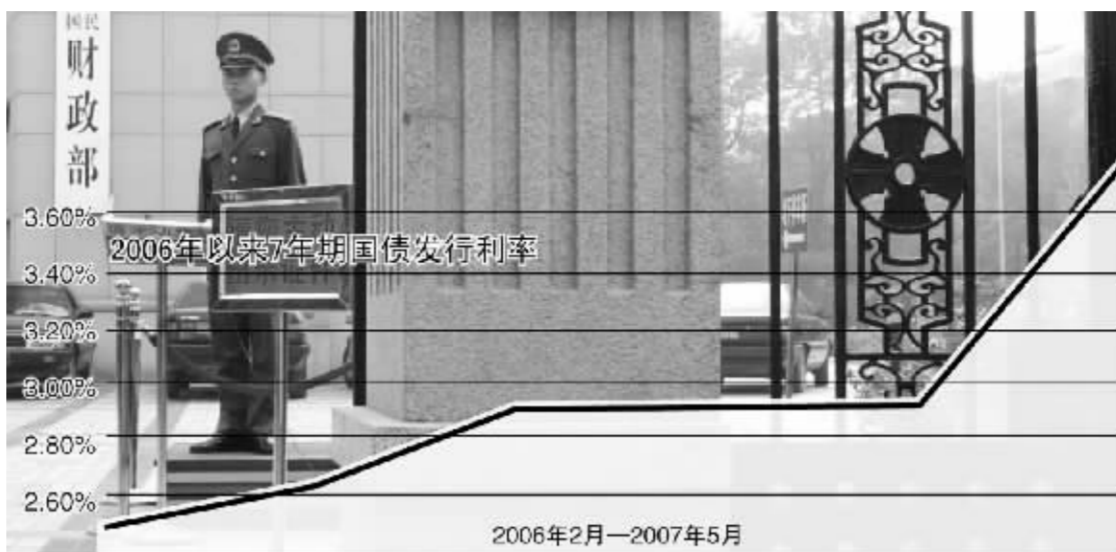
◎本报记者 秦媛娜

对7年期国债原本乐观的发行预期将会因加息的不期而至产生一些变化。昨日,央行宣布上调存贷款基准利率,而加息正式开始执行的今日,一只7年期记账式国债也同日进行招标。虽然或多或少会受到加息消息的影响,但是对于长债的刚性需求也可能难以令该期债券中标利率大幅攀升。同时,这只债券将成为上证所固定收益综合电子平台的第二只挂牌品种,流动性方面的优势也可能成为吸引市场认购的一个理由。

在债市连续走高的乐观心态支撑下,市场对于本期债券的预期也经历了一个热度渐涨的过程。在昨日央行宣布加息之前,还有不少投资者认为本期国债的发行利率会被推低至3.9%以下。“不少机构上半年没怎么配长债,久期都缩得很短,”申银万国证券固定收益分析师屈庆表示,来自银行、保险等机构对于长债的刚性需求将令本期债券票面利率难以表现过高。

但是昨晚6点30分央行加息的通知却猛然打乱了市场的节奏,原本市场预期9、10月份可能会降临的加息提前到了8月。屈庆认为,加息之后债市肯定会有反应,但是由于7月份CPI增速达到5.6%之后,市场对加息的预期就已经存在,只是时间上出乎大家的意料,因此这一预期提前“兑现”不一定是坏事,反而债市可能会先跌后涨,跌出空间,为下一轮反弹制造条件。

此外,今日招标的7年期国债由于是关键期限品种,还将在上证所固定收益综合电子平台挂牌,将有中国人寿、国泰君安、中金公司、申银万国和华泰证券5家机构提供双边报价,这会令本期国债提供流动性便利,也将成为本期国债的亮点之一。



张大为 制图

7年期:基准国债中的基准

◎中金公司 徐小庆

今天财政部将发行今年的第3支7年期国债,这也将是第二支在交易所新的固定收益交易平台上市品种。我们认为,这对于完善国债收益率的期限结构,尤其是确定中长期收益率的基准是十分有意义的。

首先,7年期国债一直是财政部重点发展的基准品种,我们称之为基准国债中的基准。最早的7年期记账式国债是1996年发行的896,而从1998年12月发行98国债5开始,财政部就保持了至少半年一次的发行频率。2002年7年期02国债15作为首支跨市场发行的试点,并从2003年起财政部将7年期国债作为首支滚动发行的品种,保证每季度发行一支。所以,7年期国债是最早成为基准国债的品种,也是持续时间最长的,其在中国的基准地位相当于美国的10年期国债。

其次,7年期国债具有风向标的作用,一定程度上能够代表国债收益率整体的走势。由于其期限适

中,在收益率曲线上作为短端和长端的衔接,所以两端收益率的变化都会影响到7年期收益率的变化。我们知道,影响短期和长期收益率的因素是不同的。短期收益率往往与资金面、货币政策有关,而长期收益率受CPI、机构配置需求和债券供给的影响更大。7年期收益率的走势正好是各个因素综合影响的结果,所以它具有很强的代表性。我们对历史数据进行测算显示,7年期国债收益率相对于短期和长期国债收益率的凸起程度与国债净价指数有明显的负相关性。也就是说,当债市上涨时,7年期国债收益率下凹,相对于其它期限的降幅更大;当债市下跌时,7年期国债收益率上凸,相对于其它期限的升幅也更大。

第三,7年期国债具有最广泛的投资者群体,交易较为活跃。7年期国债是银行重点配置的期限品种,对偏好长期债的寿险、社保等机构也有较高的吸引力。此外,由于7年期国债收益率波动较大,是较好的交易型品种,也得到了追求价差收益

的投资者的青睐。投资者群体的多元化使得7年期国债具备较好的流动性基础,形成更加真实的基准利率水平。第四,7年期国债能够完善中长期的基准利率,为将来公司债等其他信用产品的定价奠定坚实的基础。目前短端可以作为无风险利率代表的品种较多,除了国债,还有央票、政策性银行债和利率互换。但是中长期的基准利率可选择的却很少,因为央票的期限没有超过3年的;政策性银行债虽然会发行长期债,但没有任何规律性,很难形成连续的参考利率;3年以上的利率互换交易也并不活跃,并且目前参与的群体还不够广泛,可能缺乏代表性。所以,对于中长期品种而言,国债的定价功能是十分重要的。即将推出的公司债的期限以中长期为主,对它们定价实际上就是在中长期国债收益率的基础上加上一定的信用风险溢价,因此发现并挖掘7年期国债的合理收益率,对于将来公司债的定价也是至关重要的。

市场观察

债市收益率曲线仍将陡峭化运行

◎人保资产 张磊

通过对商业银行负债结构和资金面的分析,我们认为,至少在下半年,银行间债券收益率曲线仍将保持陡峭化的运行态势。

——**负债短期化影响银行债券投资行为。**我们认为银行负债短期化是一个长期发展趋势,而这势必对其债券投资行为产生重要影响。为了匹配资产和负债,银行必然更热衷于配置中短期期限的债券品种,这将对中短期利率的走势起到有力支撑作用;同时,银行对长期品种需求将逐步减弱,并且在下半年长期品种供给大幅增加的情况下,这意味着长期收益率还存在上升的空间。

我们用M2减去M1的同比增长作为商业银行长期负债的大致替代,该差额主要包括居民储蓄存款、企业定期存款和证券公司的客户保证金,该差额可以看作银行主要的长期资金来源。根据经验分析,我们认为M2-M1主要通过如下两个渠道对债券市场产生影响。一方面,当M2-M1同比减小时,表明商业银行的长期资金来源在减小,此时商业银行将相对缩减长期债的投资比例,同时加大短期债的比例。受此因素影响,长期与

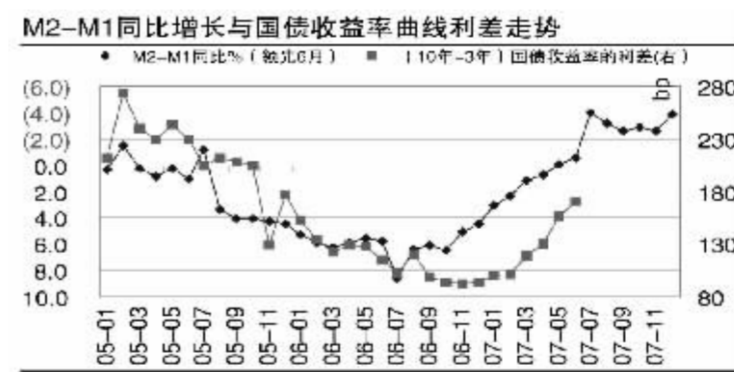
短期收益率的利差在一定程度上将趋于增大,收益率曲线将趋于陡峭化;反之,收益率曲线将在一定程度上趋于平坦化。

另一方面,当前M2-M1不断减小的直接原因为企业和居民的活期存款增长过快,根源则在于企业经营效益好,市场活跃,企业投资意愿较强,投资需求的增强将不可避免提高资金成本也即利率。

根据利率预期理论,当预期利率上升时,长期利率升幅要大于中短期,收益率曲线将趋于陡峭化;当市场预期利率下降时,短期利率下降幅度大于长期,收益率曲线趋于平坦甚至会出现倒挂的现象。

我们认为,我国当前宏观经济增长正处于本轮经济周期自2000年启动以来的高速增长期,依据利率预期理论,在经济周期未表现出到顶的迹象之前,收益率曲线将继续做陡峭化运行。

综上所述,M2-M1的差额变化主要通过银行投资行为和宏观经济两个渠道对债市产生影响,该差额的减小将导致收益率曲线的陡峭化。自2006年以来,M2-M1的倒剪刀口一直在逐步扩大的,收益率曲线自2006年中就开始逐步陡峭化,我们预期,收益率曲线陡峭化运动将是一个中长期的发展



张大为 制图

趋势。——**银行间资金面是决定债市走势的最主要因素,其反映了银行的债券投资需求。**我们以M2减去信贷的差值作为商业银行可以投资在债市资金面的替代,通过对比资金面和国债收益率的走势,可以发现,自2006年以来,银行资金面就表现出逐步减小的态势。受此影响,债券收益率从2007年开始一直处于上升的过程中;并且银行资金面大约领先于国债收益率曲线1年左右,两者之间存在密切的反向关系。

为了进一步预测未来银行资金面的走势,我们对M2减信贷的增速做更详细的分析,发现虽然2006年以来外汇储备月度增长率

一直在30%以上,但是受股市快速上涨、债市发展迅速等影响,债券和其他净负债项以更快的速度在扩张。

我们预计M2减去信贷的增长将继续下降或处于较低的水平,受此银行资金面的影响,债市收益率仍将存在上升空间。

作为债市的最大投资者,商业银行的投资行为和资金状况对债券市场走势起主导作用。因此,我们预计,至少在下半年,收益率曲线仍将保持陡峭化的运行态势,具体表现为长期利率将继续上升,中短期利率上升幅度将小于长期;但是,受银行资金配置需求释放的影响,中短期利率也存在企稳或小幅下降的可能性。

每日交易策略

特别国债牌:不同打法产生不同影响

◎大力

有消息称,首期特别国债将于今日或者是后天发行。巨额的特别国债发行将对债市产生怎样的影响,一直是投资者和市场分析关注的焦点。

有分析认为,财政部直接向央行发行国债,这就意味着央行接受国债资产,同时支付外汇资产,属于资产结构的一增一减,对负债没有影响(不考虑汇率变动),流动性并不因此增加或减少。根据前4月央行每月平均新增外汇占款3000亿元左右,下半年将新增外汇占款约1.8万亿元,而下半年央票到期量约1.6万亿元,合计将达到3.4万亿元左右。就算央行将发行特别国债,对整个市场流动性的影响也不大。

但是我们认为,央行最终持有特别国债之后,其对特别国债的处理方式会对收益率曲线的形态构成重大影响。我们认为,央行可以选择的方式可能是正回购、更大规模的发行央票以及直接的卖出特别国债。这三种方式对银行间债券市场收益率曲线的影响方式是完全不同的。

其一,用特别国债进行正回购。央行可以用特别国债作为质押进行大规模的正回购,这样做可以大规模地滚动回收流动性,且不会对收益率曲线中长期结构造成影响。但是超过万亿元的回购规模对流动性的影响将会是深刻的,必将导致收益率曲线的前端大幅度的上扬,使得曲线的斜率进一步缩小。

其二,以特别国债的利息支持大规模发行央票。央行也可以以特别国债的利息收入支持大规模央票发行。因为期限的不同,央行还可以从特别国债的利息收入中获得期限利差。此举可能会导致1-3年的短期收益率大幅度上扬。

其三,直接卖出特别国债。央行当然也可以分批将特别国债逐步卖出,回收流动性。此举是投资者最为担心的一种策略,10年期这一关键点及其左右的长期债不可避免地将大幅度抬升,收益率曲线将会更为陡峭化。

我们认为,除非央行不用特别国债执行其货币政策意图,否则特别国债的发行不可能“对债券市场不构成冲击”。央行对特别国债的不同运用将会对收益率曲线产生不同的影响。我们预计央行不太可能运用第二种方式回收流动性,因为央票发行规模目前已经不小,且央行似乎也没有必要去对期限利差进行套利。回购和卖出特别国债应该是可预见的两种方式,而这必将从收益率的前后两端共同向上抬升收益率曲线。

市场快讯

人民币中间价微涨3个基点

◎本报记者 秦媛娜

美元波澜不兴的调整,促成了人民币的平静走势。昨日人民币中间价报于7.5970,比前日微升3个基点。

询价市场,人民币收盘时报7.5906元,比前日下跌了25个基点,盘中波动区间为7.5859-7.5950元。

一年央票发行利率四周不变

◎本报记者 丰和

昨天,央行在公开市场发行了300亿元一年期央行票据,发行收益率为3.2205%,利率水平连续四周不变。

当天,银行间债券市场上一年期央票的成交收益率大部分处在3.2%附近,依然围绕新发收益率定价。同时,回购市场的成交价格显示,由于资金充裕,全市场加权平均利率水平降至1.8213%,较前下降了0.95个基点。

结束连跌 7月债指收阳

◎本报记者 秦媛娜

央行昨日发布的《2007年金融市场运行情况》报告(下称“报告”)显示,7月份银行间债券指数和交易所国债指数略有回升,债券价格有所上升,结束了自今年2月以来债券指数连续5个月份下跌的走势。

报告指出,今年前7个月,金融市场总体运行平稳,交易活跃。银行间债券市场累计发行债券40766.8亿元,同比增长21.1%;同业拆借市场累计成交38057.6亿元,同比增长300.4%;债券质押式回购累计成交21.75万亿元,同比增长67.5%;银行间债券市场现券成交72622.6亿元,同比增长24.0%;交易所国债现券成交737.6亿元,同比减少30.2%。

国开行将发10年期金融债

◎本报记者 秦媛娜

国家开发银行将于8月27日招标发行一只10年期金融债,发行总量200亿元。

本期债券为固定利率附息债,按年付息。招标结束后,发行人有权以数量招标的方式向A类承销团成员追加发行总量不超过100亿元的当期债券。

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(8月21日)

种类	息票	到期时间	收益率(%)	收益率变化(%)
2年期	4.625	2009.07.31	4.02	-0.064
3年期	4.500	2010.05.15	4.09	-0.060
5年期	4.625	2012.07.31	4.25	-0.049
10年期	4.750	2017.08.15	4.59	-0.033
30年期	5.000	2037.05.15	4.95	-0.014

交易所回购行情

银行间回购行情

银行间信用拆借行情

人民币汇率中间价

8月21日	1美元	1欧元	100日元	1港币
	7.5970	10.2305	6.6242	0.97185