

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	上证企业债指数
114.130	110.210	115.100	115.280
0.01%	-0.01%	0.02%	-0.11%

上海银行间同业拆放利率(9月5日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

上证所电子平台:让债券动起来

◎本报记者 秦媛娜

上海证券交易所固定收益证券综合电子信息平台运行两月有余,目前共有07国债11和07国债14两支债券在这一平台上挂牌交易。由于有一级交易商进行连续双边报价提供流动性支持,上述两只现券成交活跃,大有与银行间债市流动性相媲美的模样。并且,第三支国债也即将登陆固定收益证券电子信息平台,目前交易所已经开始接受一级交易商的做市意向申报。

7月25日,记账式国债十一期(07国债11)开始在固定收益电子平台上市,本期债券为3年期固定利率债券。上市首日该券便成交6亿元,换手率达10%。

与交易所债券市场原有的撮合交易系统不同,新平台的最大特点是市场得到了重新组织,参与者分为一级交易商、交易商和其他投资人,提供报价交易和询价交易两种交易模式,其中报价交易又有确定报价(可执行报价)和待定报价(意向性报价)之分,类似于目前银行间市场的双边报价和公开报价。

历史报价数据显示,运行两月多来,07国债11在固定收益电子平台的成交总金额已经超过40亿元。如果以上市之初交易所66亿元的托管量计算,换手率将达到



后续国债的加盟将进一步丰富上证所固定收益证券电子平台挂牌券种的期限结构 资料图

60%以上;如果考虑到上市之后部分券商帮银行代持的规模已经从交易所转托管至银行间市场,那么换手率可能还更高。相比之下,粗略剔除掉上市首日的分销因素,银行间债市的换手率约为90%。

申银万国固定收益分析师屈庆表示,银行间债市做市券种较多,而交易所固定收益电子平台目前做市券种少,且做市商双边报价对对应收益率价差小于10个基点,这样价格的可信度就比较高,也比较连续。

以昨日两市场的成交情况为例,银行间债市共有7笔双边报价,固定收益报价平台却有14笔双边报价,是银行间市场报价数目的两倍。从报价连续性来看,8月份一级交易商日均做市中断时间最长仅为十五分钟。

华泰证券固定收益部交易经理王福晓表示,与交易所原有的竞价市场相比,固定收益电子平

台的反应更加迅捷,一级交易商给出的双边报价比较连续,“每天都有连续和有效的报价”,这与银行间市场存在大量协议成交的情况相比,要更加真实一些。

本月财政部即将发行的一年期和十年期国债也将登陆该电子平台,交易所已经开始接受一级交易商的做市意向申报,平台中挂牌券种的期限结构将进一步丰富,并且这四只债券均为关键期限国债。

■市场观察

信贷资产支持证券估值缘何波动

◎国泰君安 夏晓辉

浦发07一期信贷资产支持证券近期即将发行,ABS产品定价问题也因此引发市场关注。2005年年底由国开行作为发起人发行的05一期开元是我国首只试点的资产支持证券,该证券已于今年6月底到期。根据其现金流变动情况的跟踪分析,可以发现一些规律,作为今后发行的ABS产品投资参考。

05开元ABS的发行金额为41.77亿元,设有优先A、优先B及次级三档证券,其金额占比分别为70%、24%及6%。按照结构设计顺序,正常情况下资产池本息依次偿还优先A、B两档的利息、优先A、B两档的本金以及次级档本金及收益。其中优先A档证券为固定利率,优先B档证券为浮动利率,其基准为一年期存款利率,设两个基准利率调整日(2006年7月1日及2007年1月1日)。

在该期ABS存续期间,人民银行分别在2006年8月19日、2007年3月18日及2007年5月19日分别三次对一年期定期存款利率加

息27bp,同时对1至3年贷款利率分别加息27bp、27bp和18bp。根据05开元ABS累计发布的共七期受托机构报告数据,该期ABS无违约情况发生,在第二、第三及第五个的证券本息支付期,贷款池中有提前偿付发生,总共3.55亿元,其中2.45亿元发生在A档证券本金支付完毕前,另外1.1亿元发生在B档证券本金偿付完毕前。

假设没有违约及早偿的发生,根据静态现金流测算的优先A档证券、优先B档证券、次级档证券各层加权平均期限分别为:0.67年、1.15年、1.53年,预期年收益率分别为2.29%、2.7%、16.98%(均按单利计算)。而根据受托机构报告提供的数据,因为加息以及贷款提前偿付影响,我们计算得出的优先A档、优先B档及次级档证券实际加权平均期限分别为0.65年、1.09年、1.53年,实际到期收益率分别为2.29%、2.72%、16.63%(均按单利计算)。通过比较发现,A、B档证券的实际加权平均期限较预期均有所缩短,其中A档证券缩短0.02年,B档0.06年。B档证券实际到

期收益率较预期上升了2bp,而次级档证券收益率则下降了35bp。

通过分析05开元ABS数据可以发现,加息会导致信贷资产池平均贷款利率提高,从而使资产池整体收益增加。在其它条件不变的情况下,票面利率为浮动利率的各档证券由于票面利率的上升收益率会有所增加,次级档证券收益也能有所提升。与此同时,资产池贷款利息流的增加会缩短各档证券的加权平均期限,降低其投资风险。而资产池中贷款的提前偿付在加速各档证券本金偿还的同时,减少了资产池整体的贷款利息流入。若优先档证券采取过手的形式,其加权平均期限会因此缩短。而如果提前偿付发生在加息周期中,次级档证券由于需要保证各档证券的收益,其自身收益会有所下降。

从05开元ABS各档证券的情况看,受加息及资产池提前偿付的双重正向影响,A档证券在收益率保持不变的情况下加权平均期限有所缩短,投资风险有所降低;而对于B档证券,由于其票面利率

调整时间滞后于加息时间,在抵销提前偿付的负面影响后,实际到期收益率只比预期提高2bp,但其加权平均期限也有所缩短,投资风险也出现下降;而由于资产池贷款提前偿付的决定性影响,虽然在证券存续期间总共经历了3次加息,次级档证券收益率不仅没有上升,反而出现了较大幅度的下降。

今年以来,央行已累计加息4次,1年期定期存款利率已上调了108个基点,并且市场普遍预期今后一至两年我国仍将处于加息周期。当前,银行间市场资产信债化产品的第二批试点工作已经正式启动。在如今的市场环境下,投资ABS需要充分考虑贷款池早偿及加息的双重影响。

根据05开元ABS实际结果,如果投资于采取浮动利率的优先各档证券,存款利率上调将切实提高优先各档证券的收益。而资产池贷款提前偿付主要影响次级档证券的收益,在不出现大规模提前偿付的情况下,不会影响优先各档的收益,同时可以缩短优先各档的实际平均期限,降低其投资风险。

■汇市观察台

维持区间震荡 市场等待相关数据出台

◎杨俊生

周二晚间美国供应管理协会(ISM)公布,8月制造业指数为52.9,为3月以来最低,弱于7月的53.8和分析师预估中值53.0,但数据高于50,显示信贷危机到目前尚未波及制造业,这缓和了市场对经济活动骤降的担忧,美股因此走强,并对美元形成提振。此外,美国里奇蒙联邦

储备银行总裁拉克尔表示,若有迹象显示美国经济增长放缓且通胀下降,他将支持降息,但警告称现在为时过早。市场预期美国经济增长将略低于趋势水准,但尚不能判断信贷市场危机是否已经结束,目前市场焦点已转向周三晚美国联储(FED)发布的经济褐皮书、欧洲央行利率决策以及本周五公布的美国非农就业数据。

周三美元指数先扬后抑,目前仍处于小幅上升位置。日K线图上,美元指数发稿时仍处于近期盘整区间之内,预计当日支撑位80.60,阻力位81.10。

周三欧元兑美元也是先扬后抑区间震荡走势,发稿时仍运行于1.3590附近运行。周K线图显示,目前欧元仍处于震荡上升通道中,鉴于欧元区经济基本面情况良好,而

美国经济受信贷危机影响尚未完全结束,预期欧元近日内将继续维持震荡走势。

日元先跌后升,因日股走势疲弱引发避险意识抬头,日元反转上扬。美元兑日元跌0.4%,发稿时报115.88,远离上月触及的14个月低点111.60,并且欧元兑日元亦下跌0.6%,报157.30。(作者系中国建设银行总行交易员)

上证所固定收益证券平台成交行情(9月5日)

上证所固定收益证券平台确定报价行情(9月5日)

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(9月5日)

种类	息票	到期时间	收益率(%)	收益率变化(%)
2年期	4.00	2009.08.31	4.12	-0.008
3年期	4.50	2010.05.15	4.13	-0.013
5年期	4.125	2012.08.31	4.25	-0.009
10年期	4.750	2017.08.15	4.55	0.006
30年期	5.000	2037.05.15	4.84	0.009

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

9月5日	1美元	1欧元	100日元	1港币
	7.5546	10.2905	6.4972	0.96920

■每日交易策略

市场环境已是天壤之别

◎琢磨

近来,有机构把目前的债券市场情况比作2004年9月,这不禁让投资者畅想2005年那样牛市重现的景象。

笔者认为,虽然两个时期的时间点和市场走势有相似的地方,但市场环境和背景已经是天壤之别了。

从宏观环境看,2004年、2005年的经济环境(人民币升值、资本市场、资产价格、通胀水平、经济增长速度等)和目前是无法相比的。

而资金面方面,2005年初央行突然降低了超额准备金率,而后公开市场放弃了对冲流动性的操作,流动性泛滥的洪流就此开始,市场资金多得惹人,央票利率低于银行资金成本;而现在,从紧的货币政策已经定调,解决过剩流动性问题成为央行的首要任务,货币政策出台之坚决历史少有,资金虽然不紧,但只要有用钱,央行一定会用准备金率、定向票据、央票、甚至特别国债来回收流动性。当然,如果遇到大盘新股发行,资金面捉襟见肘时,还需要央行的施以援手。因此,债券市场资金出现长时间过分充裕的可能性不大,资金推动型行情恐怕难以再现。

再来看债券供求关系,2004年、2005年国有银行股份制改革,为达到资本充足率纷纷大量配置债券,货币基金、短债基金风光无限,投机放大操作盛行加大了市场需求,那时真是一券难求。现在,从大类资产配置角度看,机构对债券资产的投资比例只会减少不会增加。目前的债券配置需求只是银行在吃完信贷大餐之后的一道甜点罢了,明年上半年,银行又要快马加鞭地放贷了。公司债、企业债及特别国债的发行,将大量增加市场中的债券存量,虽然不能说想要多少债就有多少债,至少也不会像宝贝一样抢着买。

分析研究人员可以用历史数据推测未来,但投资操作却不能拷贝历史走势。

■市场快讯

央票发行量继续递减

◎本报记者 丰和

继一年央行票据后,本周三年和三个月央行票据的发行量也较上周分别下降了20亿元。

央行将在今天公开市场上发行260亿元央行票据。其中,三年央票发行量为80亿元,三个月央票发行量为180亿元,分别比上周同期的发行量下降了20亿元。至此,本周随着182天正回购的运用,央行票据发行量共计减少了60亿元。

如果周四公开市场不另使用其他工具进行操作,则本周将回笼资金690亿元,预计将向市场净投放资金60亿元。

人民币维持盘整走势

昨日美元兑人民币中间价开于7.5546,前日为7.5556。盘中最高价7.5480,最低7.5521,银行间外汇市场收报7.5497,与上日收盘价持平。

当日市场相对平静,人民币基本维持盘整走势。但有交易员认为,人民币汇价在7.55-7.54区间附近已盘整一周,似乎正在积蓄上升动能,预期短期内或将发力冲破7.54关口,中长期人民币稳步升值走势不变。(宗禾)

3个月国债发行利率2.4853%

◎本报记者 秦媛娜

昨日财政部招标发行了一期3个月期记账式国债,短期品种再次成为资金重点关注的目标。其票面参考收益率为2.4853%,低于市场预期。

280亿元竞争性投标量吸引了502.1亿元资金,超额认购倍率达到1.79倍。本期债券的发行也意味着,在今年6月6日发行了300亿元3个月期记账式国债之后,短期国债实现了滚动发行。

1年期记账式国债下周三发行

◎本报记者 秦媛娜

9月12日,将有一期1年期记账式国债招标发行,计划发行面值总额280亿元。

本期国债为固定利率附息债,采用多种价格招标方式,全部进行竞争性招标,甲类成员在竞争性招标结束后,有权追加当期国债。债券起息日为2007年9月13日,兑付日为2008年9月13日。

3个月国债下周三上市

◎本报记者 王璐

2007年记账式(十五期)国债将于9月6日至9月10日在上海证券交易所上网发行,发行结束后将于9月12日上市。

本期国债期限3个月,贴现发行,发行价格为99.411元。

该国债交易方式为现券和新质押式回购,现券上市交易的证券简称为“07国债15”,证券代码“010715”;新质押式回购对应的质押券申报和转回代码“090715”,简称为“0715质押”。