

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
113.836	110.010	114.822	114.600
-0.17%	0.03%	-0.16%	-0.26%

上海银行间同业拆放利率(9月12日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

资金步步绷紧 新债发行冷场

昨1年期记账式国债票面利率落在预期上端

◎本报记者 秦媛娜

伴随着市场资金价格的连续上涨和CPI数据公布之后加息预期的又一次引燃,新债发行也在一级市场遭遇了冷场的尴尬。昨日,财政部发行1只1年期记账式国债,票面利率2.95%,落在市场预期上端。中标的承销商中,有一半机构仅获得最低投标量或最低承销额,显示出在紧缩预期和资金紧张的双重压力之下,机构再次选择了

谨慎观望。从认购倍率来看,本期国债280亿元的竞争性招标规模,仅有308.4亿元资金投标,超额认购倍率1.1倍。虽然按照发行计划,甲类成员在竞争性招标结束后有权追加当期国债,但是并没有承销商行使这一权力。或许是因为本期债券的缴款截止日为9月18日,届时申购北京银行等新股的资金将被解冻,对认购本期国债的机构起到一定的“粮草”

补充作用,这让不少机构在上周进行预测时流露出些许乐观的情绪,认为资金面压力减轻会对提高新债的认购积极性有一定帮助。但不巧的是,本周建行的招股说明书显示,9月17日其回归A股的IPO将展开网上资金申购,这无疑将再次拧紧资金龙头。交易员表示,不少机构选择了等待建行的新股申购,而回避了1年期国债。此外,在接下来的两周里,市场将迎来3期共计1000亿元的特

别国债,也成为压在市场心头的一块石头。在北京银行11日结束网上申购之后,绷紧数日的市场资金面略微有了缓和,银行间质押式回购加权平均利率昨日下跌18.68个基点,成交金额也比前日减少了近一半规模,但是各期限品种价格仍有不同程度的抬升,特别是21天期、1个月期等期限相对“保险”一些的品种价格更是涨幅达七八十个基点。

市场观察

美次级债危机余波难平或超想象

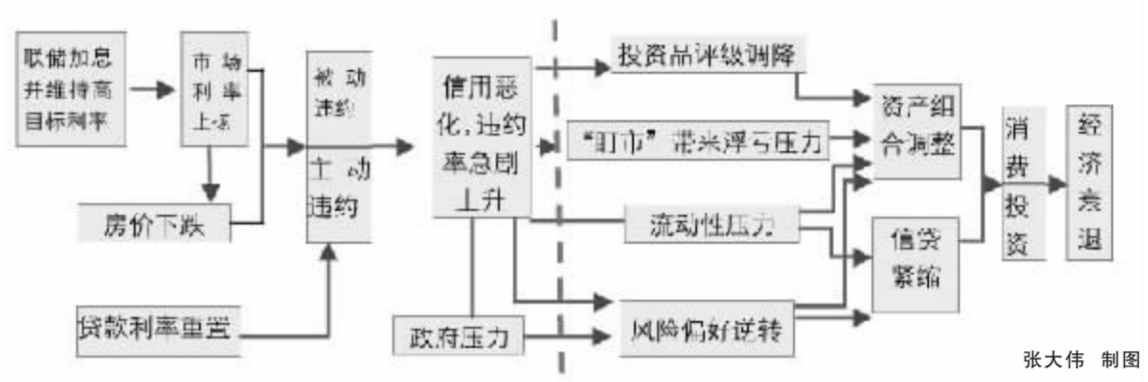
◎兴业银行 鲁政委

对于金融危机的影响,最应受到关注的并非其可能的直接经济损失,而应是其对经济主体预期和风险偏好的冲击。全球央行罕见的联手行动和美联储史无前例多达9次的注资,却依然无法有效修复市场创伤。据此,我们认为,这次美国次级抵押贷款的影响可能会超出人们目前的想象,预计在随后1-2个季度里,美国经济将减速。

美国次级抵押贷款最值得关注和跟踪的,应该是未来的持续影响。其可能的影响路径可以用附图来形象地刻画。其中,虚线表示危机从潜伏到浮现的分界线,我们这里只讨论分界线之后的四条可能传导路径。

危机传导路径一:评级调降。次级抵押贷款证券化资产评级被调降会带来机构被迫平仓。在美国和其他许多国家,诸如养老金、保险公司、政府基金、商业银行等投资者,政府对其可投资证券产品的评级均有着严格的强制规定。而许多基金,也对可投资证券化产品的评级范围有着较为明确的内部纪律。在次级抵押贷款红火时期,大约有75%的证券化产品获得了AAA评级,只有7%获得了BBB及其以下的评级。也就是说,以前至少有约75%的次级抵押贷款证券化产品处在所有机构投资者均可进行投资的法定许可范围内。次级抵押贷款危机显现后,使得评级机构开始调降其评级。如果调降之后的评级跌破机构所允许的投资范围,这些机构按其章程将不得不对其采取强行平仓措施,由此将引发这些机构进一步的资产组合调整。一些机构的资产调整行为将会影响市场上资产的相对比价,并进而引起其他机构的资产组合调整。这种调整行为将不可避免地会在一段时期内持续存在。

次级抵押贷款间接影响路径图



危机传导路径二:投资者“盯市”行为的影响。随着市场的扩大,次级抵押贷款证券化产品的交易目前已相当活跃,不少基金和投资机构对其计价和内部业绩考核越来越采取“逐日盯市”的模式,特别是新国际会计准则公布后,就更是如此。次级抵押贷款危机爆发相关资产价格的急剧下降,将迫使此类机构不得不采取止损措施。

危机传导路径三:流动性压力。次级抵押贷款证券化资产价值的急剧下降,以及由此引致的机构投资抛售,使得其流动性丧失殆尽。这些资产的变现能力骤然受阻,直接形成了开放式基金的挤兑风险。当大量基金前来求助时,一向以稳健经营为第一原则的银行,必然不肯进行融资,由此造成金融市场全市场的流动性骤然抽紧。故事可能还不仅限于此。由于次级抵押贷款更深层的波及效应难以准确评估,银行将主动收缩对企业(特别是房地产企业)和居民信贷,由此导致银根抽紧。如果这种行为持续,必然会最终殃及整个经济。

危机传导路径四:风险偏好的逆转。笔者一直认为,每一次金融风险的最重大、最深远的影响就是体现在对经济主体风险偏好的改

变上。虽然目前市场有着诸多间接观察市场主体风险偏好的指标,但笔者认为,最好的指标莫过于观察作为最后贷款人的央行的救助行为所引起的市场反应。保守地说,至少自本世纪初的“大危机”以来,我们似乎还没有看到过如此大范围的全球央行不约而同的注资行为;我们也没有看到一贯具有广泛、强大市场公信力的美联储进行多达9次的注资。——出现此类我们“没有见过的”拯救行为,本身就暗示了问题的严重性!——然而,即便如此,市场的担忧似乎仍未得到根本缓解。此时,无论这些央行如何宣称“影响有限”,笔者都不会相信;毕竟,每一次注资(并不在乎金额的多少),都是对市场所受信心创伤的一次治疗;多达9次的治疗仍不足以复原,足以说明伤害之深、痛之切!风险偏好经受如此巨大的冲击,很难让人相信短期内就能恢复。而最近伯南克和布什同时重申的“不会为投机者买单”,虽然从长期看来有助于抑制“逆向选择”和“道德风险”,但在近期则显然会阻碍激进投资者入市抄底、恢复市场信心的行为。如果经济主体从先前的偏好风险转向过度的风险规避,那么,这种变化对经济的影响必将将是全面的。

就金融机构来说,首先将是“信贷配给”,价格将变得不再重要。《联储高级信贷官员调查》已显示:目前建筑企业和想购房居民信贷条件已出现显著收紧的情况。虽然从联储提供的工商企业信贷条件指数(每季度调查和公布一次)观察,截至第一季度的信贷条件总体上仍未显示出明显紧缩,还保持着“支持”的水平。但考虑到调查本身对经济反映的滞后(毕竟,金融市场所显示的信用风险溢价只是在5月中旬之后才开始急剧放大),完全不排除第二季度显示出信贷条件明显紧缩的可能性。如果以银行为代表的市场主体出现过度风险规避倾向并导致“信贷配给”,即使联储不断向银行间市场注资,这些资金也很难最终流到投资和消费信贷领域。由此将影响整个经济的产出和就业。当前,密歇根消费者信心指数已经显示:近期消费者信心出现明显下滑,且其情形与1998年和2001年的两次金融危机极为相似。据此,笔者认为,美国经济可能在随后的1-2个季度中出现较为明显的下降。即便美联储降息,这种趋势也难以马上扭转,因为市场主体不过是把联储的这行为视为是对其悲观预期的间接证明。

每日交易策略

特别国债效应将持续发酵 市场利率料逐步上行

◎东东

特别国债发行事件对市场的影响仍在持续,市场现券继续下跌,虽然目前利率上行的幅度并不是特别大,但后续影响可能还没有完全显现。市场趋弱时,往往一级市场的发行利率会带动二级市场的交易价格。所以在新的长期债券还没有发行完成的情况下,很难辨

长债的利率重心会落在什么区间里。而此次2000亿元国债分成6期发行,加上市场的信心不足,很可能逐步拉动利率上行,最后带动二级市场现券的回落。估计到了那时,其对市场的真实影响会慢慢体现。对于长期债券来说,在国债供应充分的情况下,资金会更充分地流向国债这一免税品种流动,造成债

券的信用息差的加大。历史上看,这种情况在四年前那一次市场大幅下跌时曾经出现过。在利率周期形成的时候,根据历史收益率情况来判断绝对高位的效果,不如用品种之间的息差变化来判断相对的高位更为明显。当前不但宏观环境不利于市场利率稳定,而且流动性也存在不确定性,在本期特别国债没有

发行完成之前,或者说在未来特别国债的发行安排都没有明确之前,长期债券仍然没有一个稳定的重心。随着长期利率的重心上移,企业的融资成本也会上升,最终会体现在长期利率的整体上行上。可以说,收益率曲线远端的波动会带来整个曲线形态的变化,拉动市场融资成本的提升。

上交所固定收益证券平台成交行情(9月12日)

上交所固定收益证券平台确定报价行情(9月12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12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	3.92	-0.017
3年期	4.50	2010.05.15	3.94	-0.025
5年期	4.125	2012.08.31	4.05	-0.018
10年期	4.750	2017.08.15	4.35	-0.015
30年期	5.000	2037.05.15	4.65	-0.007

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

	1美元	1欧元	100日元	1港币
9月12日	7.5263	10.4096	6.5919	0.96670

市场快讯

三年央票暂停发行

本周公开市场净投放1400亿元

◎本报记者 丰和

三年央票今天将“缺席”周四的公开市场操作。央行将只发行三个月央票,发行量为70亿元。由于资金回笼量急剧下降,公开市场将向市场投放1400亿元巨额资金。

与上周同期相比,三个月央票发行量下降了110亿元。至此,本周央票发行量仅为120亿元。而本周到期的央票量则达到了1520亿元,如果央行在周四公开市场不另进行其他操作,则本周公开市场向市场净投放1400亿元资金,创下了自今年春节以来的最大资金投放量。

近期银行间市场资金吃紧是公开市场暂停三年央票发行和减少央票发行量的主要原因。受新股发行的影响,近期银行间市场的资金面连续性吃紧。

同时,由于近期资金价格紧张,导致机构被动的“以券换钱”,大量抛售流动性较强央票换取资金,使央票二级市场收益率迅速攀升。目前三年期央票一、二级市场收益率已倒挂逾10个基点,给一级市场收益率造成上涨的压力。业内人士认为,三年央票的暂停发行,表明公开市场通过减少央票发行量,稳定一级市场发行价格,平衡货币市场的利率体系。

人民币蓄势待涨 昨反弹35点

◎本报记者 秦媛娜

中间价反弹35个基点,询价市场收盘价反弹16个基点,人民币汇率昨日波澜不惊,中间价报7.5263,询价市场收盘价7.5216。

海关总署昨天公布我国8月份贸易顺差达249.7亿美元,同比增长85%,取代7月成为月度纪录第二高。但是这一数据并没有给市场带来太大的影响,人民币的波动不但没有扩大反而有所收窄,昨日询价市场盘中波动区间为7.5212-7.5250,上行震荡仅38个基点。

中国建设银行总行交易员刘汉涛表示,在加息预期渐浓的背景下,人民币汇率走出上涨之后蓄势整理然后再涨的上升通道行情。一旦央行公布加息,汇价将可能破7.50元关口。加之美元近期表现极为疲弱,将助人民币突破7.50关口。

短融券发行利率再攀新高

◎本报记者 秦媛娜

四川沱牌曲酒股份有限公司本月6日发行的一期短期融资券票面利率达到了5.60%,创下短融券一级市场发行利率历史新高,与发行日前10日1年期shibor算术平均值的利差高达186个基点。

此前的最高纪录为湛江港集团公司8月28日发行的一期短融券所创,参考收益率5.5040%。

新券预测

中信国安可分离转债: 投资投机两相宜

◎国泰君安 成飞

中信国安可分离转债将于9月14日发行,下面我们对其进行定价分析,同时对老股东和机构投资者进行价值评估。

考虑到股本权证发行时的稀释效应,可利用股本摊薄条件下的B-S模型为其中的认股权证进行定价。以历史波动率和9月11日的收盘价作为参数,中信国安可分离转债中包含的认股权证理论价值为6.38元/份。

对于权证的市场价格,若综合利用隐含波动率、上市初期的市场表现以及溢价率等三个指标来测算,每份权证上市后的价格应在6.38-11元/份之间,价值中轴在9元/份,相较于市场上已有的认股权证,该权证的单价较低,具有较大的投机价值。

因为没有任何担保,中信国安可分离转债中的纯债券完全体现为企业信用。结合可比品种上市后的表现,中信国安可分离转债中纯债券对应的贴现率在6.40%左右。

按中信国安股价历史波动率及其9月11日收盘价确定权证价格,以及6年期纯债券贴现率为6.40%的基础上,按面值发行的中信国安可分离转债的票面利率应在-1%左右。因此,若按票面利率下限1.2%来申购,该债仍具有明显的中期投资价值。

根据每份权证的价值,在票面利率取下限水平1.20%,纯债贴现率取6.4%的情况下,中信国安每张可分离转债的价值应在110.67-136.68元/张(对应的权证价值在6.38-11.00元/份,债券价值在74.75元/张),老股东参与申购的收益率可能在10.67%至36.68%之间,收益率中轴为25.42%。

同时按下网申购资金总量400亿元至1400亿元分档估算,机构投资者网下申购的收益率有望位于0.27%至0.94%之间。

与已发行的5只可分离转债相比,中信国安较高的正股价格能有效提升其认股权证的价值,进而提升其可分离转债的整体价值,能弥补其附送权证过少及担保条款缺失的不足,具有较高的投资价值;同时由于权证的行权比例为2:1,相当于对权证进行了分拆,降低了权证的单价,在目前市场上已有认股权证价格普遍较高的情况下,低单价能有效提升其投机价值。因此无论是从投资还是投机的角度来看,中信国安可分离转债都具有较大的价值,建议投资者积极参与申购。