

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
112.625	109.760	113.577	114.440
0.05%	-0.06%	0.05%	0.10%

上海银行间同业拆放利率(9月19日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

公司债将可用做质押回购

公司债投资者主体限制能否破题成为市场关注焦点

◎本报记者 秦媛娜

在市场目光聚焦之下,中国长江电力股份有限公司拔得头筹成为首家推出公司债券的公司。而市场化的发行方式、首次纳入国债质押库,在上交所撮合系统和固定收益平台同时挂牌等多项创新也令首单公司债亮点频现。

从市场投资者的反应来看,以保险公司为代表的机构表现出不小的兴趣,但是因为银行这一债券市场的主力尚未明确能够参与公司债的交易,公司债投资者主体的限制能否破题也成为不少市场人士的关注焦点。

拓宽直接融资渠道

据悉,本期长江电力公司债的首批发行规模为40亿元。昨日,记者从主承销商华泰证券获悉,本期公司债的申请已经获得证监会的正式核准,这标志着公司债这一品种正式诞

生,成为中国证券发展史上的重要里程碑。

从8月14日证监会颁布《公司债券发行试点办法》到长江电力成为首家公司债券发行人,这中间仅间隔1个多月时间。作为本期债券主承销之一和保荐人的华泰证券表示,它的快速起航是监管部门、市场、发行方和其他中介机构等各方面共同努力的结果。

而首单公司债的亮相也意味着,快速发展直接融资市场、建立公司债券市场也已经从想法落实为行动。联合证券固定收益分析师吴思铭表示,随着未来不断发展壮大,公司债会对现有债券市场格局产生很大影响,投资者将拥有更多可选择的投资产品,公司则拥有了一条新的融资渠道。

一出生即享受国债待遇

作为首单公司债,长江电力公司债还将享受到国债级别的待遇。据

悉,本期债券是第一只纳入国债质押库的公司债券,这意味着本期债券发行上市之后,将被纳入到交易所的债券质押库中,投资者将可以用做质押回购,大大提高了本期债券的流动性,有利于提高机构投资者的认购积极性和交易的活跃度。

除此之外,这期公司债改用核准制,采用市场化的发行方式,并且债券设计有回售条款,投资者在持有债券达7年之后,可以根据当时的市场收益率环境以及判断未来的市场收益率趋势来选择是否行使回售权,拥有更多的自主选择权。此外,华泰证券担任本期债券的受托管理人,这一角色的创新设立也有助于解决由于债券持有人分散、难以一致行动维护自己利益的难题。

投资主体单一化问题待解

在受到市场广泛关注和投资者期盼的同时,公司债发展也面临一

个不容回避的问题。按照试点公司债在交易所债券市场发行的安排和商业银行不得进入交易所市场的规定,债券市场最重要的投资主体银行面对公司债只能望而却步。

某国有大行交易员表示,公司债的管理办法没有对发债主体设立担保作硬性规定。从长远来看,无担保债也是公司债发行的应有之意,相比于目前有担保条款的企业债,公司债的收益水平必然更有吸引力;而且由于预计公司债的期限结构将有别于现有的企业债10年及以上期限为主的情况,出现10年以内的中期或中长期债券,这将更好地与银行的资产负债结构相匹配。因此,预计将会引起银行方面很大的投资兴趣。

国泰君安证券固定收益分析师夏阳也指出,对于投资者群体的限制是公司债未来发展的一个障碍,如果银行无法进入,那么投资主体过于单一将成为公司债市场发展的一个问题。

市场观察

金融债与央票利率为何产生巨大背离?

◎福州商行 林子君

昨日2年期农发债070416发行利率高达4.04%,再度出人意料。其认购倍数1.42倍似乎预示着该发行利率并不单纯由资金面过于紧张推高所致,笔者认为其背后另一原因在于中债收益率曲线对同期限央票和国债利率不同估值引起。

作为中国债市最具权威性、可信度的收益率曲线体系,中债收益率曲线越来越受市场机构重视,成为众多机构在一级市场投标的重要参考。从中债收益率曲线历史数据来看,1-3年同期限政策性金融债与央票利率走势都非常吻合,其利差均值大致在2-5bp间,但从14日起其对同期限金融债与央票估值出现了明显异变。以2年期为例,18日中债收益率曲线将2年期央票估值在3.735%,2年期金融

债却估值在4.15%,两者利差高达42bp,或为历史峰值。在中债收益率曲线4.15%的2年期金融债估值水平引导下,2年期农发债利率走高也就有一定的道理可言。

那么,是什么导致中债收益率曲线对同期限央票与金融债估值产生如此巨大的差异呢?笔者认为,最主要原因在于一级市场央票与金融债发行的分隔。受资金面紧张和加息预期冲击,上周五5年期进出债发行利率飙升至4.55%,比市场预期高出整30bp;而周二1年期央票或受政策管制,其发行利率仅比上周涨13bp到3.44%;一级市场中金融债与央票迥异的发行结果可能都被中债收益率曲线所采用,并顺势对其他期限利率进行了重新定价,间接地在一定程度上引起了目前金融债市场利率混乱的局面。当然,目前金融债与央票巨大



的利差是很难持续很久的。从2年期金融债与央票利差走势可以看出,高利差一般形成于资金面紧张背景下,并在资金面趋松下迅速回落,恢复常态,2006年以来两者利差均值也不过3bp左右。从这个角度来分析,目前金融债与央票高达42bp利差是不合理的,在后市资金面趋松下有望

迅速回落。考虑到19日美联储大幅降息50bp导致中美利差继续趋窄,甚至可能在未来形成反向利差,以及目前需要一个较平稳的经济环境,未来两个月央行大幅加息的可能性较小。因此,相对于3年期央票3.98%的定价水平,2年期农发债4.04%具有很高的投资价值。

走近利率互换

人民币利率互换:概念和市场(二)

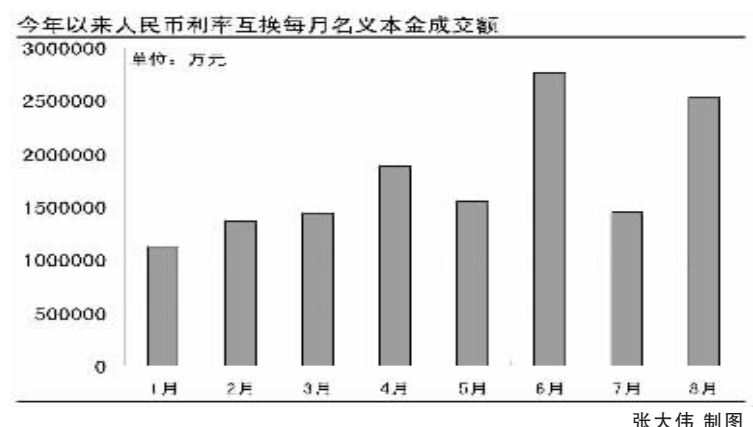
◎特约撰稿 张宇杰 薛嵘

目前国内市场的人民币利率互换除了具有一些利率互换国际通行的惯例以外,还有一些根据人民币市场制定的业务规则和管理。首先,人民币利率互换的计息基础为365天,按照实际天数计息,起息日为“T+1”;其次,付息日如遇法定节假日则往后顺延,但是顺延后不能跨月,否则须提前至法定节假日日前最后一个交易日;第三,浮动利率重置日为付息日的前一工作日,如遇法定节假日,则沿用法定节假日日前最后一个交易日该品种固定利率;第四,如果浮动利率周期小于付息周期,则在付息周期内计复利,最后一个浮动利率周期不完整的,按照实际天数计复利,下个付息周期重新计新的浮动周期;最后,对于比较特殊的OIS,需要对浮动端按工作日计复利,如遇法定节假日则用法定节假日日前最后一个工作日计单利。目前一些比较主流的品种中除了1Y PBOC付息

周期为一年外,其他品种如无特殊声明都是按照季度付息,且付息频率和浮动利率重置频率一致。

目前国内人民币利率互换市场有市场准入机制。兴业银行作为人民币利率市场的第一批做市商银行,也是最早获取金融衍生品业务资格和完成人民币利率互换备案的银行类金融机构之一。凭借近年来在国内汇率、利率、商品等金融产品市场上的积极创新和迅猛发展,以及在人民币汇率市场积累的丰富做市商经验,该行是目前在人民币利率互换市场最主要的报价商之一,同时也是少数几家能每天提供多品种、全期限、持续报价的银行之一。其在路透、彭博、人民币交易系统、和国利货币经纪等金融中介平台都有专门的报价页面,每天为市场提供多品种、全期限、持续报价,是国内人民币利率互换市场主要的做市商类机构。

人民币利率互换是场外交易(OTC),参与者可以通过交易系统、路透、彭博等信息版面看到做市商



的双边报价,询价可以通过交易系统,也可以通过电话、网络通讯工具等多种方式,交易的确认可以通过传真、电子邮件等双方认可的方式,交易形式十分灵活。

目前人民币利率互换交易的浮动端参考利率主要有三种:一种是银行间债券市场具有基准利率性质的质押式回购利率,主要以7天回购定盘利率(FR007)为基准;另一种是上海银行间同业拆放利率

(SHIBOR),这其中主要以3个月SHIBOR、1周SHIBOR和隔夜SHIBOR为基准;还有一种是人民银行公布的一年定期存款利率。

人民币利率互换业务2006年2月开展以来,交易量迅速扩大,截至2007年8月末,利率互换成交名义金额总额超过1700亿元,其中,今年1-8月累计成交约1400亿元,显示市场在2007年发展迅速。

上交所固定收益证券平台成交行情(9月19日)

上交所固定收益证券平台确定报价行情(9月19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19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	4.01	0.038
3年期	4.50	2010.05.15	4.04	0.049
5年期	4.125	2012.08.31	4.20	0.051
10年期	4.750	2017.08.15	4.52	0.049
30年期	5.000	2037.05.15	4.81	0.053

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19日	1美元	1欧元	100日元	1港币
	7.5170	10.4964	6.4874	0.96518

每日交易策略

中美利率反向 两大效应或显

◎大力

昨日美联储宣布降息50个基点,这是自2003年6月以来美联储首次降息。与此同时,美联储将贴现率降低0.5%,这是美联储自2001年1月以来最为强力的措施,而美联储上一次降息0.5%是在2002年11月。

此次降息,可以被解读为美国经济衰退的风险已经得到美联储确认。表明美联储已经认可正在蔓延的次贷危机将伤害美国实体经济健康发展的观点,这其中的传导机制是次贷危机向信贷市场信心危机的演变。信贷的紧缩不仅会伤害美国宏观经济的稳定发展,也有可能刺破原本已经高涨的全球资产泡沫,引发金融市场的全面崩溃。

美联储降息对我国国内金融市场的影响应该有两个方面。短期来看,中美两国利率变化的方向出现了相反的情况,投资者会预期随着美国经济面临更大的压力,美联储将会放松银根甚至降息,而中国却不得不在CPI持续上涨的压力下持续加息。这将会快速降低热钱投资人民币资产的机会成本,使得流入国内的热钱速度在短期内加快。昨天人民币对美元汇率结束了前几天的盘整走势,大幅走高并逼近9月13日创出的7.5169的汇改以来新高。我们相信短期内银行间市场的流动性将会进一步增强,机构熬过密集IPO冲击之后,债券市场和股票市场都可能迎来一次较强的反弹。

但从长期来看,能够促使美联储开始降息,说明美国经济面临的紧缩性压力已经不容忽视。9月7日美国劳工部公布的8月就业报告显示,失业率依然维持在4.6%,而非农就业人口比7月减少了4000人,远远低于彭博社调查所预测的10万个新增就业机会。8月份是一年生产活动的淡季,企业很少在此时大幅度增加或解雇员工,所以这一变化完全出乎市场意料。这也是四年以来非农就业人口第一次在8月份下降。如果美国经济由此步入紧缩,必然会拖累全球经济的脚步,对于外贸依存度如此之高的中国而言,宏观经济的过热有可能就此得到抑制。

市场快讯

3年期央票再度停发

◎本报记者 秦媛娜

继上周四之后,3年期央票继续“缺席”公开市场业务,今天央行将只发行3个月期央票,发行规模为30亿元。

受加息、新股扎堆发行、特别国债连续发行,市场资金面骤然收紧,资金价格屡创新高,因此3年期央票再度停发并未出乎市场预料。

本周共有1000亿元资金到期,如果央行今日不进行其他操作,将向市场净投放920亿元资金。

美元跌势助人民币止跌反弹

◎本报记者 秦媛娜

美联储一如市场预期作出了降息的决定,在美元走跌的同时,也带动了人民币的反弹走高。昨日,人民币汇率中间价落在7.5170,比前日上涨96个基点,但并没有创下汇改以来的新高。

交易员表示,中间价的表现在意料之中,但是由于近期市场盘面较为清淡,投资者的心理都很谨慎,7.51元关口近期突破将没有太大疑问,7.5元大关何时攻破则很难预计。如果未来供需继续或者消息面因素打破市场心理防线,这一重要心理关口也可能会被踩在脚下。

汇市观察台

美联储大幅降息 美元指数触及15年低点

◎胡箫箫

美元指数周三日初延续上日跌势,最低跌至79.09,为1992年以来新低,但随后于亚洲收市时段反弹至79.35附近。美元本轮下跌主要是因为美联储大幅降息0.5个百分点以协助支撑经济,从而令投资者纷纷抛售美元,购买高息货币。

欧元兑美元于美联储公布利率决定后跳升100点至1.3982美元,随后涨势无力,暂告回落,不过仍持稳于1.3950以上。欧元兑英镑周三连续第三日触及17个月高点,最高升至0.6976英镑,日内上涨0.4%,为2006年4月以来最高水准。这主要得益于美联储大幅降息,同时,投资者称最新公布的英国央行会议记录显示,该央行未来数月仍有可能降息,亦令欧元兑英镑走强。

英镑贸易加权汇率周三自前一日触及的一年低点回升,开报102.5,脱离了前一交易日触及的一年低点101.9;英镑兑美元周三亦重新突破2美元,一度升至2.0169美元的日高。主要是因为美联储降息缓和了市场避险情绪,同时,英国政府保证为在陷入困境的抵押贷款机构Northern Rock的存款提供保障,亦令投资者操作。

美元兑日元周三受投资人在美联储利率决定后抛售低息货币的影响,于日初一度升至116.39的两周高点,但随后升势在116.00日元受阻,主要是因为日本央行维持0.50%的利率水平不变,央行担心美国经济增长放缓可能会拖累日本经济复苏,使美元兑日元可能面临进一步下跌的压力。(作者系中国建设银行总行交易员)