

# 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
112.739	109.760	113.696	114.180
0.10%	0.00%	0.10%	-0.23%

上海银行间同业拆放利率(9月20日)

## 交易所债券收益率

交易所债券收益率				
品种	期限	收益率	期限	收益率
国债	1年	4.00%	3年	4.50%
国债	5年	4.12%	10年	4.75%
国债	30年	5.00%		

## 银行间债券收益率

银行间债券收益率				
品种	期限	收益率	期限	收益率
国债	1年	3.99%	3年	4.04%
国债	5年	4.22%	10年	4.56%
国债	30年	4.86%		

人民币利率中间价					
币种	期限	中间价	币种	期限	中间价
1美元	1欧元	100日元	1港币		
7.5175	10.5046	6.4840	0.9682		

## ■聚焦人民币汇率

# 无视“利好” 人民币怎么了?

◎本报记者 秦媛娜

本周二美联储宣布一次性下调联邦基准利率50个基点,中美利差逐步缩小让市场投资者再一次将关注的焦点投向人民币汇率。因为,这意味着热钱进入中国市场投资人民币资产的投机成本会有所降低,进而触发境外资金加快流入,人民币将面临更大的升值压力。但从近来人民币汇率的表现来看,这一理论上的推理并没有体现在实际的市场变化中,人民币本周仍然坚持固有的稳健、自主式升值步调,涨跌互现,伸张有度。

“以前我们常说要保持中美利差,是为了防止热钱快速涌入,”中信银行资金资本市场分析部分分析师杨胜琨表示,如果在中国投资股市、楼市等市场,动辄就可以赚到翻倍的收益,屈居几个百分点的利差显然并不能阻挡无孔不入的热钱进入中国的步伐。

正因为如此,不少市场人士认为,央行可能在面临国内通胀压力增加、呼唤紧缩货币政策和人民币升值压力的矛盾时,更加倾向于选择维持独立的货币政策,选择加息以保证国内经济的相对稳定。

本周二美联储宣布降息决定,当日人民币汇率中间价走高了96个基点至7.5170元,并没有创下汇改以来的新高。市场交



易员表示,这一升幅虽然并不小,但是还是低于市场的预期。

“如果是做代客盘的话,影响还不是很大,”广州商业银行外汇交易员蔡思隽表示,“但是对于银行的自营操作还是有很大影响。”因为大家本来都看空美元,准备在开盘后第一时间清空美元头寸,事实上美元跌幅并不如预期的大,事先准备好的交易策略便需要重新调整。至昨日,人民币汇率还是对美联储降息的消息“熟视无睹”,不涨反跌,出现了5个基点的小幅走低,中间价报于7.5175元。

另一方面,随着美联储降息之后美元进入弱势通道,如果在美元兑其他货币明显走低的同时,美元兑人民币汇率却表现谨慎,那么将伴随出现人民币兑欧元、英镑等其他货币加速贬值的效果,“人民币名义有效汇率不升反降的现象会更为突出”,杨胜琨表示。

数据显示,自汇改以来人民币兑欧元已经累计贬值4.12%,与兑美元升值接近8%的表现形成了对比,这也为外来压力提供了依据。最近,就有来自欧盟的压力将矛头指向了人民币汇率。

## 美联储降息 国内货币政策承压

◎本报记者 苗燕

对外经济贸易大学金融学院副院长丁志杰在接受本报记者采访时指出,美联储的此次降息将对国内货币政策造成一定挑战,如果单纯使用加息或上调存款准备金率已经很难应对这种变化。此时需要考虑更灵活地运用汇率政策,适度加快人民币升值的步伐。

周二美联储4年来首度降息,且一次降息幅度达50个基点至4.75%;同时,截至中国央行最

近的一次加息,中美利差已缩小至1个百分点的范围之内。

流动性过剩的问题已成为目前国内货币政策调控的重要目标。丁志杰认为,“美联储的行动更加有可能使得中国成为全球流动性的避风港”,这无疑将加大央行货币政策的调控难度。

国泰君安高级宏观经济研究员林朝晖也撰文指出,美联储降息首先会使中国央行加息的效果大打折扣,考虑到中美反向利差预期的形成,直接压缩了中国未来的加

息空间。不过,也有分析人士指,如果中国的通货膨胀加剧,不能排除央行仍然将采取加息措施。

丁志杰认为,美联储加息向市场提供增加流动性、放松银根的作用,有利于保持美国经济的平稳。而这对于中国和亚洲地区国家对美国的出口有一定的积极作用。花旗集团董事总经理、亚太区首席经济学家黄益平也认为,如果美联储降息能够减少美国经济发展的风险,从长远看还是有利于中国经济发展的。

# 长电公司债券:市场化发行亮点频显

◎特约撰稿 宗禾

9月19日,中国长江电力股份有限公司发行公司债券的申请获得中国证监会的核准,夺得我国公司债券发行“第一单”。华泰证券作为长电债券的保荐人(主承销商),在前期债券方案设计中,发行安排上充分贯彻了市场化发行的思路,为公司债券市场的发展提供了有益探索。

——作为质押券参与新质押式回购。长江电力公司资信状况优异,主体信用等级达到AAA级;同时,中国建设银行为本期债券提供了全额、不可撤销连带责任担保。因此,本期债券不能按期偿付本息的风险极低,完全符合参与新质押式回购交易的条件。据悉,发行人已向交易所、登记公司提出长电债券作为质押券参与新质押式回购交易的申请,并获得了相关部门的原则同意,这必将大大提高长电债券在交易所市场的流动性。

——市场化询价确定票面利率。本期长电债券的票面利率由华泰证券和发行人根据市场化询价结果协商确定,询价对象涵盖了交易所债券市场几乎所有类型的机构投资者,包括保险公司、社保基金、财务公司、基金公司、券商理财产品、信托投资公司、QFII等机构投资者。询价通过簿记建档的方式进行,可以说本次询价市场化程度很高。另外,本次询价安排在正式发行的前两天,因此,最终确定的票面利率比较真实的反映了市场对收益率的要求。

——设立回售选择权,以满足不同投资者对债券期限的要求。本期长电债券在方案设计前,华泰证券与发行人在北京、上海等地走访了公司债券的主要机构投资者。华泰证券根据市场调查结果和发行人财务状况及资金需求在前期债券中设立了投资者第7年回售选择权,以满足市场不同投资者对债券期限的要求。若7年后市场3年期收益率低于长电债券票面利率,投资者可选择继续持有以获得更高的收益;否则,可选择回售以回避利率风险。

——强化对债券持有人权益的保护。本期债券的发行一方面引入了发审委制度和保荐制度,从全局上把关发行人的质量和信用;另一方面,在国内首次引入了受托管理人和债券持有人会议强化对债券持有人权益的保护。华泰证券既是保荐人又是受托管理人,可全程对发行人进行持续督导,保护债券持有人权益。

另外,本期债券提供持续信息披露和跟踪评级安排。同时,设定了诸如暂缓发行人重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施,适时处置公司非电力对外投资,以及对逾期本息按票面利率加收50%罚息等严厉的偿债保障措施。可以说,长电债券从多个层面强化了对债券持有人权益的保护。

——同时在交易所固定收益电子平台和竞价交易系统上市流通。固定收益证券综合电子平台采用报价交易和询价交易,比较适合机构投资者之间进行大宗债券交易,也符合国际

上债券交易的通行做法。同时,电子平台的一级交易商可申请对长电债券做市,将进一步提高长电债券的流动性。而集中竞价交易系统具有实时、连续交易的特性,比较适合普通投资者参与债券交易。多种交易方式的有机结合,满足了不同投资者交易的偏好。

——新颖的发行方式。本次长电债券网上发行通过上交所竞价交易系统按确定的价格和利率面向投资者发行,并按“时间优先”原则实时成交。同时,本次网上发行与网上新股申购不同,对同一账户不设认购次数限制,更有利于普通投资者参与网上认购。而网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的发行方式,既符合债券发行的惯例,又兼顾了普通投资者的需求。

另外,由于债券发行不涉及股权稀释,故本次发行未向发行人原有股东优先配售,即投资者与发行人原有股东享有同等的投资机会。上述发行安排的有机结合较好地体现了“公正、公平、公开”的原则。

考虑对标的股价短期波动率(90天)明显加大,在放宽波动率和标的股价取值区间的情况下,得到恒源转债的价格在116.93元-139.88元之间。在预计恒源转债的价值在116.93元-139.88元之间时,老股东申购恒源转债的收益率应在16.93%-39.88%之间,收益率中轴为24.95%。虽然申购收益率较高,但老股东持股股票的风险依然存在。例如,以当前股价进行配售,理论上可获得24.95%的收益率,但只要标的股价跌幅超过0.45%,老股东持股股票就可能亏损。

另外,投资者可在网上申购老股东优先配售后剩余的转债。在假定有50%老股东行使优先认购权的情况下,对应的中签获利率在16%-40%之间,申购收益率在0.070%-0.408%之间,收益率中轴在0.112%-0.260%之间。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。

## 雷曼兄弟亚洲经济学家孙明春:辩证看待美联储降息对人民币升值影响

◎本报记者 袁媛

雷曼兄弟亚洲经济学家孙明春日前在接受采访时认为,在国内通胀高企的情况下,存在加息需求;但美国降息,造成的利率环境不理想,使热钱套利空间在一定程度上更大,所以在加息措施上会更谨慎。他认为,10月底央行还会再加一次息。

孙明春认为,要辩证看待美联储降息对人民币升值的影响。美联储降息对一个纯粹资本开放的国家影响更大,而中国实行资本项目管制,资金出去进来都会有交易成本,一旦查出有来面临没收到罚款的风险,所以允许有一定空间与交易成本扯平。

他预期美国经济会适度放缓,明年估计会达到1.8%的增长速度,这对中国有一点影响,但中国经济仍会高速增长,有望维持9.2%的增长速度。在这种情况下,会吸引更多资本流入,也会对人民币汇率产生更大压力。而如果美国经济放缓幅度过大,将对出口影响很大,中国的顺差不会继续那么猛,明年甚至有可能出现零增长或负增长,而那时汇率就可能是另一种情况,升值幅度会放缓。

## ■每日交易策略

### 一个市场 两种境遇

◎大力

昨日上午,一笔剩余期限为1个月的央票成交在7.0%的收益率,引起市场一片哗然。虽然银行间市场现券交易的行情常有不真实的数据,但是不少投资者都相信这个7.0%的天价收益率水平是真实的。

从周一开始,7天回购利率和14天回购利率进入了一个高速上扬的通道。7天回购的加权利率从周一的5.93%一路攀升到昨日的6.75%,14天回购的加权利率从周一的6.13%攀升到昨日的7.53%。昨日7天回购的最高利率高达10%,14天回购的最高利率高达10.4%。这种往常只有在交易所回购市场看到的天价利率,终于也出现在了银行间债券市场。

北京银行、建设银行、中海油服、中国神华,9月中旬开始连续四个大盘股的发行,极大地冲击了银行间市场的流动性。由于四个新股发行接踵而至,资金需求近乎无缝连接,这相当于冻结了银行间市场2万亿元左右的流动性近一个月的时间。就算是银行间市场流动性再如何过剩,在如此重击之下,大幅度的波动也是难以避免的。

曾有投资者计算过,如果新股上市的股票价格上涨幅度超过100%,那么以30%的利率借入7天回购都还会有盈利。因此,造成回购利率屡创天价的的主要原因,还是在于新股发行价格和上市价格之前的无风险套利机会。而高盛的股市行情,无疑进一步增大了套利的空间。如果一切都从低风险套利模型来定价,银行间回购市场的利率似乎还有进一步上扬的空間。

但是,不是所有的银行间市场的投资者都可以进行新股发行的套利。一部分机构的套利行为引发的流动性紧张和利率高涨,势必会严重影响其他金融机构的投资组合和流动性管理。对于打新股的机构而言,融资困难只意味着打新股收益的下降。但是对于头寸出现短缺的金融机构而言,9月份无疑是一个借高利贷的悲惨岁月。

一边是坐享套利空间,另一边是负债和收益倒挂,同一个市场的两种境遇,看起来颇有些不太公平。

## ■市场快讯

### 3个月央票利率上涨8个基点

◎本报记者 秦媛娜

昨日央行发行的3个月期央票利率上跳了8.14个基点至2.8275%,基本符合市场预期。昨日央行未进行其他操作,因此本周央行通过公开市场共向市场净投放资金940亿元。

### 第三期特别国债今天招标

◎实习生 缪晓旦

2007年特别国债(三期)今天开始对外招标。本期国债是10年期固定利率附息债,计划发行面值总额为300亿元。且计划于本月24日开始发行并计息,26日发行结束,28日起在全国银行间债券市场上市交易。

国海证券研究员陈亮预计本期国债的票面利率为4.46%,并建议机构分别在4.44%-4.48%和4.49%-4.53%这两个区间内分散投标。

## ■新券预测

### 恒源转债:机遇和稀缺铸就价值

◎国泰君安 成飞

恒源转债将于9月24日发行,我们对其进行定价分析,同时对老股东和投资者的申购作一价值评估。

总体来讲,恒源转债的条款一般:偏低的票面利率、缺失的利率调整条款都将降低纯债价值,债性保护较低;不过,在资本市场长期看好的前提下,其较为宽松的转股、赎回、回售以及向下修正条款,能在一定程度上弥补利率条款的不足。恒源转债的稀缺性也能进一步提升其投资价值,另外有利的发行时机(与大盘股发行相冲突)能保证较高的中签率,建议投资者积极申购。

由于可转债内嵌转股权、回售权、赎回权以及转股价向下修正权等四个非标准化期权,且各期权之间相互影响,因此并不能简单地可将转债分拆为纯债和认股权来进行定价。利用二叉树模型能较为精确地为其定价,得到恒源转债的理论价格为124.95元。

考虑对标的股价短期波动率(90天)明显加大,在放宽波动率和标的股价取值区间的情况下,得到恒源转债的价格在116.93元-139.88元之间。

在预计恒源转债的价值在116.93元-139.88元之间时,老股东申购恒源转债的收益率应在16.93%-39.88%之间,收益率中轴为24.95%。虽然申购收益率较高,但老股东持股股票的风险依然存在。例如,以当前股价进行配售,理论上可获得24.95%的收益率,但只要标的股价跌幅超过0.45%,老股东持股股票就可能亏损。

另外,投资者可在网上申购老股东优先配售后剩余的转债。在假定有50%老股东行使优先认购权的情况下,对应的中签获利率在16%-40%之间,申购收益率在0.070%-0.408%之间,收益率中轴在0.112%-0.260%之间。

投资者也可以选择持股票配售,权衡收益率与风险来看,我们认为持股票配售不如网上申购。