

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
113.038	109.430	114.034	113.890
0.01%	-0.14%	0.02%	-0.32%

上海银行间同业拆放利率(9月25日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

注:技术指标由北方之星数码技术有限公司提供

美国国债收益率(9月25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	3.99	-0.051
3年期	4.50	2010.05.15	4.05	-0.052
5年期	4.125	2012.08.31	4.25	-0.053
10年期	4.750	2017.08.15	4.59	-0.042
30年期	5.000	2037.05.15	4.85	-0.036

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25日	7.5135	10.5711	6.5520	0.96618

资金面基本面双双施压债市

◎南京银行 黄艳红

进入9月以来,债市可谓步入了今年年内压力最大的阶段。我们认为,短线更多压力来自资金面,而节后则更多受制于基本面。

后市资金面不确定因素仍多

受制于流动性压力,债市收益率大幅走高,9月银行间回购利率创下近10年来的新高,7天回购利率加权近期达到了6.95%的水平,最高已经上摸到10%。资金面的紧张使得多数机构疲于应付流动性压力而无暇现券交投,部分机构则为了缓解流动性压力被迫以较高的收益率抛售债券,而短期的央票、短融和国债成为抛售的重点券种。在此压力下,债券收益率出现了整体的大幅度上移,上移速度和幅度之快也是年内多次加息等紧缩政策效应所无可比拟的。目前1、3、5、7、10年期国债收益率定价在3.3%、3.59%、4.04%、4.19%和4.49%,同期限金融债定价在3.68%、4.22%、4.48%、4.72%、4.88%,比8月底普遍上升了20个基点以上。

另外,特别国债发行安排仍存在较大的不确定性,会给市场资金面带来压力。9月特别国债发行3期,从目前已经发行的2期来看,10年期品种更受市场欢迎,市场存在特定的需求机构。从发行利率看,特别国债利率明显高于前期市场发行水平和定向发行国债的水平,也说明央行之所以愿意承受更高的发行成本,也不排除特别国债在以后会成为继存款准备金率、公开市场操作之外的回笼流动性的有效工具,如此就增大了资金面和债市收益率定价的不确定性。另外新股发行节奏加快分流资金,虽然9月份已经发行了几只大盘股,建行A股发行的正式启动将拉开超级大盘股回归A股序幕,更多的大蓝筹股登陆A股市场,这必然对资金面形成时点性的巨大压力。

节后走势更多受制于基本面

美国在9月18日宣布降息50个基点,对此市场也有观点认为,央行可能会从全球经济体的角度适度放慢甚至放弃我国加息的步伐。但周小川近期的言论“中美息差的减小对央行货币政策并未构成压力”,使得市场的这种乐观预计降低。央行的政策更加针对国内



为了缓解流动性压力,部分机构被迫低价抛售债券 张大伟制图

内经济需要,加息的压力仍挥之不去,债市的基本面仍不乐观。

目前拉动CPI上升的主要动力是食品价格,仍没有任何迹象显示食品价格已经传导到了其他领域,但也不能完全排除全面通胀的担忧。虽然非食品价格上涨在1%左右,但食品通胀会带来通胀预期的变化,从而带动工资、租金及服务价格的大幅上升,食品价格通胀

不可避免地会传导到其他领域。目前经济增速依然偏快,固定资产投资热情仍很高,货币供应加速,这都不利于CPI的回落,预计年内CPI仍将在高位运行,这对债市构成一个负面压力。

当然,我们也不能就此完全判断债市的基本面悲观,资金面紧张,四季度债市仍然存在一些波段的机会。即便加息,可以预计债券收益

率上升的空间已经相对有限,毕竟债券收益率经过轮番的调整已经具备了一定的投资价值,步入较好的建仓期;而且在央行严厉压缩贷款的背景下,机构持债的动机压力增强,虽然债市承载着多方面压力,但不可忽视机构结构性需求仍持续存在。四季度投资者应该关注各项紧缩政策的累积效果,在做好流动性安排的前提下,适度做多债市。

市场心态在发生微妙转变

◎联合证券 张晶

对于我国的债券市场来说,较容易形成单边的市场预期。当下各机构对近期市场的预期即是如此:短期内资金面仍会紧张,回购利率仍将高企,债市短期内仍将维持弱势调整。目前债券投资机构更为关心的,除了对资金面宽松程度的预期之外,就是在前期宏观调控政策效力逐步累积并发挥作用之后,后续政策的空间还有多少?我们看到,在债市持续低迷之后,目前市场心态开始发生微妙转变。

不少机构表示,尽管前期紧缩政策不断,且前期宏观调控已初显效果,但对后续的进一步紧缩政策仍有较强的预期。目前机构对年内还有1~2次加息的呼声较高。

招商基金表示,虽然8月份宏观经济金融数据显现我国偏热迹象依然明显,但预计加息的效果最终将显现出来,上游资源品价格上涨和贷款利率上升带来的成本上升将导致未来宏观经济和固定资产投资可能会温和回落。预计CPI仍将在高位徘徊,央行在年内仍有加息可能。预计4季度常规的对冲流动性手段仍将继续出台。不过,泰信基金同时也表示,我国的宏观调控要与外部经济环境相结合,美国作为我们主要贸易国之一,应关注美国经济,美次级债拖累美经济前景不确定,美国消费放缓从而影响到中国出口,中国政策的措施取决于美国经济放缓的幅度。对于后续紧缩政策的预期,除加息外,泰信基金、招

商基金以及工商银行等机构也对其其他紧缩政策存有预期;央行窗口指导、信贷规模控制以及公开市场操作——包括继续发债特别国债和定向央票。

由于本周是节前的最后一周,加之前期回购利率已攀升到了年内最高点,多数机构同意本周资金面仍将保持紧张局面,债市短期内仍将维持弱势调整的说法。在此预期下,招商、国海富兰克林等机构建议继续维持谨慎投资策略,继续以高信用等级的中短期债券为主要的投资品种,并注重流动性管理。但是南京银行表示,尽管预计本周债券市场机构仍以观望居多,资金面将仍然维持紧张格局,但对于资金宽裕的机构来说,目前是一个比较好的建仓机会。

■走近利率互换

利率互换渐成利率风险管理利器

◎兴业银行 高联军

利率互换最基本的形式,是固定利率与浮动利率的互换。因此,利率互换有两大基本应用:一是降低融资成本,二是实现固息资产负债与浮息资产负债的转换。降低融资成本是基于比较优势理论,当一家公司在固息融资市场具有比较优势而需要浮动融资,另一家公司在浮息融资市场具有比较优势而需要固息融资时,两家公司可以分别进行固息融资与浮息融资,然后相互签订利率互换协议从而实现浮息融资与固息融资。

考虑到违约风险及寻找对手的难度,银行等金融机构逐渐成为利率互换的中介,即企业只需要与银行签订利率互换协议而无须寻找一家与之匹配的公司。当利率互换

逐渐成为一种广泛交易的金融工具时,它被更多地应用到了浮息与固息资产或负债的转换,若一家公司具有浮息资产而不愿意承担现金流的变动风险时可以通过利率互换将浮息资产转换成固息资产。

目前我国的利率互换市场开展刚一年有余,利率互换更多的是银行等金融机构进行利率风险管理的工具,利率互换与浮息负债组合构成固息债或者利率互换与固息债组合构成浮息债。现在的利率互换有三种,分别是基于一年期定期存款的利率互换、基于7天回购定盘利率(FR007)的互换、基于Shibor(主要是3个月shibor)的利率互换,相应的浮息债也有基于一年定存的、基于7天回购利率的、基于shibor的浮息债三种。若投资者拥有固息债券,则通过买进利率互换(以固息交

换浮息,相当于支付固息的价钱)来将其转换成浮息债券,利率上行则投资者在利率互换多头头寸上获利弥补了全部或部分在固息债上面的价差损失;若投资者具有浮息债券,则通过卖出利率互换(支付浮息收到固息),投资者相当于合成了一个固息债券,如果在考虑了基差风险(浮息债与利率互换的基准利率不完全相同)之后的收益率高于相应期限的固息债,则投资于合成的固息债优于普通的固息债。

除了规避利率风险之外,利率互换也是一种很好的利率投机工具。利率互换是建立在其基准利率之上的衍生品,投资者通过买卖利率互换可以投机基准利率的上升或下降。若预期基准利率会上升,则买入利率互换;若预期利率会下降,则卖出利率互换。由于利率互

换无需本金,成熟市场的流动性也会很好,利率互换的使用较债券更为方便快捷,互换利率也会成为利率走势的一个风向标,可以有效促进利率价格的发现,对于研判利率走势有一定的参考价值。

对于整个市场而言,利率互换有力地促进了浮息债与固息债的定价。例如,浮息债与卖出利率互换合成的固息债与相应期限的固息债比较,可以消除浮息债或固息债定价方面的偏差,其定价更为准确。更进一步,利率互换也提高了浮息债与固息债的流动性,因为有利利率互换从而对浮息债的需求更多,固息债在套利之下的买卖也更多。

正因为利率互换的上述作用,在我国利率上行的大环境下,利率互换在利率风险管理中的应用会进一步扩大与深化。

上交所固定收益证券平台成交行情(9月25日)

上交所固定收益证券平台确定报价行情(9月25日)

■每日交易策略

曲线还是陡峭的

◎海天

周二货币市场再次创造了新纪录,由于超级大盘股中国神华的发行中购,货币市场利率继续上升,1周Shibor第一次突破7%。当然,由于近期货币市场利率不断飙升,市场参与者们已经对新的“纪录”麻木了。货币市场利率的飙升,令机构再次看到货币市场的价值,毕竟7%的近乎无风险投资收益并不容易遇到,机构如果能够把握此次机会,当获益匪浅。

货币市场利率飙升,也带来另一个结果——收益率曲线倒挂,而且是短端与长端严重倒挂。例如10年期国债收益率仅4.46%,10年政策金融债收益率仅4.85%左右,均与7%的货币市场利率不可同日而语。这颇有类似8月份的美国收益率曲线,一边是接近6%的Libor利率,一边是只有4.4%的10年期国债利率。

不过从长期来看,国内债市陡峭收益率曲线的基础并没有改变,收益率曲线从根本上看还是陡峭的。观察2007年初至今5年期国债收益率与1周Shibor利率可以发现,两者的差值虽然不断变化,并多次出现5年期国债收益率小于1周Shibor利率的现象,但两者差值运行的趋势却是向上的,这说明尽管两者差值在大幅波动,但5年期国债收益率与1周Shibor利率的差值总变化趋势是在变大,收益率曲线在2007年变得更加陡峭。

不仅仅是中长期债券与货币市场收益率的曲线在陡峭化,比较1年期国债收益率与1周Shibor利率的差值也能得出同样结论。也就是说,虽然在经历着货币市场利率飙升,虽然不断看到收益率曲线的倒挂,但2007年以来总的趋势却是收益率曲线在陡峭化。这实际也并不难以解释,在货币政策不断收紧、市场预期不断变化的环境中,收益率曲线必然是愈来愈陡峭化的,这也是符合债券市场与宏观经济的关联规律的。

■市场快讯

一年央票发行利率持平

◎本报记者 韦和

昨天,一年期央行票据发行收益率为3.4447%,与上周持平。

央行昨天在公开市场仅发行了50亿元一年期央行票据。尽管最近货币市场短期利率继续上涨,但是由于发行量低,一年央票发行收益率水平仍然为3.4447%,连续两周保持不变。

人民币继续盘跌

◎本报记者 秦媛娜

人民币汇率的窄幅盘整过程仍然没有结束,昨日人民币汇率中间价报7.5135元,比前日下跌26个基点。

数据显示,本周前两个交易日,人民币连续下跌,但是幅度并不大,累计走低85个基点。询价市场上,昨日人民币汇率收盘价为7.5112元,跌幅仅为6个基点。

凭证式四期国债票面利率上调

◎据新华社电

财政部25日发布公告,宣布人民银行9月15日上调金融机构存贷款利率后,2007年凭证式(四期)国债的票面利率及提前兑付分档利率的调整情况。

根据公告,2007年9月15日(含当日)后购买的本期国债,其持有到期票面利率3年期上调至5.47%,5年期上调至6.01%,2007年9月15日(不含当日)前购买的本期国债,其持有到期票面利率仍按原定规定执行。

■汇市观察台

担忧银行业 英镑受累下跌

◎刘汉涛

周二美元在低位徘徊,兑欧元在1.4090美元附近波动,兑日元则在115日元下方。美国芝加哥联储准备银行周一公布,8月全国活动指数急剧下降至负0.57,受生产和就业等分项疲软拖累。瑞银/盖洛普(UBS/Gallup)调查显示,9月投资者对美国经济的信心连续第四个月下降,至13个月最低水准,因人们持续担心楼市及能源成本不断攀升。

欧元兑美元仍在1.41美元的高位徘徊。德国智库Ifo公布,9月Ifo企业景气判断指数为104.2,这是该指数连续第四个月下滑,而且9月跌幅还超出预期,主要是受到近期金融地震的影响。不过数据发布后,市场对此反应平淡。

日元兑美元在115日元下方窄幅波动。英镑周二全面下滑,兑美元跌至2.0130美元。此前英国一家媒体报道称,英国当局用于保障银行存款的基金目前仅有440万英镑,这增添了市场对银行业质素的担忧。此外英国央行货币政策委员会(MPC)委员森斯发表的通胀看法温和的言论亦令英镑承压。投资者将关注本周稍后公布的英国房价数据以及消费者信心数据,以找寻英国经济和房价前景的进一步线索。

澳元兑美元周二在澳洲市场从八周高位进一步回落,因对英国金融业担忧激起的新一波避险情绪打压高收益货币。股市疲弱和市场波动加剧仍是威胁澳元前景的主要因素。

(作者系中国建设银行总行交易员)