

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
113.135	109.550	114.147	113.960
0.09%	0.11%	0.10%	0.06%

上海银行间同业拆放利率(9月26日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

Shibor担纲浮息企债基准利率

◎本报记者 秦媛娜

上海华谊集团公司8亿元“07华谊债”今日发行结束,同时也宣告shibor成功介入浮动利率企业债券的定价,其市场化进程再进一步。市场人士认为,由于本期浮息债的利率基准是1周shibor均值,且每年都设有投资人回售权,因此流动性较好,而且可作为基础资产方便机构进行利率互换,这对于基金和银行具有较强吸引力。有投行人士表示,会考虑借鉴本期华谊债的设计,将shibor浮息债的发行方案推荐给发行人。

首担浮息企债基准利率

作为央行着力打造的市场基准利率,shibor今年问世以来便频频成为债市创新的主角。今年3月,发改委下达900多亿元企债额度时,也曾明确指出,采用浮动利率发行的企业债可使用shibor作为基准利率。

在此前发行的多只企业债券中,虽然均采取了shibor加点的方式确定票面利率,但实际上这些债券本质仍为固定利率债券,shibor在其中的象征意义更大一些。

规避利率风险打折扣

虽然浮动利率的设计令“07华谊债”从充斥市场的固定利率企业

Shibor 上海银行间同业拆放利率



shibor今年问世以来便频频成为债市创新的主角 张大伟制图

债中脱颖而出,但其基准利率的选择却显示本期债券并不具备较高的利率风险规避作用,投资者还是睁大了眼睛。

中国人保资产管理公司分析师李剑铭表示,1周shibor的波动更多地是跟随7天质押回购的利率走势,反映了资金回购的成本,而非跟随银行存贷款基准利率的上升。联合证券债券业务部副总经理沈楠也进一步指出,由于基准利率时1周shibor的120天均值,因此即便shibor在某些时点出现过大幅波动,但最终计算时还是很可能被较长的取值时段给拉平。

数据显示,今年以来央行共加

息5次,存贷款基准利率累计上涨了135个基点,但是1周shibor120天均值数据得到的曲线却很平滑,累计升幅不超过50个基点。可见,在规避加息风险作用方面,这只shibor式浮息债比传统的以1年定期存款利率为基准的浮息债打折。

回售权提升投资价值

但另一方面,发行方为“07华谊债”特别设计了回售权,令其投资价值显著提升。按照发行方案,投资人可以每年按面值回售,债券的期限就可以被看作是1年,如果按照首个付息期的基准利率2.80%

加上2.35%的利差计算,票面利率达到了5.15%。“从长期1年的角度来看,投资价值并不低。”沈楠表示,而且债券的流动性还因回售权的嵌入而大大提高,引起基金的极大投资兴趣。

对于另一个主要客户群体银行来说,首只shibor式浮息企业债的问世将增加其在利率互换市场进行套利的筹码。“这只债可以成为银行进行利率互换的基础资产,”李剑铭表示,这一操作已经被不少银行发掘,购买这类shibor浮息债后,做一笔利率互换交易收取固定利率而付出浮动利率,便可以获得高于同期限央票和金融债的收益率。

市场观察

转机渐现 债市机会正在接近

◎第一创业 王皓宇

2007年整个大半年,我们都在持续的看空。到目前这个阶段,我们仔细考虑了各个方面的因素,初步认为,债市的机会正在接近。

——9月份物价有强弩之末 10月份物价或是强弩之末

通过对农业部、商务部、国家发改委等相关部门公布数据的分析,对于9月份的物价,目前我们有下面几个结论:

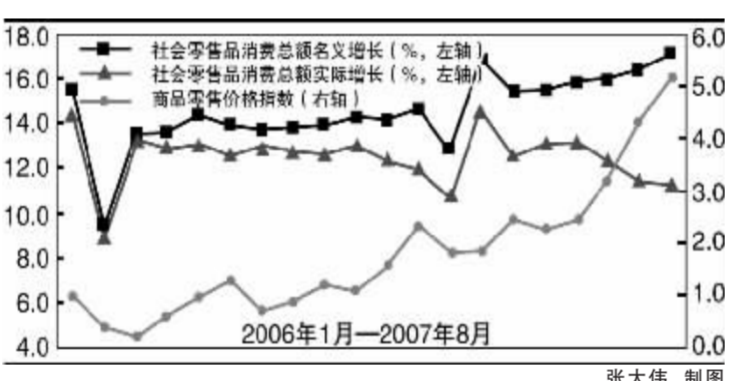
1. 9月份猪肉价格环比肯定回落,回落幅度大约7%,这一项目将拖累9月份的物价回落。
2. 9月份鸡蛋价格环比略有上涨,涨幅为4.3%左右,这个项目涨幅不及猪肉价格的回落。
3. 9月份蔬菜价格环比上涨比较明显,涨幅约为7%左右。
4. 9月份粮食价格基本稳定,月度价格的波动范围在1%以内。因此,我们相信,粮食这一项目对CPI的影响在9月份不会显著。

在CPI中,猪肉项目的权重大约为7-8%,鸡蛋项目的权重大约为3-4%,蔬菜项目的权重大约为3%。将这三个项目9月份价格的涨跌综合起来考虑,其对9月份物价的影响肯定不是向上的。再参考到粮食价格在9月份基本保持了稳定,我们大致可以判断出,9月份食品这一大项目对当月CPI环比的影响不会显著。第一创业预测,9月份的CPI同比涨幅大约就在6.0%-6.1%附近,对比8月份的CPI同比值将有明显回落。

我们知道,市场的担心是,10月份的物价又重新走高,从而给债市带来新的压力。对于这个问题,我们从两个方面来回答:

其一,从食品价格的季节性特征来看,多数年份的经验都显示,进

2007年三季度社会消费品零售总额的实际增长率在下降



张大伟制图

入10月份后蔬菜、鸡蛋价格的涨势将有所趋弱或者出现价格回落。更何况前几个月这些项目已经涨了较多,目前均在高位,居民的消费倾向减弱,价格向上的动力也在减弱。此外,到10月份,生猪的生产将进一步恢复,目前依然在高位猪肉价格很可能再次面临回落的压力。

其二,即便10月份的物价重新走高,比较大的可能性是强弩之末,没有连续数月的可持续性。因为除了粮食,我们确实一下子找不到新的涨价项目提供持续的动力。

需要指出的是,连续高位的CPI可能推动年内最后一次加息,但或许已不足虑。因为在央行的调控下(特别是美联储降息后),市场利率的上升幅度实在非常有限,反而法定利率的提高将再次推动下一年浮动债价值提升。

——早情没有继续发展,今年粮食依然能小幅增产

粮食这个项目决定着今年四季度和2008年大部分时间的物价格局。由于8月下旬天气好转,曾经一度让我们非常担心的国内粮食主产区旱情得到了有效控制。国家粮油信息中心9月份发布的预测指出,玉米、小麦、稻谷三大作物今年

依然能够实现2%以上的增产。

尽管增产幅度比较少,但我们相信,增产对国内粮食价格的快速上涨将起到一定的抑制作用。需要注意的是,全球粮食对中国粮食价格的影响。但我们认为,这一价格压力有限,因为中国粮食的出口一直受政府的出口配额管制。国外价格的高涨并不能有效的分流中国粮食的存量。

——三季度GDP增速预计有明显回落

10月23日,国家统计局将发布2007年三季度宏观经济运行情况。从三个指标看,我们预计这份即将公布的三季度GDP增速数据将明显回落。这三个指标分别是:工业增加值增速很可能低于二季度水准,贸易顺差增速肯定低于二季度水准,以及社会消费品零售总额实际增速亦将低于二季度水准。届时,市场对偏热宏观经济的担心将降低,对紧缩性货币政策的必要性预期也会降低,这显然会刺激债市的买盘出现。

此外,放眼到世界,美国经济最近也出现了比较明显的回落迹象,这将一定程度的抑制中国经济继续走热,制约中国的紧缩性货币政策

空间,间接构成中国债市的利好。

——对特别国债担心亦可减少

还有一个不确定性因素是特别国债,这掌握在两个发行主体手中。

其一是财政部。财政部已经比较明确的公布了2007年内特别国债的发行计划,四季度还有1000亿元发行。为了特别国债的发行,财政部甚至取消了9月份一期原计划内的国债发行。从这个角度考虑,不排除财政部四季度继续取消1-2期原计划发行的长期国债。这就意味着,财政部在未来一个季度内长期国债对比于原计划的增加供应量是相对明确的,估计在600亿元左右,最多是1000亿元。

其二是央行。央行手中有6000亿元的特别国债,我们认为,这6000亿特别国债将直接与信贷挂钩。如果信贷失控,央行将向市场出售手中持有的国债,这种情况对市场利率的冲击会比较大,推高长期国债的收益率;如果信贷没有失控,央行若出售手中持有的国债,市场必然有足够的流动性承接,相信不会对二级市场的长期收益率造成影响。所以,下阶段,信贷失控与否是决定特别国债发行的关键因素。

——9月份信贷数据应无失控风险

不能不说,特别国债在9月份大量发行,是对8月份信贷失控的一个正常反应。

对于9月份以及10月份,我们认为信贷再度失控的可能性将显著降低。主要的理由是,中国证监会最近密集推行的大盘新股发行,客观上起到了替代央行收紧银行间流动性、减少商业银行信贷资金供应的作用。典型的表现如9月份,银行间流动性十分紧张,回购利率居高不下,而10月份还将面临石油、中煤能源等大盘新股发行。

市场快讯

人民币中间价反弹46点

◎本报记者 秦媛娜

连跌两日之后,人民币汇率昨日出现46个基点的反弹,中间价报于7.5089元,再次将7.514关口突破,但距离上周五创下的7.5050新高仍有距离。

交易员表示,隔夜欧元兑美元有所走高,带动了人民币兑美元中间价的上升。但在询价市场,受到亚洲汇市美元再度反弹的影响,收盘时人民币报价反而下跌38个基点,报于7.5050元。

今发80亿元央票

◎本报记者 丰和

今天央行将在公开市场发行80亿元三个月央行票据,比上周增加50亿元,而三周央行票据继续暂停发行。

至此,本周央行票据发行量合计为130亿元,比上周增加70亿元。由于本周到期的央行票据量高达1100亿元,因此本周公开市场向市场净投放资金970亿元,比上周增加30亿元。

每日交易策略

盘整行情中的困境

◎海天



周三货币市场利率终于大幅回调。随着超级大盘股申购热潮暂时退去,7天回购利率由周二的7.10%大幅回落至4.87%,市场连续多日紧绷的神经终于有所缓和。不过,4.87%仍然大大高于中短期债券收益率,货币市场资金紧张的气氛仍未充分缓解。

随着货币市场气氛缓和,机构重新将注意力转移至债券市场,对于四季度债券市场的发展乃至2008年债券市场行情的讨论又进入投资者的视线。

总的来看,影响债券市场未来走势的变数较多,市场已经脱离前期单边运行的轨道,正进入新的阶段。一方面,部分机构认为2007年的持续调整已经大幅修正了定价偏差,债券收益率已经有效上升,债券初步具备了投资价值,特别对配置型机构而言;另一方面,部分机构认为调整幅度仍不能充分反映宏观经济、通货膨胀的发展形势,另外持续收紧的流动性也不支持债券收益率继续在较低区间徘徊。总之,多空正基于不同的预期进行资产配置和交易。

从债券市场发展基本面即宏观经济发展来看也存在一定变数。一方面国内宏观经济持续高速增长,另一方面以美国为主的外部经济出现下滑变数。美国房地产市场衰退可能最终拖累美国经济,并最终传导到国内经济。

目前看来,要把握未来市场发展方向存在一定困难,特别是债券市场经常在四季度至第二年年年初因全市场资金充裕而出现资金推动型上行行情,这进一步增加对将来走势判断的难度。在这种多空胶着的情况下,做出明确的投资决策相对困难,即便是做出明确的判断,也可能受到不同观点的碰撞和反驳。这大概就是盘整行情中面临的困境。

新券预测

深高速分离转债: 亮点多多 收益多多

◎国泰君安 成飞

深高速可分离转债将于10月9日发行,下面我们对其进行分析,同时对老股东和机构投资者申购进行价值评估。

考虑到股本权证行权时的稀释效应,可利用股本摊薄条件下的B-S模型为深高速可分离转债的认股权证进行定价。以历史波动率和9月25日的收盘价作为参数,深高速可分离转债中包含的认股权证理论价值为4.42元/份。对于初期的市场价格,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4.42-6.67元/份之间,价值中枢在6元/份。相较于市场上已有的认股权证而言,该权证的单价较低,具有较大的投机价值。

根据每份权证的价值,在票面利率取下限水平1.0%、纯债贴现率取5.8%的情况下,每张可分离转债的价值应在108.07-124.27元/张(对应的权证价值在4.42-6.67元/份),债券价值在74.75元/张,老股东参与申购可分离转债的收益率可能在8.07%至24.27%之间,收益率中枢为19.25%。

结合前几只可分离转债的申购结果,考虑到深高速可分离转债的发行可能与大盘股中石油相冲突,按申购资金总量位于400-1400亿元之间分档整理,对应中签率在8%至28%之间,则网上申购收益率分布在0.07%至0.83%之间,收益率中枢在0.12%-0.55%之间。考虑到网下机构投资者申购只需缴纳申购资金的20%作为定金,在放大5倍的杠杆效应下,其收益率在0.35%-4.15%之间。

与已发行的6只可分离转债相比,无论是纯债还是权证,深高速可分离转债都亮点多多,更胜一筹:纯债完全由银行提供担保将有力的降低其信用风险,并增强流动性;较低的转股价格和轻微的价外期权使得其权证价值较低,在目前已有认股权证市价普遍较高的情况下,低单价能较大的提升其投机价值;最低的优先配售比例能保证投资者较高的申购中签率,进而提升投资者的申购中签率。因此,我们认为深高速可分离转债具有较高的投资价值,建议投资者以利率下限1.0%积极参与申购。

上交所固定收益证券平台成交行情(9月26日)

品种	数量	成交均价
国债	10000	100.00
企业债	5000	105.00
可转债	2000	110.00

上证所固定收益证券平台确定报价行情(9月26日)

品种	数量	确定报价
国债	10000	100.00
企业债	5000	105.00
可转债	2000	110.00

美国国债收益率(9月26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	-0.000
3年期	4.50	2010.05.15	4.04	-0.010
5年期	4.125	2012.08.31	4.25	-0.014
10年期	4.750	2017.08.15	4.62	-0.012
30年期	5.000	2037.05.15	4.89	-0.011

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

日期	1美元	1欧元	100日元	1港币
9月26日	7.5089	10.6202	6.5491	0.96684

注:技术指标由北方之星数码技术公司提供