

Document

长期债券走强 国债收益率曲线整体下移

中证债券指数一季度运行分析报告

◎中证指数有限公司

中证指数有限公司于2007年12月17日正式发布了反映银行间和交易所债券市场走势的中证全债及分年期指数,并于2008年1月28日正式发布了中证分类债券指数,自此中证指数公司债券系列指数框架基本形成。该系列指数自发布以来,运行平稳,准确地反映了沪深证券交易所和银行间债券市场价格变动趋势。

截至目前,中证债券指数系列共8条指数,涵盖了银行间和交易所债券市场除央票以外的固定收益债券近80%的债券市值,各条指数从不同的侧面反映了不同特征债券的整体表现。一季度以来,系列指数呈现出普涨格局,尤其以长期债券为甚;样本变化方面金融债、企业债券样本增加较多,长期债、国债权重增长较大;系列指数到期收益率下行,久期变化幅度稳中有升;在加息预期减弱、股市深幅回落的背景下,国债收益率曲线呈现整体下移的态势。

一、系列指数呈现普涨格局,长期债券涨幅最大

截至2008年3月31日,中证全债、中证3债、中证7债、中证10债、中证10+债一季度的涨幅分别为3.23%、1.26%、2.34%、2.19%、6.44%;中证国债、中证金融债、中证企业债的涨幅分别为3.53%、1.85%、5.47%。详见表1、图1、图2。各条指数呈现普涨格局,这与岁末年初债券市场的整体走强是一致的。

以上数据显示,10年期以上债券涨幅最大,1-3年期债券涨幅最小,这与不同期限的债券对利率的敏感性是相一致的。10年期以上债券久期更长,对利率的敏感性更强,但在当时市场预期加息空间有限、加息动能逐步衰减的背景下,期限越长显然安全性越高,所以越受资金的青睐,因此,中证10+债指数的涨幅相比其它期限的指数涨幅也是最大的。分信用类别来看,企业债指数涨幅最大,国债指数次之,金融债指数最小。在今年一季度,新发国债很少,中证国债指数的样本只增加了一只,而一季度又是商业银行资金最为充裕的时期,在资金因素及市场预期利率变动因素的影响下,国债指数涨幅较大。相对来说,金融债指数涨幅偏小,主要缘于市场对政策性银行商业化改革的不确定性及税收因素。企业债指数涨幅较大,其中分离债券的大幅上涨扮演了重要的因素。

同期其它债券指数的表现详见表2,数据显示,上证国债指数一季度涨幅为2.13%,上证全债指数涨幅为4.86%。

表1 中证债券指数表现

指数	2007-12-31		2008-3-31		一季度涨跌幅
	指数	净价	利息及再投资	净价	
中证全债	100	115.45	96.08	120.05	3.32%
中证3债	100	116.36	97.46	119.67	1.26%
中证7债	100	115.26	96.55	119.34	2.34%
中证10债	100	111.77	92.69	120.23	2.19%
中证10+债	100	111.55	90.29	122.59	6.44%
中证国债	100	115.08	96.03	119.75	3.53%
中证金融债	100	116.18	96.85	119.86	1.85%
中证企业债	100	119.64	94.50	126.10	5.47%

注:数据来源于中证指数有限公司,若不标明,后同

表2 各类债券指数一季度指数涨跌幅

中证全债指数	上证国债指数	上证全债指数
3.23%	2.13%	4.86%

注:数据来源于中证指数有限公司和WIND资讯



图1 中证全债及分年期指数走势(06.3-08.3)

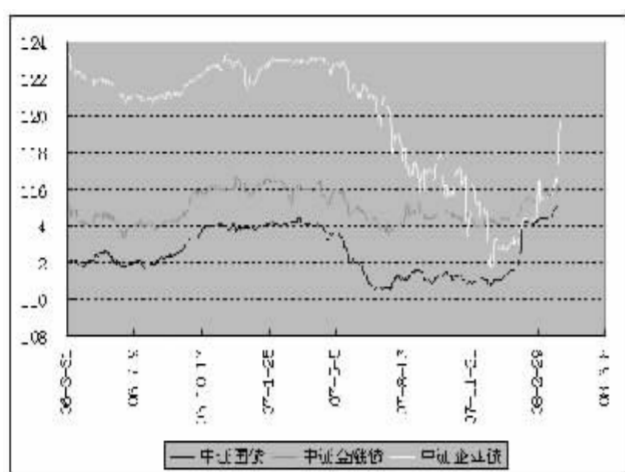


图2 中证分类债券指数走势(06.3-08.3)

二、全债样本中金融债企业债样本增加较多,长期债国债权重增长较大

从样本数量构成来看,一季度中证全债指数的样本个数从发布以来的359只增加至3月份的397只,其中国债、金融债、企业债分别增加1、11、26只。中证7债、中证10债、中证10+债的样本个数分别增加17、19、2只,中证3债样本个数没有变化。可以看出,去年底至今年一季度以来,债券的发行(央票除外)主要以企业债券和金融债券为主,期限以中期居多。详见表3。

表3 中证债券指数样本变化

	07-12	08-01	08-02	08-03	较发布以来增加
中证全债	359	372	389	397	38
中证3债	58	54	56	58	0
中证7债	101	106	111	118	17
中证10债	116	126	135	135	19
中证10+债	84	86	87	86	2
中证国债	--	71	71	72	1
中证金融债	--	101	106	110	11
中证企业债	--	200	212	215	26

从样本权重变化来看,截至2008年3月31日,中证3债、中证7债、中证10债及中证10+债在中证全债指数中的权重分别为21%、28.5%、22.5%、28%,较发布以来分别变化-6.65%、-1.91%、-3.39%、11.95%。中证全债指数中国债、金融债、企业债的权重分别为64.4%、27.4%、8.2%,较发布以来国债权重增加了3.18%,金融债券权重下降了3.49%,企业债券权重略有上升。详见表4、5。

可以看出,一季度以来长期债券的权重增加较多,主要是以国债为主。这主要是因为财政部在2007年12月发行了两只规模较大的特别国债,其中2007年特别国债(七期)发行量为7500亿元,期限为15年,根据中证全债指数规则,这两只债券于2008年1月的第一个交易日纳入样本,故长期债券和国债的权重均出现较大增长。

表4 分年期样本权重变化

	中证全债	中证3债	中证7债	中证10债	中证10+债
样本数量	397	58	118	135	86
市值(万亿)	5.49	1.15	1.57	1.23	1.54
占比		20.99%	28.50%	22.43%	28.08%
变化(较2007-12-17)		-6.65%	-1.91%	-3.39%	11.95%

表5 分类别权重变化

	中证全债	中证国债	中证金融债	中证企业债
样本数量	397	72	110	215
市值(万亿)	5.49	3.53	1.51	0.45
占比		64.38%	27.41%	8.21%
变化(较2007-12-17)		3.18%	-3.49%	0.31%

三、系列指数到期收益率下行,以长期券为最

从各指数到期收益率变化来看,截至2008年3月31日,中证全债、中证3债、中证7债、中证10债、中证10+债的到期收益率分别为4.23%、3.81%、4.11%、4.67%、4.33%,较年初以来分别下跌了28、15、30、12、51个基点。可以看出,长期债券的到期收益率下跌最多,这与这段时间内指数涨幅最大是相一致的。中证国债、中证金融债、中证企业债的到期收益率分别为4.01%、4.44%、5.29%,其中,除中证金融债指数到期收益率略有上升外,国债、企业债指数到期收益率较年初以来分别下跌了38、61个基点,这与指数的涨跌情况是相一致的。详见图3、4。

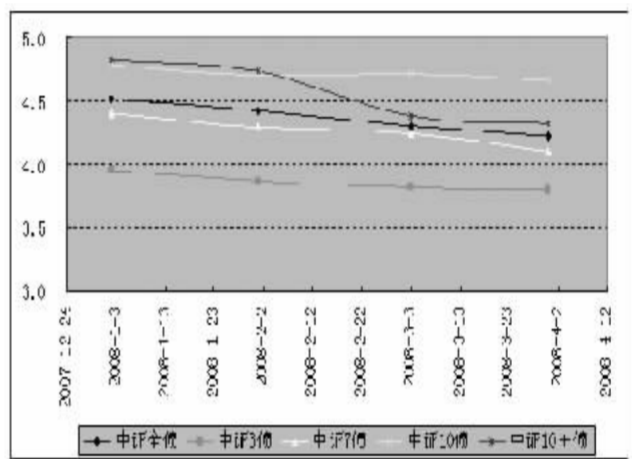


图3 中证全债及分年期指数到期收益率(2008.1-2008.3)

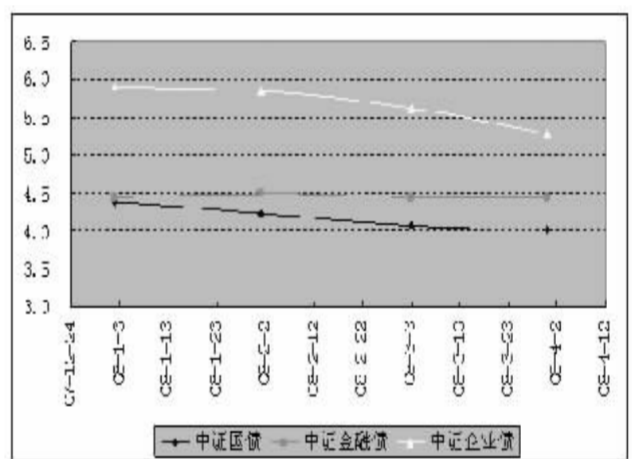


图4 中证分类债券指数到期收益率(2008.1-2008.3)

四、久期变化幅度稳中有升,长期债券相对较大

从各指数的久期变化来看,截至2008年3月31日,中证全债、中证3债、中证7债、中证10债、中证10+债的久期分别为6.49、1.72、4.38、7.62、11.29,除中证3债指数外,其余指数较年初以来分别上升0.19、0.1、0.26、0.51、1.3,中证10+债久期下降0.12。详见图5、6。

可以看出,一季度各指数久期变化幅度整体较为平缓,长期债券指数的久期变化相对较大。具体分析来看,一季度10+债指数样本基本没有发生变化,理论上季度末的久期应该较季度初要小,但由于其价格在一季度涨幅较大,两方面综合作用导致其久期不降反升。3债指数则正好相反,价格涨幅不大,久期略有下降。

中证国债、中证金融债、中证企业债的久期分别为6.92、

5.10、7.79,较年初以来分别上升0.22、0.14、0.32,变化幅度均较为平缓。详见图6。

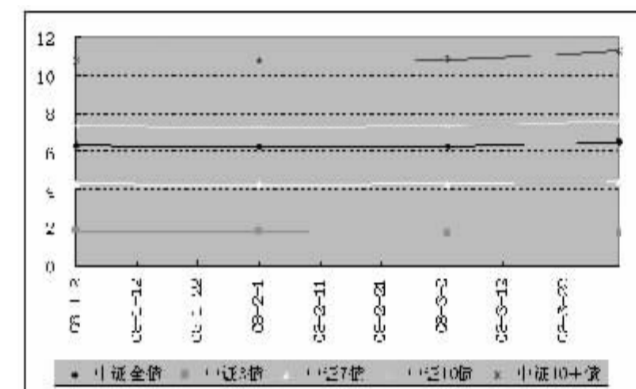


图5 中证全债及分年期指数久期(2008.1-2008.3)

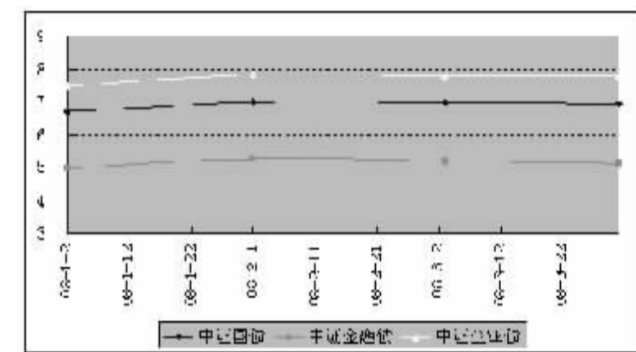


图6 中证分类债券指数久期(2008.1-2008.3)

五、加息预期减弱、股市深幅回落,国债收益率曲线整体下移

图7为2008年一季度初和季度末中证国债到期收益率曲线,图中细实线、粗实线分别为季初、末到期收益率曲线,波浪虚线为两者在各期限上的利差。

从图中可以看出,季度末的国债收益率曲线整体位于季初之下,类似于向下作了一个平移,一季度末曲线在长端变得更为平缓。从不同期限品种下移幅度看(图中波浪虚线),国债收益差表现为“波浪型上升”的特点,总体表现为期限越长收益率差越大。

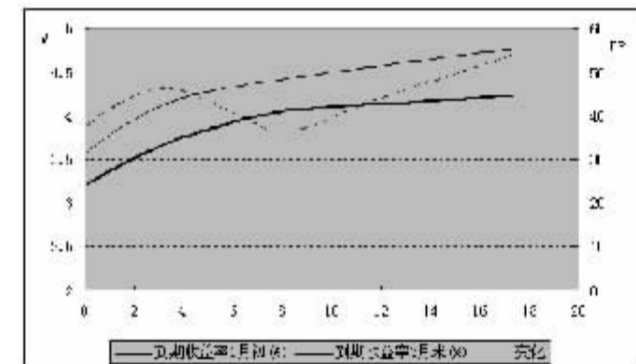


图7 中证国债收益率曲线(2008年一季度初、末)

具体数据来看,中证国债收益率曲线整体下移44个基点,收益率最小差幅发生在8年期限,为37个基点,最大差幅发生在17年期限(估计曲线样本的最大剩余期限),为54个基点。同期中证国债指数上涨3.99点,涨幅3.53%。

显然,市场对加息预期的减弱以及股市的深幅下跌是造成国债收益率曲线整体下移的本质原因。一季度以来虽然CPI屡创新高,1月CPI指数为7.1%,2月CPI指数为8.7%,创下11年来新高,但央行并未加息,只采取了提高一次存款准备金率的方式。政府明确表示今年CPI指数4.8%的调控目标没有改变,目前重在稳定老百姓对物价变动的预期,且央行在两会以后对利率调控的言论也更加谨慎,同时通过再度上调存款准备金率作出了新的调控措施;另外,美国为缓解次贷危机连续大幅降息,这些宏观因素的综合作用使得市场对央行加息的预期大为减弱,从而对债券面临的利率风险也更为乐观。此外,股市的大幅回落也使得一部分资金离场,今年一季度,上证综合指数下跌了34%,沪深300指数下跌29%,部分资金转向了风险更低的债券市场,在资金因素的推动下也使得国债收益率回落较多。

美国证券争议解决制度研究

(上接封十三)

(二)立法需求

1.立法层次

行政和解制度作为整个行政法律制度的一环,需要与行政其他制度(如行政程序制度、行政处罚制度、行政复议制度、行政诉讼制度等)衔接,避免法律冲突,故需解决行政和解是否符合一般行政程序、是否要纳入行政处罚范畴、能否申请行政复议或提起行政诉讼等问题。就证券行政法中引入和解制度而言,解决办法有三:一是制订《行政程序法》,由该法对行政和解(或行政合同)作出一般规定,再以行政法规或者监管机构部门规章作出具体规定;二是修改《证券法》,以特别法的形式,确立证券行政和解制度,辅之以监管机构部门规章;三是由国务院制订《证券行政法和解办法》(或参照台湾立法例,制定《金融行政法和解办法》),或者监管机构制订部门规章报国务院批准,但均仅作应急之用,根本解决之道还在于尽快启动《行政程序法》的制订或者《证券法》的修订。

2.和解适用条件与限制

考虑到和解对我国证券市场而言是一项新制度,一开始的时候宜积极稳妥、谨慎推行。可规定,在案件已进入行政调查程序且尚未作出行政处罚决定前,相对人可申请和解。和解适用于以下情形:1、涉嫌违法行为事实难以查清或者调查成本巨大的;2、涉嫌违法行为查处依据不明确的;3、涉嫌违法行为

事实清楚,查处依据充分,但情节较轻的(如初犯、过失犯法等);4、涉嫌违法行为人积极配合监管机构调查或者主动赔偿投资者损失的。

同时,可规定以下情形不适用和解:1、涉嫌违法行为情节严重的(如可能构成刑事犯罪、受害人众多、损失金额巨大等);2、涉嫌违法行为人多次违法违规的;3、涉嫌违法行为人拒不配合监管机构调查的。

3.和解程序

和解程序的设计应保障公正,防止行政权力滥用,并提高工作效率。和解基本程序如下:(1)证监会进行行政调查并作出行政处罚初步决定通知书。通知书中载明初步调查结果和拟采取的行政处罚措施。(2)相对人向证监会提出和解申请,证监会决定是否接受其申请。(3)证监会审查和解申请中的和解建议,与相对人协商和解方案,并就初步达成的和解方案征求相关投资者意见(投资者意见作为监管机构考量的因素之一,但不具约束力)。(4)双方达成和解协议。在对行政处罚的申诉程序中,证监会也可与相对人达成和解。和解具体协商由证监会行政处罚委员会指定专人进行,和解协议须经行政处罚委员会初审通过,报证监会主席办公会批准后签署;应严格控制和解的时限,避免久拖不决。

在和解程序中,对于涉嫌违法行为事实难以查清或者调查成本巨大的情形,如果监管机构发现新事实、新证据,可

以撤回或变更和解要约,或者终止和解协商程序、依法继续调查。

4.和解协议

在和解协议中,监管机构可要求相对人支付一定罚款(以此作为和解协议生效条件之一)、承诺完善业务运作、向监管机构提供所有证据、放弃请求司法救济及就罚款寻求其他补偿(保险赔偿、税款抵扣)等权利,相对人可要求监管机构终止对其进一步的行政查处程序以及确认其既不承认也不否认行为违法、不纳入不良从业记录等。

和解协议一经签署,即具有法律约束力。相对人不履行的,监管机构可依法申请强制执行;或者解除协议,依法继续调查,并可拒绝相对人再次就此提出和解申请。

5.和解协议是否纳入行政复议或司法审查范围?

鉴于和解制度的一大魅力就在于其快捷高效,故和解原则上不受行政复议或司法审查,除非程序违法。但这并不排除司法机关就相对人的刑事犯罪进行追究以及投资者作为受害人向相对人主张民事赔偿。

6、投资者能否根据和解协议的内容按照有关司法解释提起民事诉讼?

为鼓励相对人与监管机构合作,可规定行政和解协议不构

成投资者提起民事诉讼或相对人承担民事责任的基础。建议修订现行有关司法解释,取消以行政处罚作为提起民事诉讼的前置条件。

7.和解情况是否纳入诚信记录(不良记录)管理?

不纳入诚信记录(不良记录)管理,以作为对相对人积极寻求和解的激励。

(三)对社会环境的需求

中国有和解的传统,故和解制度应有其生存的社会土壤。但由于中国社会仍处于转型之中,和解制度要发挥其效用,尚需以下工作予以配合:

一是严格行政执法、刑法司法和民事救济。相对人寻求和解的一大考量因素是成本,惟有加强行政执法、刑法司法和民事救济的力度,发挥这些机制的威慑作用,并增加相对人在这些程序中的成本,其才可能权衡利弊后自主选择行政和解,以达到趋利避害的目的。

二是加强相关部门之间的协调配合。证券监管涉及方方面面,和解制度的推行需要司法机关(公安、检察、法院)、会计管理部门、证券交易所等自律组织、征信管理机构等的配合,形成监管合力。

在此基础上,监管机构刚柔并济,逐步培育和发展合作共赢的监管理念与市场文化,和解制度的效用就能得到充分发挥。