

Currency·bond

债券指数(5月5日) 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

全债指数行情(5月5日) 指数名称 指数值 涨跌幅(%) 成交量(万手) 修正久期(年) 到期收益率(%)

上海银行间同业拆放利率(5月5日) 期限 品种 利率(BP) 期限 品种 利率(BP)

人民币汇率中间价 5月5日 1美元 1欧元 100日元 1港币

交易所债券收益率(5月5日) 代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

新股群发 节后资金面开始偏紧

◎本报记者 秦媛娜

与节前偏紧、节后转松的通常规律不同,今年的“五一”假期之后,银行间市场的资金面却出现了明显收紧。市场人士认为,正在排队等待发行的多只新股成为引发资金涨价的主要原因。

昨日,中国货币网公布的银行间债市质押式回购成交情况显示,节后两个交易日里,回购加权平均利率先后上。5月4日一度因节后资金大量释放而使得回购利率走低不少,但昨日,转而上行了15.69个基点,达到了2.5970%。

除了资金价格一下一上的鲜明对比,节后两个交易日的回购成交规模也是天壤之别。4日成交金额比前一交易日减少了1353.69亿元,减幅超过一半;但是一日之后,这部分缩减的部分又被悉数找回,昨日的成交量从1070.62亿元增加到2418.39亿元,增加了1347.11亿元。

从期限结构来看,主力品种7天期回购仍然是主力拉升力量,其加权利率涨幅达16.77个基点,虽然最低时达到2.0%,但盘中最高也曾冲至3.4678%。

从今日开始,将有塔牌集团等多只股票开始发行,到5月14日,短短一周多时间里确定将有9只新股展开申购。虽然其中多数规模并不算大,但累计效应仍不可忽视。

虽然新股发行对于资金面仅产生阶段性影响,但是对于中长期资金面的判断,似乎也并不十分乐观。

近日中行发布的报告指出,虽然长期以来市场资金面并没有成为市场所担忧的问题,但是随着人民币升值预期阶段性弱化,外部资金流入造成的流动性充裕局面有所缓解,市场的资金供需问题也可能会在今后一段时期内成为矛盾焦点,对债券价格走势产生负面影响。



利率上涨压力来自何方?

◎特约撰稿 大力

由于5月4日不少金融机构还在假期之中,银行间市场直到昨日才开始真正恢复活跃的交易。昨日市场延续了4月30日的紧张气氛,回购市场始终供不应求。隔夜回购前一交易日上扬的7个BP,7天回购大涨17个BP,14天回购也上扬了10个BP。

债券市场也不能幸免,昨日3个月内的短债抛盘如涌。至收盘时,1个月出头的央票收益率竟然再度上攀到3.45%的水平。1年央票频繁出现超过发行利率的成交,3年央票价格也回落到面

值附近。长期国债的收益率在节前被逐步推高之后,昨日也是买盘寥寥,双边价差拉得更大。

不少投资者相信债券市场出现的收益率上扬和二季度央行可能再度加息的预期有关。虽然普遍预期4月份的CPI将会较3月份有所回落,但是最低的预测值也在8.10%左右。加之粮食价格大幅上扬的问题已经波及全球,投资者相信二季度CPI大幅度回落的可能性并不大。因此,央行在二季度再度加息的可能性不能排除。

但是我们相信导致节后市场紧张的最直接原因,还是资金面的问题。长假前大行提高备付导致供

给不足尚可以理解,但是长假之后大行仍然资金紧张就不能用长假因素来解释了。我们相信在存款准备金率提高到16%之后,整个银行间市场的资金供求关系正在发生微妙的变化。而近期一连串的小股票发行,更是在原本就比较吃紧的资金市场火上浇油,进而波及了债券市场的行情。昨日不少很诱人的卖盘出现后,不少买盘无奈地表示心有余而力不足了。

如果只是因为加息预期,那么银行间市场时常会在预期的变化中起伏。但是如果资金面出现了长期性的变化,那么问题真的就比较大。

市场观察

物以稀为贵 30年期国债利率料4.3%

◎兴业银行资金营运中心 徐寒飞

5月7日,财政部将招标发行2002年以来的第三只30年期国债。

有两个重要原因使得对本期30年期国债的定价具备一定的难度:一是30年期为目前为止最长期限债券,没有可比债券以根据相对价值来进行定价;二是30年期国债的投资者基本上都是买入持有,流动性缺乏使得无法使用二级市场价格来进行定价。

尽管难于精确对30年期国债进行定价,但是对于债券投资专业机构来说,至少需要对影响30年期国债利率水平的主要因素进行分析以及估计出“均衡”价格的范围。

——供需不均使得30年期国债“物以稀为贵”。从截至3月份的数据来看,10年以下国债占比达到65%,30年期只占国债托管量的1.2%。从债券市场的投资者来看(扣除央行持有的国债),商业银行持有超过70%的债券,保险公司则持有8.9%的债券,金额超过10000亿元,其中国债接近3000亿元。结合上述30年期国债的占比数据来看,保险公司中所持有的长期国债数量明显不足。

保险公司特别是寿险公司的大部分负债久期一般都超过10年,稳定的投资回报是保险公司稳健持续经营的基础,因此长期债券特别是长期国债应该是保险公司用来进行资产负债久期匹配的首要 and 主要工具。

不妨做一个简单的测算:2008年1-3月份,寿险公司保费收入达到2300亿元,如果新增负债80%需要久期匹配,需要净购买1840亿元长期债券;而截至1-3月份包括金融债、国债在内的7年期以上债券仅发行了2000亿元,按照商业银行持有债券比例70%来折算,仅有600亿元债券额度供保险公司购买,国债供需缺口非常大。

另外,从供给方面来看,财政部发行30年期国债的主要目的可能是为了完善国债收益率曲线,发行频率估计为1年一次,每次发行量预计不超过300亿元。

最后,考虑到今年国债发行量下降,股市波动加大除了使得股票资本利得下降以外,基金分红也可能大幅下降,提高了国债的免税价值,国债供需缺口可能高于往年,保险公司进行久期匹配的需求较大,因此预计本期30年期国债可能会“物以稀为贵”。

——长期国债利率应与实体经济长期均衡值相一致。30年期国债利率的均衡水平应该与投资者预期的经济长期平均增长率 实际利率和通胀水平相适应,短期内可能受到风险溢价、央行货币政策以及投资者行为等影响。这里我们从经济层面来看30年期利率的均衡水平应该在什么一个范围。

1997年美国开始发行通胀指数国债(TIPs),美联储可以根据TIPs的价格和一般国债的利差来观

测市场对未来通胀的预期,可以得到比采用调查方法更为有效和准确的通胀预期数据。

对于中国债券市场,由于没有通胀指数债券,无法直接得到长期实际利率和通胀预期值,但是利用卡卡(1978年)模型粗略估算:中国实际利率水平为1%左右,如果我们预期长期通胀水平为4%,那么30年期国债的利率水平上限在5%左右。

债券和股票之间的替代性使得长期利率存在边界约束。在中国资本市场上,能够与30年长期国债存在一定替代性的资产为股票,因为股票可以看作一无期限“债券”;假定PE值为20,全部盈利保持不变,分红率为100%,那么可以知道该股票的隐含回报率为5%。如果长期债券回报率为4%,意味着投资者对股票中隐含的“风险”定价为1%。

如果取中国股票市场的上证50指数以及10年期国债利率水平,同样可以得到中国资本市场“风险溢价”度量。从2005年以来的数据来看,当前的风险溢价水平为-1%,而平均的风险溢价为0.5%。长期来看,“风险溢价”必然会回到平均水平附近,至少会收窄,除非企业盈利大幅下降,使得PE下降,否则股价将下跌使得股票“隐含”的回报率上升1.5%。

如果收益不变,长期债券利率保持目前的水平不变,那么股票价格将下跌30%才能使得“风险溢价”上升到0.5%;

如果PE保持不变,那么长期债券利率将下降到2.50%的水平,如果30-10利差不变,那么30年期国债利率水平下限水平为2.80%。

如果股票股价不变,长期债券利率水平不变,那么盈利需要至少增长50%。

当然,股票价格、企业盈利、债券利率也可能同时进行调整以使得“风险溢价”位于合理的水平。

——收益率曲线长期平坦化程度决定了30-10年间利差为25bp左右。从收益率曲线形态来看,前端都比较平坦。从美国20年的数据来看,30年期利率和10年期的利率的利差变化平均水平为1.3bp/年,按照这个利差来计算:目前中国10年期国债利率水平为4.08%,那么30年期国债利率水平应该为4.34%(根据中债收益率曲线最新数据,30年期国债利率实际值为4.36%)。

另外,从实际发行的国债招标利率数据来看,2007年5月17日发行的30年期国债利率为4.27%,而6月25日发行的10年期国债利率为4.4%,考虑到5月19日央行加息一次,因此两者之间的利差在25bp左右为合理的水平。

综合以上分析,30年期国债利率水平可能会低于当前水平,预计加权中标利率为4.3%,配置型机构可以在4.28%-4.33%区间投标,交易型机构可以在边际报价4.34%-4.39%附近投标。

银行间债券收益率(5月5日)

代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

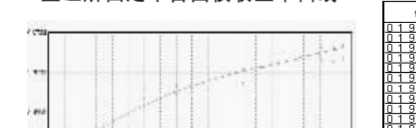
交易所债券收益率(5月5日)

代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

上证所固定收益证券平台成交行情(5月5日)

代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

上证所固定平台国债收益率曲线



交易所回购行情(5月5日)

代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

银行间回购行情(5月5日)

名称 最新收益率 收益率差 利率水平

上证所固定收益证券平台确定报价行情(5月5日)

代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

上证所固定收益证券平台确定报价行情(5月5日)

代码 名称 最新收益率 收益率差 利率水平

市场快讯

央票发行再现缩量

◎本报记者 丰和

今天央行将在公开市场发行330亿元一年期央票,比上周同期减少190亿元,为今年2月以来的最低单周发行量。

由于本周新股再现密集发行,央行再次减弱了资金回笼力度。本周到期释放的资金量比上周减少三分之一,其中,到期的央票量为150亿元,正回购量为650亿元。

人民币继续小幅下跌

◎本报记者 秦媛娜

“五一”假期之后,人民币汇率继续小幅下跌,昨日的跌幅为14个基点,中间价报于7.0016。

假期之前的最后一个交易日,人民币汇率的跌幅为104个基点,以7.0002的中间价再次跌破7元关口,昨日的继续下行使其回到了4月中下旬的水平。中间价显示,人民币汇率今年以来的累计升值幅度为4.33%,汇改以来累计升幅为15.83%。

沈阳化工九龍电力发短融

◎本报记者 秦媛娜

沈阳化工股份有限公司及重庆九龍电力股份有限公司将分别发行一只短期融资券,规模总计9亿元。

沈阳化工短融券发行规模5亿元,5月12日发行。九龍电力短融券发行日为5月8日,规模4亿元。两只短融券期限均为365天。

上证所债市周评

◎特约撰稿 雨泽

上周共3个交易日。上周五上证国债指数收于113.19点,与前周几乎持平。上周国债现券成交27.59亿元,较前周减少59.73%。其中02国债(0)、99国债(8)、21国债(2)现券成交量居前。

上周国债回购成交210.57亿元,较前周缩减51.86%。各回购期限中成交最为活跃的是1天和7天回购。1天国债回购成交148.78亿元,回购利率周盘中最高5.22%,最低1.25%。7天国债回购成交61.79亿元,回购利率周盘中最高4.97%,最低1.2%。

上周08国债05在固定收益平台挂牌交易。上周上证所固定收益平台共成交5.25亿元,其中确定报价成交2.10亿元,询价成交0.10亿元,交易商与客户成交3.05亿元。截至上周五收盘,基准国债1年期07国债16最优买报价99.945元,2年期07国债16最优买报价100.360元,3年期07国债20最优买报价99.982元,价差10个BP;1年期07国债20最优买报价99.900元,价差7个BP;3年期08国债04最优买报价99.720元,价差7个BP;7年期07国债14最优买报价99.900元,价差7个BP;7年期07国债14最优买报价100.200元,价差9个BP;7年期07国债18最优买报价102.221元,最优买报价102.800元,价差10个BP;7年期08国债01最优买报价99.850元,最优买报价100.437元,价差10个BP。

一周汇市

欧洲成关注焦点 美元料延续涨势

◎建行总行 刘汉涛

美元在过去一个月中写下了近年来最强表现,本周预计延续涨势,因有迹象表明美联储在连续七个月的激进降息后暂时收手。此前,这些降息举措曾将美元拉低至纪录低位。

美元兑欧元亦将受到鼓舞,因市场预计欧元区发布的一系列疲弱数据将促使欧洲央行(ECB)很快软化其强硬措辞,并将逐渐暗示最终会上调降息之路。这与美国的状况形成了对比。即将公布的经济数据可能会令美元在盘中时段有所波动,但预计不会改变其近期的整体走势。

本周欧洲将成为投资者的关注焦点,因欧洲央行和英国央行将分别举行会议。在全球股市上涨和信贷危机忧虑减轻之际,美国经济衰弱正在蔓延的迹象可能将轻易打击投资者的乐观情绪。欧盟委员会在上周公布的半年度经济预测中,调降了欧元区15国的经济成长率预估,各种已公布经济数据均较弱。

在这样的情况下,投资者将密切关注欧洲央行周四的会议,经济是否放缓的迹象开始令决策者感到忧虑。市场普遍预计欧洲央行将维持利率于4.0%不变。但市场预计,经济放缓将迫使欧洲央行在今年下半年降息两次,每次降息幅度为25个基点,12月前利率将降至3.50%。欧洲央行总裁特里谢在利率决定公布后记者会上的讲话中,将显示是否近期的通胀压力推迟了降息,抑或经济忧虑促使提前降息。措辞的任何改变均将在汇市引发快速明显波动,目前欧元兑美元处于一个半月低点左右,而美元因美联储可能将暂停降息而受到提振。

在努力控制通胀之际,英央行本周亦料将推迟降息。目前英国利率为5.0%,但许多分析师预计英央行将在6月降息至4.75%。今年第一季英国经济增长率仅为0.4%,为三年来最低成长速率,低于长期趋势。