

20年国债发行稳定债市人心

◎本报记者 秦媛娜

票面利率被无情拉高，并且引发了债市的一轮深跌行情。

也正是因为对于当时的惨跌状况仍心有余悸，因此一个多月之后，长期国债再度登陆一级市场，自然吸引了高度关注的目光。这种忐忑的心情，随着财政部宣布因为奥运原因而将招标日期由上周五推迟至本周一之后更是被继续发酵。

虽然之前多数研究机构给出的报告认为，本期国债的发行利率可能会保持在4.8%-4.9%区间，但是结果显示，4.94%的明显高于预测。

但是这也并不能证明市场对

于长债的需求就如此疲软，或者机构的投资态度就异常谨慎。有银行交易员表示，在昨日早上招标进行之前，市场中的气氛还偏于悲观，认为需求可能相当有限，而且由于对后市通胀走势判断有分歧，因此招标利率被大幅推高的可能性很大。

而且，由于本期债券的期限很长，对于一般性的机构来说，匹配负债可能会有期限错配的问题，因此只有寿险公司和资金充裕的银行才会有真实需求，在这种寡头垄断的格局下，发行利率被推高的难度并

不大。

但最终的结果显示，4.95%的票面利率对于舒缓招标前一刻紧张的市场气氛还是有一定作用的。某股份制银行交易员表示，最终4.94%的结果是比较合理的，也没有让二级市场上的长债行情出现过于剧烈的波动。

1.54倍的超额认购倍率更是显示，240亿元的发行量甚至不能满足市场的需求，有370.3亿元参与了投标。市场人士普遍认为，保险资金毫无疑问应该是本期国债最终的主要需求，这部分刚性的配置力量是

防止收益率过高的主要原因。

另一方面，对于7月份物价增速将继续下降的判断也对资金的投资行为起到了鼓励效应。昨日公布的PPI增速虽然达到了两位数10%，但是市场认为，这对于CPI的传导能力并不是很强，因为与CPI对应程度更高的生活资料项价格涨幅比上月甚至下降了0.2个百分点，经济减速也意味着下游提价能力和空间受到挤压。市场预测，今日公布的CPI增速或为6.5%，降至7%以下，物价增速下降的趋势继续，这也给利率市场起到了舒缓压力的作用。

连跌9日 人民币跌穿6.86

◎本报记者 秦媛娜

第9个交易日，人民币汇率继续下跌，中间价跌穿了6.86关口，报于6.8638。

从7月30日开始，人民币汇率启动这一轮跌势的序幕，便一路走低未作喘息，目前兑美元的中间价累计下行433个基点。中间价的定位又给市场带来了巨大的“恐慌”效应，令做多美元的气氛更加浓郁。昨日，海关总署公布的数据显示7月份中国外贸顺差规模达252.8亿美元高于预期，也未能帮助人民币汇率有所表现，交易员认为，今年前7个月，贸易顺差累计1237.2亿美元，较去年同期是下降了9.6%，并未能给人民币汇率提供太多支撑。

人民币短期内 升值速度或放缓

◎本报记者 金革革

截至8月11日，人民币对美元汇率已经连续9个交易日回落。上投摩根认为，在目前经济增长放缓，通货膨胀率触顶回落的情况下，短期内汇率升值速度或有放缓可能。

人民币升值对于股市影响可以从资金面和基本面两方面来解读。一方面，国际资金总是趋于流向有升值潜力的地区，但具体是留在银行系统还是进入股市或债市是不确定的，期间结构性的流动反而有可能会加剧股市的振荡。另一方面，从企业盈利的层面来看，人民币升值会加快利空出口，譬如一些航空企业在进口航空油或者归还美元贷款的过程中受益，而出口导向型的企业在国际市场上的价格竞争力会有所削弱，出口结构性调整会有所加快。从我国上半年出口数据可以看出，上半年我国出口的结构性调整明显加快，机电产业、电动机及发动机、高新技术产业的出口维持强劲，纺织服装等劳动密集型产业出口明显受阻。人民币汇率中长期升值的市场基础固然存在，但是在目前经济增长放缓，通货膨胀率触顶回落，若继续加快人民币升值速度，短期内会对经济产生一系列负面影响，因此短期内人民币升值速度或有放缓可能。

SHIBOR利率基准何去何从

◎王树同

7月份以来，3MSHIBOR利率终于结束了保持半年之久的4.49%的水平，开始向下调整，到目前为止已经下跌18个基点，其间虽然有所反复，但是整体呈下跌态势。应该说此番向下调整的原因是多方面的，管理层和市场因素兼而有之。

从资金流动方向看，一段时间内主要国有大商业银行成为市场上的资金借入方，作为报价行的大行如果低报SHIBOR，则可以降低融资成本。这和上半年大部分时间城商行和外资银行是银行间市场资金净融入方，而3MSHIBOR一直保持在4.49%的水平，形成明显对照。这表明在目前的报价制度安排下，资金融入格局的变化对SHIBOR利率波动产生影响，同时从侧面反映出SHIBOR利率基准的定位问题。

目前SHIBOR利率体系已正式运行超过一年半，但从目前几个子市场中SHIBOR的表现来看，其基准性仍然有待进一步提高。

3个月央行票据可以作为SHIBOR的定价参考基准，市场普遍认同的方式是用3月央票利率+信用利差+流动性利差”来对3MSHIBOR定价。假定通过SHIBOR融入资金者都是信用资质的一流大行，则其信用风险与市场上最优质央企所发行短融的信用利差差别不大，当前市场上3个月AAA级短融与央票信用利差约在45bp左右。在拆借市场上，中长端的拆借成交清淡，因此对SHIBOR利率也要加上一定的流动性利差，如果假定该利差为20-30bp，则3个月SHIBOR报价应当在4.10%-4.20%左右，比2007年12月份到2008年6月底所维持的4.49%高出近30个基点，MSHIBOR的报价水平，利差收益率不断缩窄甚至为负，说明了和相同期限的固息金融债比，SHIBOR浮息债应该在



仍然存在一定差距。

2007年以来多家金融机构发行了与SHIBOR挂钩的浮息债券。市场间讨论SHIBOR浮息债存在两方面的问题。一方面对于报价行而言，尤其是那些认购了浮息债的报价行，在报价时将更多关注银行的相关SHIBOR债券资产，为了提高收益率而有动力将3MSHIBOR价格抬高。而另一方面，政策性银行是金融债的主要发债机构，由于没有报价权，不能对SHIBOR价格产生影响。正是由于这种原因，随着3MSHIBOR持续维持在高位，SHIBOR浮息债的发行也曾一度陷入尴尬境地。

3MSHIBOR高估在浮息债券二级市场上也可得到验证。2008年7月份与3MSHIBOR挂钩的短期浮息债，包括半年期和1年期浮息债的利差收益率均为负。浮息债收益率可参照相同期限的固息金融债收益率水平，利差收益率不断缩窄甚至为负，说明了和相同期限的固息金融债比，SHIBOR浮息债应该在

3MSHIBOR基础上减点，才能达到市场可接受的水平。

由于部分外资银行缺乏人民币资金头寸，上半年一些外资银行对3个月拆借资金的需求较大，因为其融资的主要目的是放贷，因此也倾向于选择稳定性更强的3M SHIBOR，降低资产负债久期错配的风险。而目前3M贷款利率较高，达到6.57%，对融入成本即3MSHIBOR的拆出价格又起到了支撑作用，其长期维持在4.49%的水平又是可以接受的。

SHIBOR的基准性对衍生品交易有非常明显的影响。从2007年年底到2008年4月末，3MSHIBOR一直维持在4.49%的水平，几乎成为固定利率，导致以其为基础的利率互换交易的活跃程度下降。由于SHIBOR走势不能反映市场预期，交易员很难判断交易的方向。

从2007年11月以来，1-5年期的互换价格越来越接近，表明SHIBOR曲线预测未来利率走势的功能下降，不能从曲线上得到未来

SHIBOR价格相对准确的发展方向，并以此为参照进行交易。

造成这样状况的原因，正是在于SHIBOR在上述几个子市场中并非一致的表现，使3MSHIBOR在一定程度上迷失了方向，但同时又能在不同的子市场利率中找到支撑，因此呈现出一定刚性。

在当前的市场环境下，提高SHIBOR的基准性，首先应该充分发挥SHIBOR在货币市场上的功能，并在此基础上，通过发行更多与SHIBOR挂钩的金融资产，包括债券和大额可转让存单等，进一步完善其在债券市场和信贷市场的影响和作用，使各个利率之间的相关性不断增强，在套利机制发挥作用的情况下，使以SHIBOR为基准的资产和交易之间的相互替代性提高，实现SHIBOR利率体系的完善，进一步推动我国利率市场化进程。

(作者单位：交通银行总行金融市场部)

资金面趋稳 互换曲线或将小幅下行

◎中信银行 官佳莹

随着中国南车IPO的结束，上周银行间货币市场资金面迅速缓解，七天回购定盘利率周五下行至3.17%，周均值为3.6015%。上周，互

换成交量明显下行，互换曲线维持整理态势，周四小幅下行5-8bp左右。

上周SHIBOR 3M继续小幅下行，周五收到4.3152%，周均值下行约2bp至4.3309%。互换交易很清淡，成交期限集中在6个月，成交利

率较前周小幅下行3bp左右。本周SHIBOR 3M为基准的互换曲线或延续小幅下行态势。

上周SHIBOR O/N维持在2.78%左右盘整，周均值为2.788%。互换交易清淡。

债券指数(8月11日)

中国债券总指数	上证国债指数	银行间国债总指数	上证企债指数
116,000	113,669	116,977	118,310
-0.24%	-0.04%	-0.26%	-0.21%

上海银行间同业拆放利率(8月11日)

期限	Shibor(%)	质押(%P)	期限	Shibor(%)	质押(BP)
O/N	2.7521	▼ 3.16	3M	4.3261	▲ 1.09
1W	3.1493	▼ 1.71	6M	4.5765	▲ 0.05
2W	3.348	▼ 4.01	9M	4.6449	▼ 0.02
1M	3.3615	▲ 1.48	1Y	4.7065	▼ 0.01

人民币汇率中间价

8月11日	1美元	1欧元	100日元	1港币
	6.8638	10.2648	6.2449	0.87852

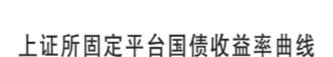
全债指数行情(8月11日)

指数名称	指数涨跌	成交量(万手)	修正久期	到期收益(%)
中证全债	115.00	0.02	1450135.00	6.11
中证国债	115.00	0.00	54100.00	4.16
中证10年	115.60	0.00	16007.50	4.15
中证10年	112.87	0.05	16553.10	4.74
中证10年	107.75	0.00	3160.50	4.805
中证国债	114.21	0.00	205115.70	6.60
中证国债	116.92	0.04	686400.00	4.98
中证企业债	118.15	0.05	588620.20	5.68

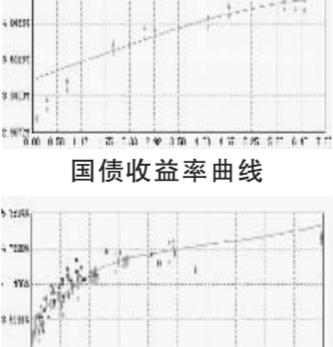
交易所回购行情(8月11日)

品种	买入	卖出	买入	卖出	买入	卖出
2004年1月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2004年6月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2004年12月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2005年6月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2005年12月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2006年6月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2006年12月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2007年6月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2007年12月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2008年6月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
2008年12月	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600

上证所固定平台国债收益率曲线



国债收益率曲线



国债收益率曲线