

Currency·bond

发行期望落空 3年期央票“只闻楼梯响”

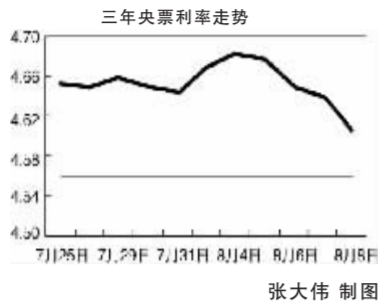
◎本报记者 秦媛娜

市场没有等来3年期央票的“复活”，今日仍然是3个月和6个月央票在公开市场操作中露脸，这让那些对3年期央票有着强烈需求、或者盼着发行消息公布后趁收益率继续下行来赚一笔的央票持有机构着实有些失望。

不少投资者又将希望放在了下一周，但是也有分析人士认为，在1年期央票足以承担流动性对冲任务的情况下，3年期央票的“复出”也许不会如市场想像般来得那么早。

期望落空

不发的确是挺奇怪的。”这一评价或许代表了多数市场成员的疑惑。



张大伟 制图

今日央行继续启用3个月和6个月的央票作为公开市场操作的主角，3年期央票则连续第7周缺席。

这种疑惑，主要来自对央行“无视”市场旺盛需求的不解。以央票在二级市场的活跃成交为证据，这种暖意从一周之前就开始显露端倪。中债收益率曲线显示，在不断涌现的需

求推动下，3年期央票的收益率已经从8月5日的4.678%被连续打低到了昨日的4.5621%，这与之之前3年期央票固守了半年多的发行利率4.56%已经几乎持平。

当初3年期央票停发，二级市场利率比一级市场高出不少，导致投资者投资意愿冷淡是一个重要原因。现在一二级市场利率开始接轨，投资者也因此把3年期央票的复出视作理所当然。

有不少人早就在收3年期央票了，“某城商行交易员表示，如果央行重启3年期央票发行，供给增加，必然会提高其流动性，从而使得价值提升、利率下降，那么在这一波段中将可获得可观收益。

当然，更多期望3年期央票重启发行的，还是那些刚性的配置需求”，某国有大行交易员表示。在中国

南年的大盘股发行给市场带来的干扰波过去之后，资金面重新恢复宽松，1-3年期的中短期品种成为投资热点，因此很多资金正在等待着3年期央票的供给。

变数仍在

虽然本周的期望落空，但更多的投资者又将希望寄托到了下一个周四。国泰君安证券分析师林朝晖认为，因为准备金率工具继续上调的空间有限，而政策操作上还需要3年期央票来发挥对冲作用，因此只要需求上去了，恢复发行是随时可期待的。”

相信没有比银行对于3年期央票更加期待的了，虽然1年期、3个月和6个月央票都在本周发行量迅速膨胀，部分满足了银行的资金配置需

求，但银行肯定还希望有更高的收益率，”某股份制银行交易员表示，3年期品种的利率无疑是有吸引力的。但是换位站在央行的立场，更长期的央票发行意味着更高的发行成本，3年期成本并不是优选。

并且，进行流动性管理才是公开市场操作的首要任务，”某股份制银行交易员指出，央票发行的目的本来就不单纯是为了满足银行的投资需求，没有必要为了“迎合”市场而发行。

兴业银行资金营运中心分析师徐寒飞认为，未来一个月内3年期央票重新发行的可能性都不会很大。期望落空之后，二级市场上央票的利率会如何变化？他认为，也许会以稳定为主。短期风险不大，但是明显溢价空间不大。”另外一位银行交易员给出了相同的预测。

人民币汇率止跌反弹

◎本报记者 秦媛娜

经过10连阴之后，人民币汇率终于在昨日重新抬起了升势，单日反弹31个基点，中间价报于6.8628。

从7月30日以来，人民币汇率经历了连续10个交易日的连续下跌，成为汇改以来的最长跌幅，昨日虽然涨幅并不大，但是终于打破了沉闷的走势。交易员表示，美元在国际汇市兑主要货币涨跌互现，没有延续强劲升势，因此人民币也告别了兑美元的连续下挫。

1年期金融债 发行票面利率4.08%

◎本报记者 秦媛娜

13日，农业发展银行在银行间债市发行的一只1年期固定利率金融债票面利率最终定为4.08%，获得资金积极认购，最终的发行总额为150亿元。

本期金融债的热度成为周二3年期期进出口行金融债受捧盛况的延续，交易员指出，发行人“投市场所好”，因为1-3年期债券恰好是近期市场比较青睐的投资品种。从认购资金规模来看，本期债券的超额认购倍率达2.834倍，也是较高的水平。

晋煤集团14日开始 发行20亿元债券

◎本报记者 秦媛娜

14日，山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司将开始发行20亿元债券，发行至8月20日结束。

本期债券由国泰君安证券作为主承销商，分为5年和7年两个品种，规模分别为12和8亿元，票面利率为6.30%和6.70%。债券由山西晋煤集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任担保，经联合资信评估有限公司综合评定，发行人的主体信用评级为AA+，本期债券的信用评级为AA+。

市场需求与央行供给的矛盾难消

3年央票停发状态短期内将持续

◎兴业银行 徐寒飞

尽管目前的债券市场氛围和央行继续紧缩政策形成了央行重启3年央票发行的有利条件，但是我们认为，站在央行的立场上考虑，3年期央票发行继续中断有两方面的考虑，一是对冲流动性的成本，一是1年期央票回收流动性的有效性和持续性，预计3年央票停发的状态在未来1个月内将难以改变。

近期1-3年金债和央票走强，一方面反映了机构对该期限内债券的强烈偏好，另一方面也为央行发行央票回收流动性提供了很好的市场环境。有两个方面的理由支持3年期央票重发：

首先，经过信贷额度微调之后，有市场机构预期紧缩政策可能会出现变化，但从本周二1年期央票发行量大幅上升来看，央行仍然有对冲流动性的需求，以达到货币供应量目标，紧缩政策仍将持续。而与法定准备金率上调相比，发行央票对冲流动性更为市场化和灵活，更符合不同金融机构的需求，对金融机构流动性的影响也更为温和，因此，央票发行可能在后期作为央行执行紧缩货币政策的主要工具。

此外，从市场的角度来看，机构谨慎债券投资行为构成了对1-3年期金融债和央票需求的基础。7月份国内通胀水平继续回落至6.3%，而PPI则创出了10年新高，PPI是否向CPI传导并没有定论，而国际大宗商品价格回落反而增加国内价格体系改革的可能性。

因此，机构仍保持对未来通胀水平的担忧，这种谨慎心态由长期流动性影响可见一斑：8月11日20年期国债招标结果为4.95%，边际达到5.0%，也创下了近10年国债利率新高。因此，包括商业银行在内的债券主要投资者，都采取防御型组合，缩短久期，1-3年由于相对价值较高，因此受到青睐。



中国人民银行

在目前债券市场上，以滚动发行的国债和央票流动性最好，而央票的票面利率要远高于同期限国债，因此选择1-3年金债和央票成为避险资金的最佳选择。

但是，站在央行的角度上来考虑，并没有必要采用更长期限的央票来冻结流动性。一方面考虑利息费用，自从2002年央行开始大量发行央票以对冲流动性以来，目前央票存量已经超过4万亿。巨大的央票存量支付的利息将重新形成基础货币，央行可能不得不发行更大量的央票来对

冲，这就是所谓的“滚雪球”效应。而1年期央票利率要比3年期央票低近50bp，利息支付费用要低于3年期央票，在1年期央票需求强劲的市场环境下，以1年期央票作为对冲工具，可以降低央票的长期存量，减轻未来央票利息支付带来的流动性对冲力度。

另一方面，经济已经可能处于下行周期，外部因素对流动性的影响有可能开始减弱，央行长期对冲流动性的需求应该有所下降，因此没有必要采用更长期限的央票来冻结流动性。

■汇市观察台

美元涨势暂歇 利差交易解除

◎中国建设银行 胡箫箫

周三美元指数涨势有所停摆，但仍在75.8-76.3的高位区间内窄幅振荡。周二公布的美国6月贸易赤字意外小于预期，而油价也维持在113美元每桶附近，这令美元维持强势，兑欧元、英镑、澳元等主要

货币仍居于高位，但是受市场部分投资者获利平仓且围绕金融业的忧虑再度升温影响，美元的涨势有所停摆。

非货币种方面，周三受投资者空头回补影响，欧元兑美元小幅上涨0.3%。英镑兑美元亦小幅上涨0.1%，尽管有英镑买盘令英镑暂获

支撑，而英镑能否止跌回升则取决于稍后将公布的英国央行通胀报告及英国就业市场和薪资数据情况。

日元方面，美元兑日元周三下跌逾0.8%，这主要是因为亚洲股市下跌，使得风险厌恶情绪上升，投资者纷纷解除利差交易，令美元兑日

元承压。澳元兑美元周三一度挫跌至0.8613美元的七个月低点，兑日元亦触及四个月低点，这主要是因为黄金、金属和石油价格延续跌势，受有关全球经济放缓会打压对商品需求的影响，更多投资者出脱长期持有的澳元多头，从而令澳元承压。

■每日交易策略

曲线陡峭与扁平的奥秘



◎海天

交易收益率曲线的扁平与陡峭变化趋势，是债券市场中常见的交易策略。观察近两年美国国债收益率曲线陡峭程度变化的过程，也是一个颇有意义的事情。

总体而言，2006年以来10年期国债与1年期国债收益率点差变化也是跌宕起伏，点在2006年初处于120点附近，其后缓慢下移至年底的70点附近；进入2007年后，随着债券市场大幅调整，点差迅速拉大，至年中冲高达到150点以上，下半年在市场情绪缓和后又快速收缩，至年底已收缩到只有55点；2008年上半年点差相对稳定，在40-60点间徘徊，6月份后由于通胀预期再度上升，点差重新拉大至80-90点区域。

在以上观察区间，令笔者较感兴趣的是2008年初以来的行情。因为自2007年底央行将1年期央票中标利率固定在4.06%，使1年期国债收益率2008年以来保持在3.50%-3.60%左右的水平，其间曲线平坦、陡峭的变化，完全由10年期国债收益率变化决定。这就侧面体现了市场交易的各种心态和预期的变化。年初市场对通胀水平预期尚不十分强烈，10年期国债收益率得以在4.0%以内徘徊，随后随着通胀水平节节升高，10年期国债收益率逐步抬高，至6月份达到4.40%以上水平，市场预期逐渐悲观，曲线陡峭程度也达到近期最大程度。随着近3个月通胀水平的缓和，市场心态也得到缓和，收益率曲线终于略有扁平，但总的来看，尚不能得出将大幅扁平的结论。

跌宕起伏的点差变动行情意味着各种交易机会，尽管国内做市机制不足，但仍可以设法构建小规模的曲线交易组合，获得曲线陡峭变化的交易利润。例如，08年初可以抛出一一定量的长期债券（如果资产组合中有长期债券的话），并购买大致相同基点价值的短期债券，持有至年中，进行相反方向的操作，恢复年初的组合结构。通过这一类型交易，组合的整体结构并没有发生什么改变，但组合持有期收益得到一定提高。从这个角度看，组合管理完全可以考虑灵活和积极的策略，通过不断动态调整，提高组合的整体收益。

今日发行 450亿元央行票据

◎本报记者 丰和

今天，央行将在公开市场发行450亿元央行票据，发行量比上周增加近一倍。

其中，6个月央行票据发行量为40亿元，比上周略减20亿元；3个月央行票据发行量则比上周增加230亿元，达到410亿元。

“08国债13”8月18日上市

◎本报记者 王璐

据上交所公告，2008年记账式（十三期）国债将于2008年8月18日在上交所固定收益证券综合电子平台上市，交易方式为现券和回购。该国债上市交易的现券证券名称为“08国债13”，证券代码为“019813”。

本期国债为固定利率债券，期限为20年，票面利率4.94%，利息每半年支付一次；国债起息日2008年8月11日，每年2月11日、8月11日支付利息，2028年8月11日偿还本金并支付最后一次利息。

债券指数(8月13日)

Table with 4 columns: Index Name, Index Value, Change, and Yield. Includes China Total Bond Index, Shanghai Interbank Bond Index, etc.

上海银行间同业拆放利率(8月13日)

Table with 5 columns: Term, Shibor, Change, and Spread. Includes 1W, 2W, 3M, 6M, 9M, 1Y.

人民币汇率中间价

Table with 4 columns: Currency, Rate, and Date. Shows USD, EUR, JPY, and HKD rates for 8月13日.

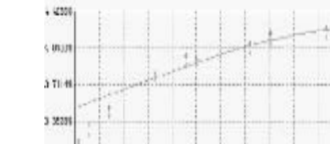
全债指数行情(8月13日)

Table with 5 columns: Index Name, Index Value, Change, and Yield. Includes China Total Bond Index, Shanghai Interbank Bond Index, etc.

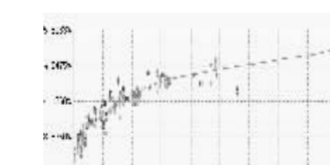
交易所回购行情(8月13日)

Table with 5 columns: Term, Rate, Change, and Volume. Includes various repo terms like 1D, 1W, 1M, etc.

上证所固定平台国债收益率曲线



国债收益率曲线



上证所固定收益证券平台确定报价行情(8月13日)

Large table listing fixed income securities with columns for code, name, term, and price/yield.

交易所债券收益率(8月13日)

Large table listing exchange-traded bond yields with columns for code, name, term, and yield.

Table listing fixed income securities with columns for code, name, term, and price/yield.

(银行间债券收益率)见中国证券网债券市场的行情速报栏目