

Currency·bond

# 多重因素促使企业债券获青睐

◎本报记者 秦媛娜

从7月初以来的117.7左右的低点开始,上证国债指数一路飘红,在上周五甚至盘中击穿了119点的高位。在银行间市场,企业债同样以强势出现,这不但归因于近期市场氛围的整体回暖,也和企业债相比于其他债券品种有更强的投资价值有关。此外,市场陆续出现了两条传闻,一是保监会可能放开保险资金投资无担保债券,还有一条是关于取消对个人和基金投资企业债所得利息征收20%所得税的消息。

事实上,这两条消息都已经不是“新闻”,特别是前者,断断续续在市场中时有传起,只是热度有低有高。而自从企业债本轮反弹行情出现之后,又在一定程度上渲染了这种传闻。

“从分离交易可转债来看吧,最先涨起来的其实就是那些无担保的债券,然后有担保的企业债也随之上涨,”一位保险公司的交

易员这样说。但是包括他在内,多位来自大型保险公司的人士都不认为保险资金投资无担保企业债会在短期内放行。

但是一旦保险资金获准投资无担保企业债券,无疑将增添极大需求方的力量,这也是为什么传言在市场中造成巨大涟漪的原因。

如果要放开的话,肯定最开始是先找大公司试点,有步骤地放开,但是我们这边现在还没有消息。”一位大型保险公司的业内人士这样表示,所以他认为传闻的可信度不是很高。

但是不得不指出的是,保险资金在投资债券的规模不断上升的同时,对于企业债的需求也是在明显增强。从人寿、平安和太保三家上市公司公布的年报来看,他们的债券投资规模都较去年有了快速增长,三者的投资组合中债券所占比重分别表现为从52.13%增长到58.59%、从40.2%到52.4%、从44.2%到50.7%。

而在债券投资规模增加的基

础上,保险资金对于包括公司债在内的企业债券也表现出了较高的投资热情。昨日在中国人寿的半年报业绩发布会上,该公司的首席投资官刘乐飞就明确表示,下半年将加大公司债投资力度。

据Wind资讯统计,目前市场流通的企业债共有6388亿元,公司债341亿元。保险公司交易员指出,未来交易所市场预计还将有超过1600亿元的公司债供给,而且发行人多是资质较好的大型央企,保险资金会对其有兴趣。

除保险资金投资范围放宽消息之外,还有另外一条消息也在为企债涨势添柴。本月7、8两日上证国债指数连续跳高,有基金公司人士就表示,市场有传闻称个人和基金投资企业债所得利息免税可能免征的消息,这可能是诱因之一。

而据市场人士称,在上交所本周召集部分券商召开的座谈会上就有机构提出,建议监管机构协调有关部门减免这20%的个人所得税。

## ■每日交易策略

### 公司债需要活水



◎琢磨

今年以来,交易所债券市场(含分离债)上市数量增加很快,虽然交易规模还不够大,但池里的水已经开始活了。近期,众多大型央企公司债即将在交易所市场发行上市,公司债市场更有百花齐放的势头。

大力发展企业债市场是近几年政府工作报告中金融市场建设的重要工作之一,虽然短融市场发展较快,但由于债券市场管理体系不完善,多头管理、市场分割、投资主体缺失、金融创新和利率市场化进程缓慢等原因,公司债市场的主要部分中,长期债市场一直进展缓慢。

债券发行规模扩大对交易所公司债市场的发展壮大无疑有着重大意义,

但投资主体的缺失这一块短板,仍然是制约交易所债券市场发展的主要问题。据传,部分银行对交易所即将发行的公司债很感兴趣,纷纷寻找渠道希望间接参与投资。对这种行为,从市场化角度完全可以理解,管理层不但没有必要去限制,在两市没有连通之前,管理层反而可以鼓励有利于间接连接两市场的金融产品和工具的创新,鼓励机构投资者创设与上市公司挂钩的衍生债产品,通过机构投资者对上市公司债进行信用增级以后,通过各自的零售网点或其他营销渠道,将产品推广到广大普通投资者当中,一方面可以分散或对冲流动性风险,另一方面也可以获得批、零市场差价和信用升级价差,同时,还可以为广大普通投资者提供更多的债券投资产品。但是通过间接渠道进入交易所市场的规模毕竟有限,尽快完善债券市场管理体系,才是发展我国信用市场的关键。

## “08国债15” 8月29日上市

◎本报记者 王璐

据上海证券交易所有通知,2008年记账式(十五期)国债将于2008年8月29日在上交所固定收益证券综合电子平台上上市,交易方式为现券和回购。其上市交易的现券证券名称为“08国债15”,证券代码“019815”。

本期国债为零利率债券,期限3个月,贴现发行,发行价格为99.216元。国债起息日为2008年8月25日,2008年11月25日按面值偿还。

## 两家公司 拟发短期融资券

◎本报记者 秦媛娜

佛山华新包装股份有限公司和上海环境集团有限公司将于9月2日在银行间债市分别发行一只各5亿元的短期融资券。

两只短融资券的期限均为365天,联合资信评估有限公司评定佛山华新短期融资券的信用等级为A-1,企业主体信用等级A+;中诚信国际评级有限公司评定上海环境集团有限公司短融资券的信用等级为A-1级,发行人的主体信用等级为AA-级。

# 如何构建人民币利率互换收益率曲线



◎特约撰稿 张卫宇

着手开展人民币利率互换(RMB IRS)业务的机构,无论是使用外部系统还是自行研发模型,都面临设定利率互换收益率曲线的问题。作为金融衍生产品,利率互换具有差之毫厘谬以千里之特征。

利率互换曲线的基本构建方法是,定位几个经典期限点,选择差值法将点相连构成曲线,或者样条法等手段平滑曲线。再将最初构建的到期收益率曲线,用票息剥离法(Bootstrap)等方法转换成即期收益率曲线。

从曲线构建长度分析,虽然海外利率互换报价最长一般都报至30年,但是国内利率互换市场起步不久,7年以上都少有成交,所以曲线构建最长至10年足矣。

### 取点密度

从曲线取点密度分析。当前利率互换市场比较活跃的是1年、3年、5年。从报价看,报价点通常取值为3M、6M、9M以及1-10的整数年,曲线的主体可以由这些点构建。从10年的跨度来看,最稀疏处每年取一个点是能够较好地反映曲线形态的。1年期以下的曲线比较特殊,任何品种的债券可以在摘牌前交易,所以理论上可以形成收益率曲线近端的曲线点。但是与债券不同的是,利率互换在清算周期以下期限不可能有市场报价和成交。由于互换市场当前的4个品种的付息期主要为3个月或1年,那么报价和成交的最短期限只能是3个月。但是如果3个月以下不取点,那么曲线将从零点出发,这是不科学的。

在票息剥离法(bootstrap)求即期收益率曲线、折现因子曲线、远期利率曲线等曲线的制作过程中,都至少需要一个隔夜利率。对于浮动端为7日回购定盘利率的品种,计息期为7日,所以7日利率也是必要的。对于3M SHIBOR品种,3个月期限也是

必要的。由于利率互换的收益率曲线形态和经典的债券收益率曲线形状是一致的。所以从平滑曲线的角度,1年以下取点越密集越有利,一般取点为隔夜(O/N)、7日(1W)、1个月(1M)、3M、6M、9M。

### 取值来源

曲线的取点密度确定后需要具体取值。利率互换的成交信息T+2日才公布,对非历史指标计算的曲线没有意义。此外,互换市场总体上交易非常清淡,经常单个交易日仅一、两笔交易,甚至没有。因此,不能使用成交数据作为曲线取值,只能使用互换报价。中介的报价较各机构在咨询系统上的直接报价更适合作为曲线的取点值。目前市场上提供IRS的报价方一共有4方:中介、交易中心、汤姆森路透、彭博,中介是最权威的报价方。市场上主要活跃的机构基本都在中介做盘报价,而对于其他报价处则是偶尔报价,并且价格宽泛失真,目的是不暴露真实交易意愿。

### 短端取值

曲线中长端取互换中介报价,短端一般取货币市场利率。从成交活跃和代表性上考虑,一般隔夜(O/N)、7日(1W)、1个月(1M)取回购利率。建议取回购加利率,最新价或收盘价易

被操纵。3M、6M、9M首选对应互换品种的报价,若无则可取SHIBOR值。

货币市场短期资金利率经常因IPO冲击而宽幅振荡。建议取近20个工作日的7D REPO加利率的均值,或者近20个工作日的1W(周)Shibor均值。

七天回购定盘利率为浮动腿的类型中,不宜取点于14天和21天回购利率。首先,21D点成交稀疏,成交量较小。其次,对于一条10年期跨度的曲线而言,短端1个月内每隔14天取值和每隔1个月取值对于构建曲线几乎没有区别。

3个月SHIBOR值为浮动腿的类型中,宜取点于1Y IRS点的报价而非SHIBOR值。首先,当前IRS市场中,各品种IRS交易的成交比例为7Drepo70%,3M SHIBOR 20%,1Y定存10%,隔夜回购定盘利率1%。3M SHIBOR的品种最活跃的是1年和5年期。其次,1Y SHIBOR与1Y IRS有较大偏离。

6M、9M点宜取值于互换报价而非货币市场利率。浮动端基于3M SHIBOR品种的6M、9M期限的成交极为不活跃。有机机构试图用6M、9M的回购利率代替互换报价,依据是回购的成交量略胜一筹。然而根据笔者模型编制的经验,这种取法必然会陷入泥潭。随着市场扩容,6M、9M的活跃度势必增加,所以取互换报价为宜。

## ■汇市观察台

### 次贷阴霾 激励美元继续全面走强

◎建设银行 杨俊生

上周末美国第九家银行倒闭消息重燃金融界疑虑,并加重市场对次贷危机恶化程度及全球蔓延后果的进一步担忧,周一在雷曼公司等金融股领跌下,隔夜美股重挫,投资人削减利差交易。周二,在信贷疑虑复燃背景下,美元兑欧元、英镑等高收益货币强劲上扬,周二投资者在观望午后欧元区相关数据公布前,寻找相关线索并“预期”欧元区降息前景下,美元兑欧元、日元、英镑等主要货币继续走强。欧市盘中,在弱于市场预期的德国IFO数据公布后,美元更是全线大幅上涨。美元指数自开盘时76.92,最高劲扬至77.501的年内最高,截至发稿时,美元指数仍维持在77.44上方运行。

周二美元兑日元企稳上扬。受周一美股重挫、引发投资者利差交易抛售美元兑日元的影响,周二美元兑日元亚市低开于109.32附近,亚欧汇市时段,市场观望相关数据公布并预期欧元区经济前景不佳,激励美元上扬,美元兑日元也企稳上涨,欧市开盘后,德国公布IFO等数据弱于市场预期,美元兑日元涨幅加大,截至发稿时,美元兑日元已上涨0.4%至109.8上方。

周二欧元兑美元继续大幅下跌。亚市早盘,因市场观望及预期欧元区经济受创程度是否需要降息,欧元兑美元跌至六个月低点。亚市收盘前,市场研究集团公布的G&K消费者信心指数9月下滑至1.5,为2003年6月推出该数据以来最低,并且德国联邦统计局公布的二季度GDP较上季萎缩0.5%,数据进一步显示德国消费者信心恶化程度甚于市场预期,亚市收盘前,欧元兑美元受打压并跌破分时走势支撑至1.4630美元。欧市开盘后,随着德国公布的IFO数据弱于市场预期,欧元兑美元更是跌破1.46至1.4595,截至发稿时,欧元兑美元当日已下跌0.6%。

周二英镑兑美元再度跌至1.84下方的两年低点。受隔夜美股重挫,利差交易打压高收益货币,英镑兑美元低开于1.8530,亚市时段,在市场对英国经济疑虑打压下,英镑兑美元稳步下跌,欧市盘中,受德国IFO数据弱于预期引发美元全面走强的进一步打压,英镑兑美元大幅下挫至1.8368日内低点,最大下跌幅度达0.87%。

### 央行回笼760亿

◎本报记者 丰和

昨天,央行通过公开市场回笼760亿元资金,比上周增加120亿元。央行昨在公开市场发行了500亿元一年期央行票据,发行收益率仍为4.0583%,保持不变。同时,央行还对28天回购品种进行了正回购操作,正回购量为260亿元,比上周增加了140亿元,正回购收益率为3.2%,与前次操作相同。

### 人民币微跌3个基点

◎本报记者 秦媛娜

微跌3个基点,人民币汇率又恢复了非常平稳的波动。昨日,人民币汇率中间价报6.8400。在人民币兑美元汇率本周连续下跌的同时,人民币兑欧元却在连续上涨,兑日元、英镑则是涨一日、跌一日,兑港币则在周一微跌之后昨日与前日持平。

基金定投 安心理财

现在申请 低至8折

- 基金定投前端8折优惠。
- 2008年6月16日起长期费率优惠。
- 新老客户均可享受。
- 网银柜面均可办理。

具体优惠基金请见公司公告

40多家公司 200多只产品 基金定投 任您选择

始于1908

交通銀行

BANK OF COMMUNICATIONS

百年知交 相融相通

客服热线: 95559

www.bankcomm.com