

定向性或成资金回笼主要特征

□本报记者 张曙东 北京报道

昨日央行发行了200亿元1年期央票,并进行了670亿元的正回购。7天期正回购的中标利率为2.8%,较上周上涨30个基点,其余品种——1年期央票和28天期正回购中标利率均维持上周的3.9933%和3.30%。

分析人士表示,鉴于货币信贷调控的巨大压力和流动性调控的现实状况,未来流动性回笼手段或将更多地表现出定向性和强制性的特征。

最近四周,1年期央票的发行量均在100亿元以上,虽然较9月中旬至11月中旬下旬增加不少,但是与今年上半年的平均发行量相比还是相对较低,尤其是在央票利率已经连续攀升之后。

在央票发行量保持低量发行的同时,央行宣布上调存款准备金率1个百分点,并再次启用特种存款,将流动性回笼的触角指向城商行和信用社——因为他们中的大多数不参与央行公开市场操作,但他们同样存在流动性过剩问题和信贷投放过多问题。

前一阶段央票低量发行的重要背景是大盘股发行时新股申购从货币市场抽取了大量资金,造成货币市场资金面局部和短期趋紧,回购利率大幅波动。央行的货币回笼只



央行调控措施日趋多元化。

CFP图片

能在“保旱”和“排涝”中曲折行走。

加上证券账户第三方托管和结算汇业务的相对集中,资金的非均衡分布问题更加严重。分析人士认为,目前的流动性状况有点类似于河水较多但河床高低不平,普通抽

水方法很难奏效。

业内人士的测算显示,在不考虑偶发冲击的情况下,到期央票、外汇占款释放的基础货币就使得央行的回笼任务相当艰巨。资金的过

内价格也通过复杂的传导机制大幅上涨了。

分析人士指出,在这种两难的境地,央行流动性回笼手段或将更多地表现出定向性特征,而定向性措施大多带有明显的强制性特

征,最大的好处是可以避免宏观调控的“一刀切”问题。

调整差别存款准备金率政策,包括实行差别准备金率的机构以及实行差别准备金率的基础存款。在紧缩流动性的背景下,那些信贷投放过于“凶猛”的机构将成为被实施的对象。此前,央行9月5日曾对实行差别存款准备金率的金融机构进行调整,继续发挥差别存款准备金政策的正向激励和约束功能。

在常规央票发行量长期低位徘徊的情况下,定向央票可以解决机构认购意愿不高的问题,有助于提高公开市场回笼效率。尤其是今年国庆前后发行的新型定向央票或者类定向央票未来还有用武之地。

央行目前吸收的特种存款还是采取自愿的形式,未来不排除采取规定比例的方式要求机构缴存。这将与定向央票相互配合,完善对几乎各类机构的“布控”。

此外,像上调法定存款准备金率这样的强制性措施也将继续使用,对控制整体流动性状况的作用显著,虽然12月25日后法定存款准备金率将达到14.5%的历史高位,但分析人士认为仍有继续上调的空间。

在央行掌握了大量特别国债后,正回购甚至卖断操作将会在公开市场操作中扮演重要角色,而且也不排除采用定向方式。

进出口行金融债认购倍数达5.05倍

中国进出口银行昨日发布公告,该行当日下午向银行间债券市场成员采用数量招标方式发行了2007年第十五期3年期固定利率附息金融债券。本期金融债发行总额不超过140亿元,票面利率4.60%。发行结果显示,本期金融债受到机构追捧,有效认购总额达到707.6亿元,对应认购倍数达到5.05倍。

此前,进出口行在本月9日发行的1年期金融债曾受到市场热捧,认购倍数高达6.2倍,对于本期3年期金融债,交易员表示由于本期金融债相对具有较高投资价值,此外机构配置性资金需求也较为旺盛,因此受到热捧也在情理之中。本期金融债起息日和缴款日均为2007年12月21日。(王辉)

走出弱市还看下半年

——2008年债券市场投资策略

□广发证券 何秀红

我们预计08年CPI将处于3.9%-4.4%之间,人民币对美元汇率有望升至6.7元。预计收益率曲线将在08年一季度继续整体上移,并呈现平坦化特征;下半年将企稳并回落。建议交易型机构在一季度应继续谨慎,降低组合久期,关注浮息债和短债,配置型机构可尝试开始布局长债。

07年在通胀预期不断攀高和紧缩政策影响下,债券市场收益率不断上行,各期限的国债收益率上涨幅度在120BP-169BP之间。

08年造成物价上涨的因素中除了肉类价格上涨得到抑制以及人民币升值对通胀压力的微弱缓解作用之外,其他因素仍然在起作用,通胀风险较大。猪肉供给将在08年二季度逐渐增加,猪肉价格在08年二季度得到稳定甚至回落,粮食价格继续维持小幅上涨趋势。08年上半年翘尾因素估计为4.43%,下半年翘尾因素为1.27%,在翘尾因素影响下,上半年CPI将明显高于下半年。根据模型推算,全年CPI将处于3.9%-4.4%之间,上半年CPI为5.7%左右,下半年回落至3%。

05年汇率改至07年11月,人民币兑美元三年以来分别升值2.42%、3.12%、5.3%,到07年年底人民币有望升值至7.33,07年全年升值幅度将超过6%。从名义升值过程来看,人民币兑美元的升值速度确实在加快。考虑到人民币升值压力增大以及央行对于升值态度转变,我们认为08年人民币升值速度将会持续加快,年内升值幅度有望突破8%,08年

年底,人民币兑美元将达到6.7。

中央经济工作会议提出08年将实行稳健的财政政策和从紧的货币政策。我们认为08年央行将降低加息频率,加息的空间54BP左右,原因在于:首先,07年5次加息,政策效果有限。当前物价上涨主要原因在于成本推动,加息难以平移成本推动的通胀;其次,08年下半年翘尾因素很低,CPI应该在4%以下,央行制定政策时应当会考虑到物价未来走势;再次,美国处于降息周期,虽然利率平价理论在中国难以成立,但是中美利差如果逆转,热钱加剧流入的风险将上升。

对于08年债市资金供给,预计明年存款增速和今年接近,贷款增速比今年略低为15%,那么新增存贷差为16800亿元。目前银行的债券投资占存贷差45%左右。考虑到这个指标仍然有上升空间,乐观估计存贷差50%用于债券投资,那么新增前期债券存量,银行间增量资金为18000亿元。保险公司的资金比较难以预测,假定保险公司的国债投资占资金总额比例保持在15%左右,考虑到保险公司保费收入保持20%以上,保险公司新增的资金至少在2500亿元。基金和证券公司的资金量较小,两者提供资金量应该在1000亿元以下。

资金需求方面,国债发行继续实行余额管理方法,由于经济存在过热担忧,财政部仍然实行稳健的财政政策,但是考虑到税率下降和经济增速的小幅回落,财政赤字可能较今年小幅增加。再考虑到短期国债的滚动发行,预计08年国债发行量将约为9500亿元。根据前几年金融债供给规模增长情况,预计今

年金融债发行量约为12000亿。短融自从06年大幅扩张之后,07年发行量只是多增300亿,预计08年发行规模和07年比较接近。07年公司债出台,明年发行量应当会大幅增加,预计企业债和公司债发行规模在3500亿元以上。总体来看,市场资金来源有21500亿元,债券净发行量15038亿元左右,资金供给仍然大于需求,市场资金仍然相对宽松。

目前债市难以走出弱市的主要原因是经济过热担忧、通胀风险以及央行紧缩的货币政策,债市资金面总体较为宽松。因此从这个角度来看收益率曲线将在08年一季度继续整体上移,并呈现平坦化特征;二季度中后期,如果CPI能够顺利回落,下半年货币政策也将有所松动,收益率曲线将企稳并回落。

交易型机构在一季度应继续保持谨慎,降低组合久期,关注浮息债和短债。二季度中后期如果CPI回落,投资者可开始加仓,并拉长组合久期。从目前来看长期机构收益率上行空间不大,配置型机构可尝试开始布局长债,等到二季度中后期CPI出现回落迹象再加速建仓。

在品种方面建议持有国债和有担保企业债。金融债投资价值仍然低于国债,无担保且信用评级较低的企业债利差仍然有上升空间,建议回避。目前低信用级别的短融利率处于历史高位,如果明年下半年CPI回落,基准利率企稳,对于激进投资者而言应该是介入信用评级较低的短融的好时机。另外,可关注互换套利机会,近期互换利率空间较大。

交易所债市日评 | Bond

平衡市况 难掩隐忧

□银河证券 冯琛

周二,国债现券市场再度以窄幅整理的方式平静收盘,交易所国债成交量再度下降。昨日,沪市国债指数收于110.16点,早盘下行幅度不深指数见110.10点,下午反弹至110.18点,最终收盘于110.17点,成交量仅为1.22亿元。

从个券走势看,在成交萎缩的同时市场的价格波动幅度明显减小,但总的看来价格上涨的品种仍然占多数,其中有14只债券上涨,6只平盘,8只债券下跌。经历前日的上涨之后剩余期限在1到3年的品种走势出现分化,呈现涨跌参半的局面,而大多数中长期品种仍然维持缓慢上行。从成交活跃的品种的观察,交易集中在剩余期限3年以下品种以及部分长债如010303、010107、010213等,所有活跃品种均以以下行或平盘收收,上述品种的价格波动范围在0.15%以内。

昨日央行照例进行了公开市场操作,除7天回购利率出现上行

以外其余操作品种继续保持收益率稳定;而观察银行间市场国债交易,不但超短期品种占据了大部分交易量且成交价格也非常平稳,整个市场都处在平静之中。如果梳理目前的政策舆论可以发现,不论是特别存款的再度启动,还是针对粮食以及粮食产品出口政策的调整,政府在综合权衡多种因素后将优先选用数量型工具和行政手段作为控制流动性继而平抑物价上行的主要工具,对使用价格工具特别是基准利率仍然存在一定的顾虑。虽然上述思路支持债市平静,但是严峻的物价形势仍然是市场挥之不去的隐忧,因为站在全球的范围看通胀仍在深层次的演进之中。



上汽分离债估值处于123.39元

□民族证券 贾国文

上海汽车集团股份有限公司将于本周三起开始按面值人民币100元发行6300万张分离债,预计募集资金63亿元。每张债券的认购人可以无偿获得公司派发的3.6份认股权证,认股权证共计发行2.268亿股。

分离债的公允价值由两部分构成,一部分为纯债部分价值,另一部分为权证部分价值。我们对其分别估值,然后加总得出分离债

的整体估值。纯债部分参照剩余年限最接近6年的07日照债(126007)来给其定价。本周一,07日照债(剩余年限为5.945年)的到期收益率为6.97%,如果利率询价结果为利率询价区间下0.8%,则纯债部分的价值为70.56元,占分离债整体价值的57%。

权证部分用考虑摊薄效应的Black-Scholes-Merton股本权证期权定价模型方法估值,参数中以剩余期限最接近2年的010503国债本

周一的到期收益率2.356%作为无风险收益率,权证存续期限为24个月,行权价格为每股27.43元,上海汽车正股本周一的收盘价为25.70元。现在市场上所有分离债分离出的权证的隐含波动率在52%(武钢CWBI)至186%(国安GACI)之间,我们取二者的平均数作为估值参照,由此测算出上海汽车每份权证的价值为14.675元,3.6份权证的价值为52.83元,占分离债整体价值的43%。综合债券部分和权证部分的估值后得出,在当前资本市场的状况下每张上汽分离交易可转债的整体估值处于123.39元。

固定收益证券综合电子平台确定报价

债券代码	债券简称	买入报价	买入数量	买入到期收益率	卖出报价	卖出数量	卖出到期收益率	
019711	07国债11	98.593	5000	4.1054	98.820	5000	4.0101	
019711	07国债11	光大证券	98.593	5000	4.1054	98.820	5000	4.0101
019711	07国债11	广发证券	98.593	5000	4.1054	98.820	5000	4.0101
019711	07国债11	中金公司	98.593	5000	4.1054	98.825	5000	4.0080
019711	07国债11	国寿资产	98.592	5000	4.1058	98.830	5000	4.0059
019711	07国债11	申银万国	98.592	5000	4.1058	98.830	5000	4.0059
019711	07国债11	长江证券	98.592	5000	4.1058	98.831	5000	4.0055
019711	07国债11	中银证券	98.590	5000	4.1067	98.831	5000	4.0055
019711	07国债11	人保资产	98.590	5000	4.1067	98.831	5000	4.0055
019711	07国债11	招商证券	98.587	5000	4.1079	98.831	5000	4.0055
019714	07国债14	国寿资产	97.400	5000	4.3518	97.962	5000	4.2518
019714	07国债14	中信证券	97.400	5000	4.3518	97.962	5000	4.2518
019714	07国债14	中金公司	97.400	5000	4.3518	97.962	5000	4.2518
019714	07国债14	申银万国	97.400	5000	4.3518	97.962	5000	4.2518
019714	07国债14	华泰证券	97.400	5000	4.3518	97.962	5000	4.2518
019716	07国债16	银河证券	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019716	07国债16	国信证券	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019716	07国债16	中信证券	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019716	07国债16	招商证券	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019716	07国债16	中金公司	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019716	07国债16	申银万国	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019716	07国债16	长江证券	99.500	5000	3.6071	99.572	5000	3.5072
019717	07国债17	广发证券	98.882	5000	4.2550	99.310	5000	4.1550
019718	07国债18	中银证券	99.800	5000	4.3811	100.200	5000	4.3131
019718	07国债18	国信证券	99.750	5000	4.3896	100.300	5000	4.2962
122000	07长电债	国寿资产	98.600	5000	5.5338	100.080	5000	5.3339
122001	07海工债	中金公司	99.800	1000	5.7929	101.280	1000	5.5939

固定收益证券综合电子平台成交行情

债券代码	债券简称	昨日收盘	最新价	加权平均价	成交量	开盘	最新	加权平均
019711	07国债11	98.691	98.820	98.820	30000	4.0105	4.0101	4.0105
019714	07国债14	97.622	97.622	0.000	0	0	0	0
019716	07国债16	99.500	99.500	0.000	0	0	0	0
019717	07国债17	98.881	98.881	0.000	0	0	0	0
019718	07国债18	100.100	100.150	100.150	10000	4.3216	4.3216	4.3216
122000	07长电债	100.000	100.000	0.000	0	0	0	0
122000	07长电债	99.000	99.000	0.000	0	0	0	0
122001	07海工债	100.000	100.000	0.000	0	0	0	0

兴元一期资产证券化信托成立

经央行、银监会许可批复,由兴业银行作为发起人和委托人、中国对外经济贸易投资有限公司为受托人和发行人的“兴业银行2007年兴元一期优先级信贷资产支持证券”已于12月13日至17日发行成功,中国对外经济贸易投资有限公司昨日发布公告,兴元一期信贷资产证券化信托昨日随之成立,本期资产支持证券总规模为52.4325亿元。(王辉)

西部矿业将发5亿公司债

西部矿业集团有限公司昨日发布公告,该公司将于12月19日至25日发行规模为5亿元、期限为10年的公司债券。本期公司债为固定利率债券,票面年利率为6.10%,该利率根据发行前五个工作日一年期Shibor算术平均数4.49%基准利率加上基本利差1.61%确定。本期债券主承销商为国家开发银行,经大公国际资信评估有限公司综合评定,发行人的主体信用等级为AA,本期债券的信用等级为AAA。本期债券由国家开发银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。(王辉)

外汇市场日报 | Forex

美指冲高回落 强势仍可期待

□应时投资研发部

周一,美指冲高回落,最高见77.80,最低为77.29,总体上升趋势未改,后市仍有走强潜质。欧元/美元跌至1.4329后获支撑,回升至1.4400附近震荡;周二亚洲盘,澳联储公布12月4日会议纪要,澳元/美元小幅回升。

美国财政部周一公布报告称,美国10月资本净流入978亿美元,9月数据自原来的净流出147亿美元修正为净流出328亿美元。其中,美国10月长期资本净流入达1015亿美元,9月为净流出52亿美元;海外投资者10月净买入美国国债和证券498亿美元,9月为净买入263亿美元。截至10月底,海外投资者共持有美国国债和证券2.31万亿美元,9月底时为2.251万亿美元;其中,海外官方机构10月底持有1.447万亿美元,9月底时为1.44万亿美元。日本仍是美国国债的最大持有国,10月底的持有量为5918亿美元,9月底时为5820亿美元;美国10月的美国国债持有量自9月的2260亿美元增加至2965亿美元;加勒比海地区和中东产油国持有的美国国债分别从原来的716亿美元和1257亿美元上升至781亿美元和1303亿美元。

总体上看,10月时,美国次级债危机的负面影响已逐渐消散,美国资产的高流动性和高收益性继续吸引外资,外资重新进入美国,为美国经济成长添砖加瓦。但就数据看,美国10月的国际资本流入尚不足以弥补8月和9月的净流出,也就是说,8月至10月,外资还是净流出美国,而美国经济成长的资本主要来源于外资,在后者规模缩减的情况下,美国经济前景仍将黯淡。

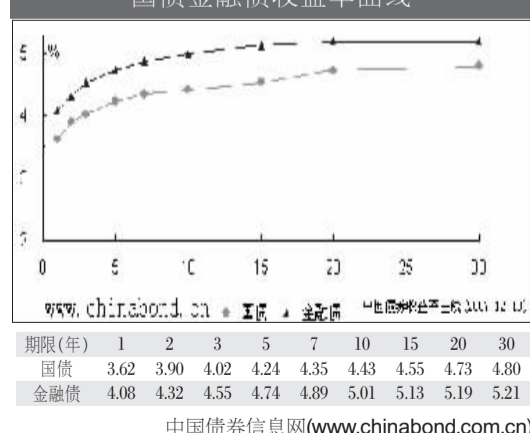
4小时图上看,昨日美指冲高回落,最高见77.80,之后震荡跌落77.40下方;整体上,美指的上行趋势并未改变,周一的走势可看做是美指之前强劲反弹后的小幅修正,料美指后市震荡后仍有机会走高,上行目标依次为78.20、78.90;下方支撑见77.10、76.80,更关键支撑见76.20,若美指跌破76.20,美指反弹趋势将告终结。

周一,非美货币纷纷走低,欧元/美元最低跌至1.4329,英镑/美元见2.0099,之后空头回补寸,汇价小幅回升。周二亚洲盘,欧元/美元和英镑/美元分别处1.4400和2.0200附近震荡。欧元区12月服务业采购经理人指数初值自11月的54.1下滑至53.2,为2005年6月以来最低水准,逊于市场预期的53.9;12月制造业采购经理人指数初值为52.5,低于11月的52.8,与预期一致。数据高于50,表明欧元区12月经济仍将增长,但势头已有所放缓。技术上,欧元/美元处于弱势,后市反弹初步阻力见1.4460,强阻力见1.4520。

周二,澳联储公布12月4日会议纪要显示,依然对通胀前景感到担忧,数据显示需求强劲扩张,暗示或需上调利率;但货币市场利率上升缓解了升息的压力,2月会议将考量市场利率是否足以抑制通胀。上述言论偏于强硬,但澳元/美元技术最高仅小幅回升至0.8614,表明汇价目前处于弱势。技术上,汇价上方阻力见0.8660,下方支撑见0.8530、0.8460。

人民币方面,美元/人民币周一收出带上影的中阳线,周二继续震荡上扬,最低7.3735,最高7.3840。

国债金融债收益率曲线



数据来源:中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)

上海银行间同业拆放利率展现

