

## 国开行将发境内美元债

国家开发银行昨日公告称,根据《中国人民银行关于国家开发银行发行2008年境内美元债券的批复》,该行定于2008年12月25日在银行间债券市场以簿记建档、数量招标、集中配售的方式发行本年度第一期境内美元债券。

本期债券期限2年,总额2亿美元,采用浮动利率形式,票面利率以6个月美元LIBOR为基准加50个基点。从缴款日开始每6个月计息、付息一次;美元LIBOR定息日为付息日(简称“V”)前两个工作日;首个定息日为缴款日前两个工作日,缴款日为12月29日。本期美元债按债券面值100美元平价发行,以100万美元为一个认购单位。

本期债券的承销商为北京银行、农业银行、招商银行、交通银行、中国银行、建设银行和华夏银行。(王辉)

## 农发行08年发债超额15.6亿元

农业发展银行昨日发布公告,就该行08年债券发行超出央行批准额度做出简要说明。公告称,截至2008年12月9日第二十期债券发行结束,农发行全年债券发行工作已全部完成。全年累计发行政策性金融债券20期,共计2815.6亿元,超出央行全年核批计划(年初2600亿元,追加计划200亿元)15.6亿元。对其中原因,农发行表示主要来自于该行在今年发行上的灵活掌控。

农发行称,2008年市场形势变化莫测,为适应市场变化和投资者需求同时适当提高单只债券规模,农发行对多期债券进行了追加发行。受当时市场环境影响,部分债券追加发行额度并未招满,造成当期发行数量无法达到整数,因此对全年计划的执行造成一定偏差。数据显示,在农发行全年20期的金融债发行中,共有13期债券进行了追加发行。(王辉)

## 申万建议继续关注长期债

申银万国研究所昨日发布最新一期债券周报,建议继续关注长期债。该报告称,短期内继续看好债券市场,在短期品种收益率逐步靠近资金成本后,建议投资者关注中长期品种。

申万分析师屈庆表示,在短端收益率大幅下降之后,当前国债收益率曲线的陡峭程度为近几年之最,长债的投资价值相对于中短期国债变得更高。当前投资者面临两个艰难选择:一是继续买入短期品种,但短期品种的未来涨幅相对有限;二是买入长期国债,但投资者存在低利率环境能否长期延续的担忧。申万认为,虽然长债下降的空间有限,投资者大可不必对长债存在过大的担忧,当前曲线的极度陡峭化就是对长期国债最大的防御。

此外,该份报告还提醒说,当前交易所有担保品种与银行间企业债收益率已基本持平,而无担保品种与银行间利差亦回到历史中值水平,短期内在对政策预期下利差或有继续缩小的空间,但不可对投机价值期望过高,尤其是部分资质较差的债券。(王辉)

## “08国债26”明起上市交易

据上交所消息,2008年记账式(二十六期)国债自明天(2008年12月24日)起在该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。现券证券名称为“08国债26”,证券代码为“019826”。

本期国债为固定利率债券,期限为5年,票面利率为1.77%。(周松林)

## ■ 交易员札记 | Trader Notes

## 降息幅度远低于市场预期

□长江证券固定收益总部 斯竹

上周传得沸沸扬扬的降息终于姗姗来迟。昨日,央行发布公告称下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点。这一降幅远低于市场预期。

周一银行间市场债券收益率出现小幅反弹,部分品种的收益率比上周略有回调,主要表现在一些中长期的金融债上,央票则保持继续小幅下跌的势头。在节前充裕的资金推动下,质押式回购加权利率各期限品种有不同程度的下跌,其中以R1M的17bp为跌幅较大,跌至1.34%。而R007已降至1.40%以下。质押式回购的总体成交量较上周五微增。

双边被点击成交较少。买盘主要是08中电信

MTN1在2.4%被点,08央票101在1.12%附近被点;

卖盘也是以央票被点击居多。市场成交来看,成

交量较前一交易日略有减少。国债以10年以内的

品种成交居多,而30年国债080006在3.57%附近有

成交;1年以内的央票成交较多,如08央票52在

1.02%附近有成交,08央票104在1.05%附近有成

交;剩余期限接近10年的08农发18,08农发20在

3.10%附近有成交。信用产品来看,除了评级较高

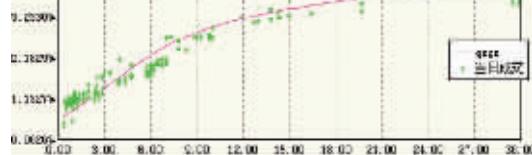
的中票,CP有大量成交之外,部分企业债也有成

交。如08网通债在5.28%附近有成交,088050成交在

4.82%附近等。

月底前的此番小幅降息本在市场预料之中,但幅度上低于市场预期。而强烈的降息预期导致上周市场收益率大幅走低,短期品种的利率下行空间已经有限;中长期品种则将承受部分获利盘的回吐压力,进入一定的调整期。长期来看,在货币当局宽松货币政策的调控指导下,银行间市场的资金面将维持充裕的局面,这将支持债市继续走强。

## 中证国债收益率曲线



数据来源:中证指数有限公司

# 降息无意外 时点显突然

## 隔夜回购利率降至历史低点

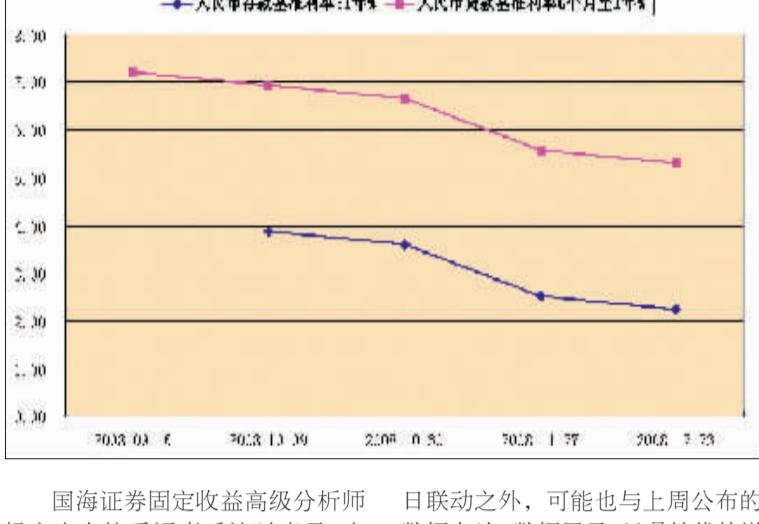
□本报记者 周文渊 北京报道

昨日,央行宣布下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点,并从12月25日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

分析人士认为,此次降息行动在预期之内,不过时点选择有些突然;此外,此次降息幅度较小,说明央行未来很可能在利率上会采取微调方式。而有研究员预测,央行仍有近百点的降息空间,未来市场流动性将非常充裕。

## 降息行动在预期之内

在美联储、日本银行分别降息之后,12月22日,央行宣布年内第五次下调存款基准利率。至此,央行年内共4次、累计下调1年期存款利率189个基点,至2.25%;5次下调1年期贷款利率,累计216个基点;存款准备金率累计下调了400个基点,至13.5%。



国海证券固定收益高级分析师杨永光在接受记者采访时表示,央行此次降息在市场预期之内,毕竟美日上周分别将基准利率降至零附近;不过时点有些提前,此前市场曾普遍预测央行会在春节前降息。他表示,央行降息27个基点除了与美

日联动之外,可能也与上周公布的数据有关。数据显示,11月份贷款增速出现大幅反弹,但是M1增速却继续跳水,这与常理不符。杨永光认为,在贷款反弹的背景下,M1增速继续下滑并不是货币乘数下跌导致的,而极有可能与央行被动回笼货

币导致基础货币下降有关。

也有研究员认为此次降息幅度有些低于预期。广发证券的债券研究员何秀红表示,央行仅下调利率27个基点,说明未来在利率上很可能采取多次微调方式,不会一蹴而就。她同时表示,由于短债利率已经很低,债市对降息会有反应,但是不要期望太多。

## 隔夜回购利率降至历史低点

央行年内第五次降息并下调存款准备金率为货币市场的充裕流动性再度注水。

此前何秀红的研究表明,资金从7月份开始逐渐充裕起来,12月份就已进入资金泛滥阶段,2008年4季度商业银行的超储率估计会上升至5%左右。12月5日,六大银行存款准备金率下调1个百分点,中小型存款类金融机构下调存款准备金率2个百分点,这次下调可以释放资金6000亿元左右。至9月份为止,财政

存款已经达到2.72万亿元,今年12月份财政存款投放量可能会达到7000-8000亿元。公开市场操作方面,12月有1000亿元资金到期。

据统计,此次下调存款准备金率将释放资金2000多亿元。可见,如果不计入外汇占款的新增资金,12月即使到期资金全部回笼,由于准备金率下调以及财政存款投放,仍可以释放1.5-1.6万亿元资金。

流动性充裕的市场表现就是金价的持续下跌,来自wind的数据显示,在上周三跌破1%之后,隔夜回购利率连续3个交易日维持在1%之下。22日,隔夜回购利率再度下跌0.7BP,报0.9191%,并创出历史低点。何秀红表示,得益于资金的充裕,隔夜回购利率将继续下跌,直至0.8%附近。同时,上海一位基金公司的固定收益研究员也表示,由于各大商业银行惜贷,目前回购利率在0.72%的超储率上没有支撑。

## 房地产泡沫化将引领未来复苏之路

□第一创业研究所 王皓宇 刘建岩

2008年四季度以来政府密集推出了一系列强烈的财政、货币刺激政策。这使我们看到,中国政府有意无意走上了一条日本曾经走过和美国刚刚走过的老路:即催动货币供应增长,进而国内房地产价格被刺激上涨,使内需在资产需求和财富效应下启动,经济复苏并重归繁荣。

## 财政刺激计划不具可持续性

中国经济自2008年开始明显回落,并且呈现快速下降的“硬着陆”势态。导致中国宏观经济急剧恶化的根本原因主要有三个方面:一是曾经火热的房地产市场被打压。二是进入2008年后,宽松的信贷突然转向严厉的紧缩。三是美欧经济危机使出口市场悲观。针对上述三方面问题,中央政府出台了一系列的政策措施。这些刺激政策的核心目的,就是要加强内需来弥补外部需求减弱对中国经济的冲击。

预计2008年全年的出口增速为20%,全年出口总值约为9.97万亿元人民币,接近10万亿。也就是说,如果国内多消费1万亿,就可以抵补2009年出口增速较正常水平低10%的影响。2009-2010年,中央政府计划进行1.18万亿元投资,并且最终带动形成的4万亿元投资消费(每年2万亿),可见弥补09-10年两年出口增速的回落仍有富余。

我们还发现,在治理经济萧条时,若有两个条件同时满足,会导致一国以房地产泡沫化的方式启动内需,经济复苏并重归繁荣;其一,实行宽松的货币政策;其二,本国货币有国际吸引力,全球资金净流入本国。1986-1990年的日本房地产泡沫、2002-2007年的美国房地产泡沫皆是如此产生。

明年房地产复苏是大概率事件

对于2009年整体的物价走势,我们认为,食品价格涨幅总体会比较平稳。而09年各月的物价走势,很可能有连续7个月以上维持在0.5%水平以下,部分月份将为负值,这也将是09年上半年债市继续牛势的基础。

由于2009年的物价持续低迷,我们预计,央行在09年上半年会将一年期存款基准利率下调到1.71%,5年期以上贷款基准利率下调到5.31%,七折后的房贷利率因此将降到3.72%的极低水平。

2009年,中国的房地产投资增速预计为20%,投资总值预计为3万亿人民币。也就是说,如果国内多消费1万亿,就可以抵补2009年房地产投资增速较正常水平低10%的影响。若2009年房地产投资回落20%(通过对开发商的调查得出),要达到09年房地产业投资保持增长15%的效应,需要消耗1万亿,考虑对出口增速的弥补(消耗1万亿),则刚好用掉09年政府投资效应的两万亿。

综上分析,当局此次强有力的财政刺激计划,应该能在很大程度

上支持未来一段时间内我国的经济增长。但我们要强调的是,财政刺激计划对经济的拉动并没有可持续性。

总结历史上国际和国内四次经济萧条(即1929-1933年美国大萧条、1997-1998年中国经济萧条、“广场协议”后的日本经济萧条和美国2001年科网泡沫破灭后的经济萧条)的经验,我们发现,积极财政政策在施行期间可以短期的提高一国的经济增长速度,但启动不了该国的内需。长期来看,一旦积极财政政策实施进入尾声,如果没有另外两个拉动经济增长的因素(消费、出口)的带动,该国的经济基本面会重新萧条。

由于害怕失业率大幅上升以及拒绝接受宏观经济自我调整所带来的痛苦,中国政府有意无意走上了一条日本曾经走过和美国刚刚走过的老路:即催动货币供应,房地产价格被刺激上涨,内需在资产需求和财富效应下启动,经济复苏并重归繁荣。

我们还发现,在治理经济萧条时,若有两个条件同时满足,会导致一国以房地产泡沫化的方式启动内需,经济复苏并重归繁荣;其一,实行宽松的货币政策;其二,本国货币有国际吸引力,全球资金净流入本国。1986-1990年的日本房地产泡沫、2002-2007年的美国房地产泡沫皆是如此产生。

明年房地产复苏是大概率事件

对于2009年整体的物价走势,我们认为,食品价格涨幅总体会比较平稳。而09年各月的物价走势,很可能有连续7个月以上维持在0.5%水平以下,部分月份将为负值,这也将是09年上半年债市继续牛势的基础。

由于2009年的物价持续低迷,我们预计,央行在09年上半年会将一年期存款基准利率下调到1.71%,5年期以上贷款基准利率下调到5.31%,七折后的房贷利率因此将降到3.72%的极低水平。

2009年,中国的房地产投资增速预计为20%,投资总值预计为3万亿人民币。也就是说,如果国内多消费1万亿,就可以抵补2009年房地产投资增速较正常水平低10%的影响。若2009年房地产投资回落20%(通过对开发商的调查得出),要达到09年房地产业投资保持增长15%的效应,需要消耗1万亿,考虑对出口增速的弥补(消耗1万亿),则刚好用掉09年政府投资效应的两万亿。

综上分析,当局此次强有力的财政刺激计划,应该能在很大程度

## 邯郸钢铁将发30亿元短融

邯郸钢铁集团有限责任公司昨日发布公告,该公司发行“邯郸钢铁集团有限责任公司2008年度第一期短期融资券”已获中国银行间市场交易商协会注册,将于12月29日在全国银行间债券市场发行面值为30亿元人民币的短期融资券。本期短融期限365天,发行对象为全国银行间债券市场机构投资者,债权债务登记日次一个工作日即可上市流通转让。

邯郸钢铁本期短融发行方式为通过面向承销团成员簿记建档,集中配售方式发行。融资券形式采用实名制记账式,在中央国债登记结算有限责任公司进行登记托管。本期融资券无担保,经联合资信评估有限公司综合评定,本期融资券的主体信用级别为AA,债项信用级别为A-1。本次发行的簿记管理人及主承销商为中国民生银行股份有限公司。(王辉)

中证债券系列指数2008年12月22日收盘行情									
指数代码	指数组名	指数值	指数涨跌幅(%)	成交量(亿元)	结算金额(亿元)	修正价	凸性	到期收益率(%)	久期
H11001	中证全债	129.12	0.06	247929.77	3494890.10	6.47	69.65	2.003	
H11002	中证3债	125.07	0.05	553560.85	773317.38	6.96	6.21	1.624	
H11003	中证7债	127.75	-0.02	79203.49	1192275.77	4.32	24.80	2.003	
H11004	中证10债	128.49	-0.03	827391.37	130006.76	7.21	65.11	3.172	
H11005	中证10-债	126.39	0.20	325036.55	395229.19	11.09	164.36	3.474	
H11006	中证国债	129.64	0.19	426628.31	666928.56	7.08	80.59	2.467	
H11007	中证金融债	129.54	0.06	1167000.00	1643499.88	5.44	53.24	2.709	
H11008	中证企业债	129.34	-0.53	903674.46	1184461.65	6.22			