

## 农发行11日发行150亿元浮息债

□本报记者 葛春晖 北京报道

中国农业发展银行4日公告称,将于6月11日招标发行2009年第八期金融债券。

本期债券为7年期浮动利率(附息)债券,债券利率基准为中国人民银行规定的1年期定期存款利率,发行量150亿元,每半年付息一次。债券发行日为2009年6月11日,缴款日和起息日为2009年6月16日,兑付日为2016年6月16日。本期债券招标结束后,发行人有权以数量招标的方式向首场中标的承销团成员追加发行总量不超过50亿元的当期债券。本期债券采用无利率上下限,有利率标位及相应数量规定,单一利差中标(荷兰式)的招标方式。追加发行采用数量招标方式,票面利率为首场中标利率。

分析人士指出,受市场资金面极度宽松及远期通胀预期抬头影响,近期浮息金融债发行大受追捧,5月份发行的2009四期国开金融债和2009七期农发行金融债的认购倍数分别高达5.43倍和5.16倍。预计本期浮息债仍将受到机构青睐。

## 成都市兴蓉投资公司债今起发行

□本报记者 葛春晖 北京报道

2009年成都市兴蓉投资有限公司公司债券今日正式发行。本期债券由中信建投证券担任主承销商,为6年期第三方担保固定利率债券,第3年末附发行人上调利率选择权和投资者回售权。发行规模10亿元,发行利率为3.98%,募集资金全部用于水务民生工程。本期债券由成都工业投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴业银行股份有限公司授权兴业银行股份有限公司成都分行提供流动性支持。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,本期债券信用等级为AAA级,发行人长期主体信用等级为AA级。

成都市兴蓉投资有限公司主营成都市给排水及其他基础设施建设,是成都市属大型政府性投资公司之一。作为成都市首批发行的企业债券,兴蓉公司本期债券发行利率创出四川省内企业债券发行新低,显示出市场投资者对发行人很高的认可度。公司有关负责人表示,本期公司债券的发行有利于公司降低融资成本,优化财务结构,树立市场形象,提升发展潜力,同时也为成都市进一步利用资本市场推进当地融资体系建设开创了先河。

### ■ 外汇市场日报 | Forex

## 美元获得喘息机会

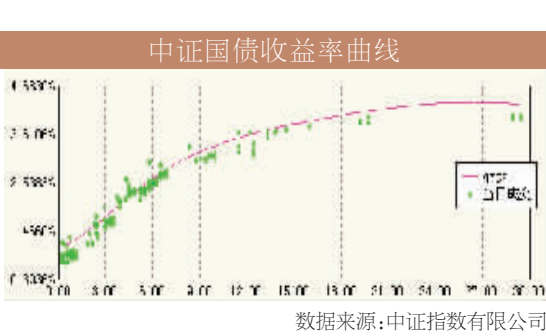
□天利恒丰 丁勇恒

美元周三“不鸣则已,一鸣惊人”,美元指数录得3月份以来的最大单日涨幅,美元兑各主要货币全面上扬。美元的回涨使超卖压力得到一定的释放,非美货币和其他主要的市场纷纷趁机了解获利盘,市场波动巨大。

之前有分析人士认为,美国主权信用评级前景极有可能将被调低,市场对美元的忧虑重起,而为应对金融危机而采取的量化宽松政策造成市场上的美元供应过于充足,由此造成的未来通胀威胁和资产减值预期成为近期美元连跌不休的主要原因。美元指数最近40天内跌幅接近10%。正当市场以为美元再难抬头之时,主要外汇储备国家宣布支持美元作为主要外汇储备,又令市场对美元资产重拾信心,美指止跌回涨。

一旦美国主权评级被降,美元会遭大幅贬值,则全球以美元为标的的资产投资也会缩水,持有国家会因此遭受汇率损失。受1997年金融危机的影响亚洲地区开始成为主要的外汇储备区域,从统计数据上看,中、日、韩、印四国的外汇储备量约占全球的二分之一左右,而这些外汇储备主要又以美国国债为主,储备量上中国居首,美元走软令投资者担心主要的外汇储备国会抛售美元。为了打消这种忧虑,美政府高官频繁外访,政府官员更是不断表示“美元金融资产十分安全”。而外汇储备最多的中国亦多次表示支持用美元作为主要的外汇储备,最近几日,亚洲其他的主要外汇储备国日本、韩国、印度相继表示了力挺美元,即使美国主权评级下调也会坚持一贯的外汇储备政策市场,主要外汇储备国的态度令市场对美元的信心大增,美元在周三欧洲盘开始受支撑止跌,美元作为避险货币的地位得到巩固。

而这个时候公布的美国和其他国家的经济数据却引爆避险需求,大量获利了结盘出现。北京时间周三晚间,美国自动数据处理公司(ADP)和宏观经济咨询公司3日发布的全国就业报告显示,美国5月私营部门就业人数减少53.2万人,较经济学家预期中值多1万人。上月修正后为减少54.5万,初值为减少49.1万。因ADP就业数据通常被视为政府月度就业数据的先行指标,市场根据此数据判断美国劳工部将于周五公布5月就业报告失业率将难开好。而作为衡量非制造业部门经营状况的ISM非制造业数据差于预期值的表现令投资者相信避险风险横行。市场的风险意识顺势被拉高,资金避险需求明显,而此时作为避险货币之一的日元却因为国内的经济状况相对较差而降低了自身作为避险货币的吸引力。市场上大部分资金涌向美元,美国股市周三结束连续四个交易日升势;石油、黄金等受影响录得大跌,主要商品货币波动都在300点左右。至截稿时美元指数报于79.19附近,美元兑日元报于96.30附近,澳元兑美元报于0.8050附近,美元兑加元报于1.1057附近。



# IPO重启 货币市场利率波澜不惊还是风生水起?

历史规律显示,大盘股发行前,货币市场利率往往飙升;不过,经过发行制度改革之后的IPO对货币市场利率会带来怎样的影响,机构之间仍存在分歧。

## IPO冲击下货币市场利率仍将异动

□兴业银行 郭草敏

2009年5月22日,中国证监会就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》,措施中第二条和第三条从制度上限制了大资金进行网上申购,一定程度上减少网上申购的冻结资金量。但是,这些限制并不能彻底扭转IPO冲击银行体系流动性的局面。

新办法中关于“网上网下分开”和“网上单个申购账户设定上限”这两条具体措施,一定程度上减少网上申购的冻结资金量,这在一定程度上有助于弱化IPO对货币市场的冲击。一方面,网上单个账户申购量的限制将对大资金产生明显影响。在本次征求意见稿中,第三条提到“对网上单个申购账户设定上限。……原则上不超过本次网上发行股数的千分之一”。另一方面,网上网下分开的限制将迫使大资金放弃网上申购。在本次征求意见稿中,第二条提到“优化网上发行机制,将网下网上申购参与对象分开。”此前,相关规定中并没有这方面的限制。

大资金基本不能进行网上申购,再加上网上网下分开,这就意味着大资金只能参与网下配售,整体上将缓解对银行流动性的冲击。第一、由于网下验资制度的改革,网下配售对银行体系流动性的冲击已经大幅减小,那么,即使此前进行网上申购的资金选择进行网下配售,其冲击也将减小。第二、由于网下配售普遍有三个月或以上的限售期,而网上申购则没有这项限制,因此,机构投资者在选择网下配售的同时,将承受较网上申购更大的风险,这也将抑制此前网上申购的大资金进行网下配售。第三、此前大量发行的以打新股为名的基金,可能因风险增加而不再发行。

因此,措施中第二条和第三条从制度上限制了大资金进行网上申购,一定程度上减少网上申购的冻结资金量。但是,这些限制并不能彻底扭转IPO冲击银行体系流动性的局面。根据过去的经验,IPO之所以能



够对货币市场造成重大冲击,其实主要是因为新股发行定价不合理和网上验资制度存在缺陷,前者造成打新能够获得较高的无风险收益,由此吸引大量资金进入,在验资制度缺陷的推波助澜下,IPO对货币市场的冲击被成倍放大。而分析本次征求意见稿,在这两个方面均无实质改变,因而,尚不能对减弱IPO对银行流动性的冲击抱有太大希望。

首先,IPO网上验资制度改革的具体措施并没有被提及。从银行流动性的驱动因素来看,IPO验资时银行间的资金划拨是引起回购利率大幅波动的主要原因之一。一般情况下,新股的申购资金分布在不同的银行,而验资则集中验资行。因此,在验资时,非验资行需要将大量的资金划拨到验资行,导致银行体系的流动性紧张。2008年1月21日,上海证券交易所和深圳证券交易所分别正式发布《上海市场首次公开发行股票网下发行电子化实施细则》、《深圳市场首次公开发行股票网下发行电子化实施细则》,对新股发行网下询价、申购以及资金划转进行了明确的规定,明显降低了网下配售引起的资金冻结对银行体系的流

动性冲击。但是,网上发行的验资制度仍然没有修改。事实上,网上发行的冻结资金量通常是网下配售的4倍左右,是银行体系流动性的主要扰动源。在征求意见稿中,IPO网上验资制度改革的具体措施并没有提及,因此,在网上冻结资金规模较大的情况下,仍然会对银行体系流动性造成明显的冲击。

其次,超额收益可能持续存在,那么,IPO仍将对银行体系流动性造成明显冲击。尽管在本次征求意见稿的第一条提到,“完善询价和申购的报价约束机制,形成进一步市场化的价格形成机制”,但是却缺乏具体可操作的措施,这意味着,新股定价的合理性问题在本次依然不会根本解决,而由此带来的超额收益,正是打新能够吸引巨额资金的原因。

2007-2008年统计数据显示,大盘股的上市首日收盘价平均高出发行价78%,最低高出28%,而最高则高出196%。如果网上申购的中签者在上市首日以收盘价抛出,那么,平均的年化收益率为49.72%,最低为8.39%,最高则高达231.52%,远高于存款基准利率。诚然,造成这种状况的原因有多方面,

但是,发行定价的市场化程度不够是主要原因之一。因此,超额收益极有可能持续存在,那么,资金必然趋之若鹜。

大盘股网上申购的冻结资金量与证券公司客户保证金保持较高一致性,当前过万亿的巨额客户保证金存量,暗示着IPO仍将对银行体系流动性造成明显冲击。尽管在2008年初时,因为中国铁建等大盘股发行,导致部分打新资金入场,使得证券公司客户保证金出现反常凸起。目前,市场尚无新股发行,但是证券公司保证金已经高达1.3万亿左右,而这部分资金是以中小散户为主,也就是说不受本次征求意见稿的第二条和第三条措施的影响。那么,在超额收益持续存在的情况下,这部分资金进行网上申购的可能性非常大。尽管1.3万亿的资金只有网上申购的最高冻结资金量的一半不到,但是对银行体系必然产生不小的扰动。

总而言之,只要超额收益持续存在,那么网上申购冻结巨额资金的状况可能难有明显的改善,在现有的网上验资制度下,银行流动性仍然会受到明显影响,回购市场利率仍然面临较明显的波动。

## 通胀预期渐起 市场方向不明

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四银行间现券市场受IPO渐近、股市持续火爆和通胀预期的三重影响,卖盘抛压较重,买盘相对乏力,市场收益率较周三有一定幅度上抬。昨日的抛盘以基金为主,保险和银行有少许跟风盘,早盘抛压集中在2年央票,后迅速波及国债和金融债的各个期限,双边被点超过80笔,买盘在少许抵抗后逐渐后退,市场在午后逐渐稳定下来,全天收益率整体上行2-4bp,后市调整的幅度还需观察。不过在市场消化了5个月的投机盘和获利盘以后,抛压力度已经明显不如一季度。

周三的5年国债招标结果基本与二级市场持平,使得一级市场收益率带动二级市场下行的预期落空,从而触发了一些交易盘兑现利润的动机。而在火爆的股市面前,基金和保险依然在加仓权益类品种

## IPO对资金面冲击会大大减弱

□东海证券 陈继先 谌世光

暂停8个月的IPO即将重启,这意味着股票市场融资功能开始逐步恢复,目前,投资者更关心的是IPO收益水平和IPO对市场资金面的影响,我们认为IPO重启将对目前市场利率冲击减弱。

中国证监会5月22日发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导(征求意见稿)》(下面简称《指导意见》),考虑到征求意见稿后可能有一个修订的过程,我们预计IPO正式启动应该在7月后。

我们认为,IPO重启将对目前的债券市场利率水平构成一定冲击。首先,根据粗略计算,IPO重启后其网上申购收益水平将在5%至13%之间。虽然我们的假设可能存在不合理的地方,但即使以我们估计的区间下限水平来看,其相对于目前的债券市场收益水平也有一定吸引力。但是,这个吸引力是对100万资金规模的散户而言,机构基本被挡在外面,如果以100亿之上融资为大盘股起点,机构最大可参与的打新股规模仅为千万左右(百亿/1000),我国A股单只融资规模10亿之下居多,意味着单个账户打新股资金上限仅100万。其次,IPO改革关于网下网上申购参与对象分开以及网上单个申购账户设定上限等措施,将促使机构投资者由网上转为网下投资。这一定程度上会影响网下申购配售比例,甚至影响IPO网上、网下发行比例的分配,进而可能影响新股定价。因为网下锁定期三个月,机构倾向于低估一级市场价格,以更有效保护自身利益,这些都将影响网上、网下申购收益水平。在前面的情景分析中,我们大致估算网下申购年收益大概在6%至11%,但这需要承受3个月锁定期股票市场的波动风险。

不过,IPO对资金面冲击力会大大减弱。主要原因是:第一,由于在新IPO机制下,占IPO发行量大部分的网上申购,主要参与者为中小投资者,资金实力较弱,且单户申购比例受到限制,因而申购冻结资金将大幅减少,而且其主要资金来源为自有资金,不会造成大规模资金流动;第二,机构投资者将主要参与网下申购,但由于网下申购总体规模相对较小(占总发行规模约20%),而且中签率相对较高,因而申购冻结资金规模有限,此外由于网下申购股票有三个月锁定期,机构投资者进行杠杆融资申购时会更加谨慎,这些都会减弱对资金面的冲击。

总体而言,IPO对债券市场的冲击肯定存在,如提高广大散户的无风险收益率而促使其大量赎回1年以内的人民币理财产品,引发短期债券品种抛售,最明显是短债基金、银行短期人民币理财产品等;再如,IPO引发回购利率波动,短期品种风险值上升,要求收益率补偿。另外,IPO很容易成为机构抬升收益率水平的“说辞”,但是这种影响不应该扩大,因为影响债券市场最大群体——机构投资者“打新”热情被新制度基本“浇灭”。

### ■ 债市 | 望台 | Vision

## 宽松货币政策延续

## 央行继续保持资金净投放

□本报记者 王辉 上海报道

中国人民银行4日在公开市场操作中进行了800亿元3月期央票的常规发行。值得注意的是,当日正回购操作再度缺席,这使得本周公开市场连续第三周迎来资金净投放。分析人士表示,央行在公开市场操作上的温和缩量,表明宽松货币政策仍在延续,近期关于货币当局可能适度收紧资金面的观点并没有在公开市场中得到验证,预计未来一段时期内,市场流动性宽松态势将依旧延续。

### 资金净投放态势延续

央行4日上午在公开市场招标发行了800亿元3月期央票,发行量连续第四周持平。本期央票发行价99.76/百元,对应中标收益率0.9650%,为该期央票利率连续第十八期持平。而与此同时,以往每周四大多情况下与3月期央票发行同时进行正回购操作却没有出现。来自WIND的统计数据显示,本周市场到期央票840亿元,到期正回购800亿元,在周二及周四的800亿元正回购和800亿元央票发行后,本周市场共计净投放资金40亿元,为公开市场连续第三周净投放。之前两周市场净投放资金量分别为630亿元和800亿元。

### 债市再入密集发行期

银行间债市在经历了5月份的新债集中供应后,市场人士普遍预计6月份债市的新债供给压力仍将居高不下。来自市场官方网站中国债券信息网的统计数据显示,在截至6月4日的短短4个交易日内,就有多达19只国债、金融债、中期票据、企业债、短期融资券等新债相继公布了发行公

固定收益证券综合电子平台成交行情(2009-6-4)									
债券简称	昨日收市价	最新价	加权平均价	成交量	开盘价	最高价	最低价	加权平均价	
07国债11	102.770	102.770	102.770	80000	1.0119	1.0119	1.0119		
07国债14	107.100	107.100	107.090	0	2.4333	0	0		
08国债11	105.751	105.735	105.735	10000	1.1483	1.1483	1.1483		
08国债16	100.657	100.651	100.651	10000	0.8122	0.8122	0.8159		
09国债08	99.953	99.953	99.953	10000	0.9395	0.9395	0.9406		
09国债12	100.000	99.650	99.650	9000	3.8285	3.8285	3.8287		
08苏交通	100.000	103.770	103.770	4000	4.0031	4.0031	4.0034		

数据来源:中证指数有限公司

### 中证债券系列指数2009年6月4日收盘行情

指数代码	指数名称	指数值	指数涨跌幅(%)	成交量(万元)	结算金额(万元)	修正久期	凸性	到期收益率(%)
HI1001	中证全债	126.81	-0.11	896388.28	926199.70	6.11	62.96	3.896
HI1002	中证3债	126.11	-0.03	1357915.90	1395338.11	2.08	6.73	1.969
HI1003	中证7债	128.68	-0.10	5321923.98	5512425.23	4.33	24.88	3.000
HI1004	中证10债	128.33	-0.17	1949525.85	2025488.30	7.02	61.92	3.439
HI1005	中证10债	123.77	-0.12	324718.55	339743.06	10.73	156.90	3.812
HI1006	中证国债	128.69	0.01	1105950.45	1106564.23	6.97	78.71	2.896
HI1007	中证金融债	129.48	-0.01	4650000.00	4897731.59	5.16	47.54	2.905
HI1008	中证企业债	131.47	-0.61	3197933.83	3257698.88	5.20	42.35	4.261
HI1010	中证短债	117.96	-0.01	510155.83	522230.37	0.46	0.73	1.137
HI1011	中证央票	110.06	0.00	4446000.00	4578166.06	0.88	2.08	1.290
HI1012	中证央票1	108.10	0.00	2961000.00	2957421.74	0.37	0.57	1.081
HI1013	中证央票1-3	111.05	-0.02	2885500.00	2588746.32	1.62	4.30	1.595
HI1014	中证短融	109.80	0.00	817000.00	803355.59	0.45	0.70	1.462
HI1019	中证综合债	124.35	-0.07	14727540.11	15194288.72	4.11	39.99	2.413
HI1015	中证短债	119.40	0.00	3388155.83	3411487.70	0.40	0.63	1.133