财政部公布第三季度国债发行计划

□本报记者 葛春晖 北京报道

财政部29日在中国债券信息网公告了2009年第三季度国债发行计划。公告显示,第三季度财政部将发行24期国债,其中包括3期储蓄国债、12期记账式附息国债和9期记账式贴现国债。

具体品种为:记账式附息国债12期,其中1年品种2期,3年品种2期,5年品种3期,7年品种2期,10年品种2期,20年品种1期;记账式贴现国债9期,其中91天、182天、273天品种各3期;储蓄国债3期,每期发行3年和5年两个品种,分别于今年7月、8月和9月发行。记账式贴现国债招标日期均为周五;除7月3日招标日为周五外,其他记账式附息国债的招标日期均为周三。公告并未披露每次国债具体的发行金额。但从发行期数来看,第三季度的国债发行频率与第二季度基本持平。

另外,29日财政部还公布了2009年7月份上半月部分省区政府债券发行计划。发行计划显示,2009年7月份上半月,财政部将代发9期省区政府债券,发行总额合计231亿元。其中,7月6日合并招标发行宁波债、深圳债、新疆债(二期)、山东债(二期)和辽宁债(二期),合计招标总额119亿元;7月13日合并招标发行吉林债(二期)、广西债(二期)、黑龙江债(二期)和内蒙古债(二期),合计招标总额为112亿元。

财政部将续发09年记账式附息(四期)国债

□本报记者 葛春晖 北京报道

财政部公告显示,为筹集财政资金,支持国民经济和社会事业发展,财政部决定续发行2009年记账式附息(四期)国债,计划发行额为280亿元。

本期国债续发行部分的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等均与2009年记账式附息(四期)国债相同。即,从2009年4月2日开始计息;按年付息,每年4月2日(节假日顺延)支付利息,2014年4月2日偿还本金并支付最后一年利息;票面利率2.29%。本期国债计划续发行面值总额280亿元,全部进行竞争性招标。甲类成员在竞争性招标结束后,有权追加当期国债。本期国债通过全国银行间债券市场、证券交易所市场续发行,其中试点商业银行柜台销售部分不再另行分配额度。本期国债于2009年7月3日进行续发行招投标,招标当日2009年记账式附息(四期)国债停止交易一天;7月6日开始续发行,7月8日续发行结束;续发行部分从7月10日起与原发行部分合并上市交易。

■ 外汇市场日报 | Forex

非美货币整体疲弱

□天利恒丰 丁勇恒

周一亚洲交易时段,受日本和香港股市走弱和市场对本周重要数据预期不明影响,风险偏好情绪收窄影响,主要的货币中除澳元兑美元外,欧系货币和商品货币兑美元走弱。日元在升值通道中出现回调,其中美元兑日元出现短时间"背离"。

上周五数据显示,6月美国消费者信心升至去年9月份以来最高;衡量未来美国经济增长的领先指标连续第10周上升,在经历了28周的升势后,终于重回正值,为22个多月以来首见,并触及97周高点,这进一步巩固了关于美国经济即将结束衰退的预期。美国经济周期研究所表示,美国6月19日当周领先指标上升至117.6,触及37周高位,前周数据经修正后为117.0。经济向好为美元避险作用提供支撑,美元避险货币地位加强在周一的亚洲交易时段得到体现。美元指数于亚盘盘中冲击第一波高点80.17一带,后回调至80.00一带支撑线之上盘整,除中国外的亚洲主要股市走弱也为美元资产提供买盘,至北京时间周一14:30美指再次冲高至80.30附近。

美指走强打压其他非美货币走势,其中欧系货币兑美元跌势最为明显。分析认为,欧系货币走弱除了美指的强势外,本周欧元区议息会议的不确定性也是影响原因之一。北京时间本周四19:45欧元区将公布最新利率决定,由于利率决议后的声明对经济前景判断有一定帮助,投资者在等待数据的同时也对资金做了避险操作。欧元区6月经济信心指数预计将由五月份的69.3升至70.9。欧元区主要经济强国德国最近公布的IFO商业景气指数已连续三个月上升,预示着德国的经济复苏在望。欧元区各国采购经理人指数也继续改善,预示着经济继续下滑的可能性降低。众多经济数据的好转带来了一个问题,就是欧元区的经济刺激政策会不会持续下去,或者说如果会将会持续多久,这些问题都或会在本周的利率会议后的声明中得到部分指引。

日本经济产业省周一公布的数据显示,日本5月零售销售年率下降2.8%,为该指数连续第9个月下降,数据暗示在就业以及收入不景气的情况下,消费者严格控制支出的形势。虽然有分析师们认为随着日本政府经济刺激计划逐步发挥效果,未来几个月零售销售降幅将放缓。但实际情况不乐观,由于家庭支出占据了日本国内生产总值(GDP)的55%,而由衰退引发的企业破产尚在延续,这可能加快失业率上升步伐,家庭支出进一步下降的概率增大,日本经济产业省表示,4月零售销售年率下降2.8%,3月为下降3.8%。经调整商店数量变动因素后,百货商店及超市零售销售年率下滑6.5%,为连续第14个月下降。数据削弱了日元作为避险货币作用,日元在积累了较多的买盘后,趁数据进行获利了结,于是市场上就出现了股市和商品市场下跌的时候日元也跟随小幅度走低。

至截稿时美元指数报于80.13附近,美元兑日元报于95.44附近,欧元兑美元报于1.4013附近,英镑兑美元报于1.6476附近。

■ 债市瞭望台 | Vision

机构谨慎情绪浓厚 债市前景堪忧

□本报记者 王辉 上海报道

债券市场上半年的运行已接近尾声,尽管近期债市在IPO重启的大背景下显得波澜不惊,但市场的弱势特征依然十分明显。对于下半年债市的走向,目前主流机构的观点显示,在通胀预期日益升温的背景下,作为上半年市场的主要力量,大行未来的买债热情将显著降温,预计下半年市场将延续弱势格局。

通胀预期正逐步加深

回顾上半年市场的整体运行状况,一季度市场在基金等机构获利抛券的压力下,曾一度展开一波较深的回调,但随着大行资金配置压力的逐步加大,市场在新债发行利率逐步走低的带动下再度保持了强势特征。进入二季度,伴随着资金面的高度宽松,各债券资产价格普涨。不过,现券收益率曲线仍显示出微妙的陡峭化格局,各债券资产中国债价格涨幅最大,按照其他分类计算收益情况,浮息债价格涨幅最高,主流机构对于宏观经济的通胀预期正显著加深。

兴业银行经济学家鲁政委表示,当前的物价形势显示,PPI虽同比微升,但仍无法展示出稳定上行的动力;翘尾虽然较上月收窄,但食品价格的继续下跌令CPI同比跌幅再度扩大。短期来看,经济从底部的快速反弹,并不能立即就达到求大于供并足以达到诱发通胀的程度。但持续高速的货币增速,仍将令市场对未来通胀前景感到担忧。整体看来,通胀虽无近忧,但仍需远虑。不过,对于中远期的物价水平,市场仍有不同观点。国泰君安等券商认为,虽然通胀预期有所升温,但年内CPI即便由负转正,通胀仍将保持在不超过2%的水平。

供求形势或将发生转变

来自中央国债登记结算公司的数据显示,2季度债市一级市场发行总量约为1.8万亿元,较1季度大幅增加8000亿元。其中央票、国债、政策性金融债和企业债(包括中期票据)分别新增发行分别在3050亿元、2858亿元、420亿元和400亿元左右,仅有短期融资券一项的发行减少了约461亿元。不过,这些新增债券发行在大行汹涌的认购资金下,仍被较为轻松地消化。而对于下半年市场的供需状况,市场主流观点显示,市场供求形势或将发生实质性改变。

招商证券表示,3季度债市主力机构商业银行的配置需求不容乐观,主要原因在于规避利率周期筑底和通胀预期回升过程中的收益率超调风险,经济复苏之中企业信贷需求的回升及信贷资产收益的提高,也将促使商业银行进一步压缩债券资产配置规模。而保险机构受保费收入增速下降、控制债券收益率风险和规避利差损以及资金运用渠道被拓宽等因素,其债券配置需求将难有大的起色。另一方面,在经济逐步复苏和股市的投资机遇增加的背景下,下半年基金公司的债券投资需求仍将低迷。对于下半年债市的投资策略,分析人士建议,虽然未来的宏观物价形势仍不十分明朗,但中远期的通胀风险仍需适度回避。投资者资产配置最好偏重浮息债和高溢价信用债等防御性资产,组合久期最好也要维持在5年以下水平。

信用债投资可遵循四维原则

□海通证券 姜金香

在政府主导的投资拉动下,我国宏观经济已经企稳回升,但是微观实体走暖的基础尚未夯实,投资者对经济可能出现反复仍心存担忧。从美国信用债市场表现看,在经济复苏尚未被最后确认的初期,信用债利差的调整幅度就已经达到一半以上,因此,我们认为09年下半年信用债存在较好的投资机会,在投资策略上应遵循"中短久期、非银行担保、梯次行业和中等等级"这四个原则并跟随复苏进程动态调整。

在经济复苏初见曙光但尚存反复担忧的阶段,信用债投资将是固定收益品种中较理想的投资选择。宏观经济环境的不确定性抑制了基准利率的上行风险和空间,而信用利差的调整走势可以分为两个阶段:首先是在经济最坏时期刚过之后信用风险溢价部分估值的调整,因为在最坏时期债券投资者从两个方面要求了更高的额外风险补偿,一是债券投资系统性风险大增;二是其偏态性特征更加明显(收益有限但一旦违约损失巨大),我国一季度信用债收益率快速下行已经基本完成了这一调整过程;接下来信用债将进入由预期违约损失率降低而带动的信用利差下行阶段。经济复苏尤其是微观实体行业和公司个体的复苏将较为缓慢,在此过程中将不断考验和修正投资者对个体违约状态的预期,这就决定了今年下半年的信用债投资策略的选择应该是动态调整,抓取结构性机会,并遵循以下四个原则:

第一维:选择中短久期。企业债收益率在08年底到今年1月份经济最低迷的期间内,信用利差的期限结构平坦化的特征相当明显,并且在各等级的企业债中无一例外。以2009年2月5日为例,AAA级10y、7y、5y、3y的企业债利差分别为0.7401%、0.7405%、0.7573%、0.9289%,而最低等级A+对应期限的信用利差则分别是2.9395%、2.9342%、2.9473%、3.1146%,倒挂现象普遍存在。参照美国信用债利差期限结构的变化走势,经济最低迷时期过后,利差期限结构将逐步正常化,这势必拉大长期限信用债的利差,同时降低短期限的信用利差;同时从基准利率的走势看,09年经济的趋暖、巨量信贷的投放之后,利率下行的空间已经相当有限,而且随着对通胀预期担忧的增强,基准利率面临的上行风险正呈加重态势,因此,在债券策略配置上应该尽量避免长久期。综合以上两个因素的合力,09年下半年的信用债投资亦以中短久期为宜,建议投资选择上控制在3年左右。

第二维:梯次行业选择。信用债违约率是否降低取决于该行业复苏的时间和概率,在当前的信用债定价中无疑是最具考量价值的一点。依美国的经验,越是复苏较快和概率较大的行业,信用利差回落得越早。根据09年下半年复苏行业的选择标准,三个方向依次是:(1)政策受益行业;(2)追踪先行指标显示的机会;(3)其他外需和内需改善具有改善信号的行业。

第三维:选取无担保。在经济萧条期有担保是对债券按时还本付息的一个有力保障,无担保债因其风险性高而收益率大幅上行。在经济最坏时候过去之后,随着企业存活并逐步好转之后,无担保债的信用利差缩小将是一个趋势。以5年期有无担保企业债为例,09年2月份以后无担保企业债利差快速下降,目前高等级的有无担保债的利差呈稳定的状态,而低等级的无担保债利差仍然处在下行的轨道中。可以关注非银行担保的广义上"无担保债"的投资机会。

第四维:选取中等等级。参照美国经济复苏期信用等级之间的变化规律和对我国经济目前所处阶段的判断,我国公司债利差大幅下降处于第二阶段:高等级的快速下降已经告一段落,但低等级信用债利差下降时机还尚未到来。美国在03年经济复苏确认前,B级公司债的大幅调整才刚开始,累计调整幅度分别为56%、54%和48%;在经济复苏确认之后,A等级的信用利差仅剩余22%-29%的调整空间,而B等级的公司债利差仍然有35%-49%;并且利差缩小的趋势在信用等级之间是渐次展开:较高等级之间的利差集中在经济复苏信号确认之前即基本调整完毕,此后基本维持稳定水平;而低等级公司债的级别利差则可以持续调整到经济复苏一年之后才基本到位,并且时间分布上集中在在经济复苏信号确立之后。09年下半年信用债在等级的选取上应首先集中在中等资质的券种上,主要包括AA、AA+、AA-,而更低资质的企业债利差大幅下降是否能够开始尚有待于视经济和相关行业复苏的状况而定。

票据贴现利率回升预期加强

□潍坊农信 王刚

进入六月下旬以来,票据市场贴现利率不断走高。据"中国票据网"报价信息。截至本月26日,利率已推高至1.36‰左右,而此前的转贴买断利率多在1.2‰或以下。虽然表面看起来,这只是一种温和的上涨,但超过13%的升幅还是让不少市场主体感到惊讶。

实际上,此番利率调整基本上被认为在市场预期之内。原因有三:一是近期银行间市场资金拆借利率渐次上升,短期回购资金利率达到1.0%以上,而这自然会在票据上有所反映;二是一段时期以来,监管部门明显加大了监督检查力度,对票据业务提出了一系列风险提示。而商业银行也不约而同地开始调控。无论是承兑,还是贴现,都在进行适度调整、规范操作。不少机构还规定了内部硬性的数量化调控指标,对新增贴现与新增贷款或存款的占比作出了比例限定。身置市场之中,会明显感受到这段时间调整压力的存在;第三个原因,同时也是最为潜在的因素,就是票据利率长期以来,被压制在一个不合理低位,此处的"不合理"是指难以让商业银行承受甚至是与成本的事实倒挂。因此,此轮回升,更容易被人理解为市场理性回归。

通常市场波澜起伏之际,也正是市场机会蕴藏之时。因此,近段时间利率的上涨,普遍为市场机构所叫好。从交易情况看,买盘增多,不少机构已开始逢低买入,准备做多。短期看,这一操作具备一定的可行性。特别是通过前几年经验看,基于种种原因,利率通常会在月末季底短暂升高,过后下降,形成所谓的"月末季底"行情。不少机构借机牛刀小试一把,且屡试不爽。但近两年来,上述阶段性行情已表现的不太明显,如今年年初以来的利率水平就一直较低,几无变化。

与短期行情相比,人们更关心的是市场长期的表现。与其他投资品种一样,票据市场的长期走势,依旧与经济形势紧密相关。以目前看,国际国内的形势虽不甚好,多个世界经济体的复苏之路依旧漫长,但主流的观点普遍认为世界经济特别是国内形势已经向好,通胀预期开始加剧,包括股市、房市在内的多种资产价格连续被推高。而货币政策也多被认为在保持总的基调不变的同时,或适时适度微调。依经验,票据利率与通胀水平呈现出正相关性。从长期看,或者说从下半年开始,票据贴现利率走出泥潭,迎来上升值得期待。

■ 交易员札记 | Trader Notes

市场资金面情况仍需观察

□民生银行 林胜蓝

上周债券市场收益率仍维持升势。上周二7年及10年期国债收益率分别上涨了4-5BP;10年、15年及30年国债则分别上升了5BP左右;政策性金融债各期限债券收益率升幅较小,基本在3-4BP左右,5年期、10年期金融债在2.8%、3.8%附近有坚定买盘。上周传闻6月份新增信贷有望突破万亿,其主要原因在于政府出台政策调低部分基建项目资本金比例与银行月末冲刺贷款额度;与此同时,即将于7月中旬公布的二季度经济数据市场预期将较为乐观。以上两个因素或将给债市收益率更大的上行压力。

周一债券市场成交清淡,收益率基本与上周末持平。剩余2.8年的政策性金融债090405成交于2.2%;剩余4.24年的政策性金融债080308成交于2.805%;剩余9.32年的政策性金融债080217成交于3.905%-3.82%;国债则成交较少。IPO重新启动,对于货币市场仍有一定冲击,隔夜回购利率较上周五提高了2-3BP,加权利率为1.00%;7天回购利率较上周提升2BP,加权利率1.19%。至本周四,IPO资金将解冻,市场资金面紧张程度或将有所缓解,但由于目前银行超储率较低,未来一段时间市场资金面的情况仍需进一步观察。

首钢总公司将发60亿中期票据

首钢总公司29日公告称,定于7月6日发行首钢总公司2009年度第一期中期票据(简称"09首钢MTN01")。

本期中期票据发行总额为人民币60亿元整,期限5年,按面值发行,票面利率通过簿记建档程序确定。簿记建档时间2009年7月6日,发行日期2009年7月6日,缴款日2009年7月8日,起息日2009年7月8日,上市流通日2009年7月9日。

截至本募集说明书签署之日,发行人债务融资工具及其他债券注册及待偿还总额合计人民币190亿元整(其中待偿还余额140亿元),其中在有效期内的短期融资券注册总额100亿元(其中待偿还余额50亿元),申报并发行的企业债券待偿还余额90亿元。大公国际资信评估有限公司给予发行人本期中期票据信用评级为"AAA",给予发行人主体长期信用评级为"AAA"。(葛春晖)

■ 债市策略汇

上海证券

债市继续下行 浮息债成防御首选

受IPO重启影响,上周上交所债券市场大幅下挫。从资金面来看,上周央行向市场净投放1150亿元,创下2月份以来单周最大净投放资金量。从一级市场来看,上周发行的第十三期7年期记账式附息国债发行利率为2.82%,略高于市场预期的上限,且其认购倍率仅1.33倍,创下了年内国债认购的最低纪录,可以看出投资者对债券的配置热情已经出现降温。

对债券市场而言,短期内影响市场利率的重要因素为IPO的综合收益率情况,我们需要观察2-3只以上新股发行的收益率才能确定市场利率的走势;影响中长期市场走势的主要因素为是否进入加息周期。从历史来看,CPI超过3%时,政府通常开始采取紧缩货币政策,CPI超过4%时,政府才会使用利率政策。因此,在CPI刚见底的情况下就开始讨论紧缩和加息为时尚早。

操作上,强烈推荐配置浮息金融债券,主要原因是加息周期内浮息债券收益率会无限趋近于1年期同类型债券。当前浮息债市场收益率约为2.6%左右,一年期金融债收益率约为1.3%,因此仍有约130BP的下行空间。另外,浮动利息债券的存量和增量规模都比较有限,在银行上半年完成大部分信贷的前提下,下半年势必会增加债券的配置,而浮动利息债券作为稀缺的对冲通胀的债券资产,势必会成为银行追捧对象。

广发证券

IPO只是货币利率回升导火索 继续持有交易所高息债

上周货币市场利率继续回升,但是回购和拆借交易量维持稳定,再考虑到央行公开市场投放的1150亿元资金,如果只有一个小盘股发行在影响资金市场,那么资金面应该比前两周更为宽松。因此,我们认为,IPO的影响被夸大了,引起货币利率回升的主要原因,一是资金水位在上半年以来大幅下降,二是货币市场资金单向运动更为明显。上半年信贷猛增挤压银行的可用资金,并且中小银行信贷投放比大行更为激进,而吸储能力低使得其拆借融资的需求上升,结果导致掌握资金的大行在资金市场的话语权上升,趁着IPO时减少了资金融出,抬高资金利率。前瞻性地看,资金水位下降使得低于银行资金成本的7天回购利率难以持续,但是在央行收紧货币之前,估计7天回购利率上升幅度也不会很高,未来半年的目标水平为1.3%-1.4%,波动率会随着新股发行而增大。

尽管新股发行机制改革导致连续打新股的年回报很可能低于5年期AA企业债的票息收益,但是资产置换已经发生,投资者弃债打新的迹象明显,交易所高息债已经下跌1个月,跌幅在40-50BP。无论从投资周期的资产选择、打新股与信用债投资的风险收益对比、信用债利差在历史中的位置、信用债收益率与贷款优惠利率对比还是从跨市场信用债的收益风险来看,目前的交易所信用债都是较好的投资品种。在央行紧缩货币之前,交易所高息债应该还可以继续持有。

招商证券

资金面波澜不惊 长端风险依然大于短端

受IPO重启和半年末机构备付的影响,上周全国性商行净拆出资金骤降至08年10月份以来的单周净拆出资金低点,6个月期国库现金管理中标利率也逐步走高,反映出机构对IPO重启带来的未来资金面逐步趋紧的预期。

无论从实际资金面还是监管层继续贯彻适度宽松货币政策的态度看,我们都认为货币市场利率继续大幅上行的动力不足。首先,3季度央票到期量达到创记录的1.56万亿,为历史上单季度新高。即使央行不动用下调存款准备金率的数量手段,也可以通过公开市场操作净投放的方式,轻松平抑由于IPO重启带来的短期货币市场利率的波动。其次,扣除法定存款准备金因素后,5月份实际新增存贷差创新高,而贷存比仍维持低位,表明目前金融机构流动性仍相对宽裕的状况。在本币升值预期不减和企业居民结汇意愿回升的情况下,外生的货币和外汇占款的增长将利于金融机构存款继续保持平稳增长,金融体系流动性仍将相对充裕。第三,企业生产持续复苏和居民消费投资意愿增强,使得5月份存款活期化倾向更加明显,存款活期化将进一步提升货币乘数和货币流通速度,是信贷投放加速进入实体经济的重要表现。

在债市资金面仍相对充裕的情况下,在经济复苏深化和通胀预期强化的背景下,收益率曲线长端风险仍然大于短端。为规避IPO重启对短端收益率带来的短期冲击,我们依然看好基于回购和Shibor利率的浮息债的防御价值。

固定收益证券综合电子平台成交行情(2009-6-29)

债券简称	昨日收盘价	最新价	加权平均价	总成交量	开盘收益率	最高收益率	加权平均收益率
07国债11	102.580	102.666	102.624	350000	1.0506	0.9507	0.9902
08国债11	105.570	105.553	105.553	10000	1.1475	1.1475	1.1480
08国债16	100.490	100.469	100.469	10000	0.8693	0.8693	0.8693
09国债08	99.941	99.939	99.939	10000	0.9590	0.9590	0.9601
09贴债11	99.581	99.567	99.567	270000	0.8741	0.8741	0.8741

数据来源:中证指数有限公司