

业界观察

诱人套利空间 引发企业承兑热潮

潍坊农信社 展胜鹏

在扩内需、保增长的大背景下,中国人民银行多次下调存款利率和法定存款准备金率,向金融机构释放更多的流动性,以引导更多的资金流向中小企业。

而对于票据市场而言,诱人的套利空间已经引发了企业的承兑热潮。现行的半年期定期存款利率为1.65%,而票据市场的直贴现利率约为1.35%,即便是全额保证金承兑,对于企业而言,已经出现了非常可观的套利空间。举个例子,企业存入1000万元的保证金,开出面额1000万元、期限六个月的银行承兑汇票,接着到银行办理直贴现业务。1000万元的保证金存款在银行按1.65%计息,同时1000万元的银行承兑汇票按1.35%办理了贴现,企业就可以获利1.8万元。

套利空间的产生主要原因是票据贴现利率的大幅下降。新年过后,各家商业银行面对新的贷款投放的巨大压力,而在全球金融危机的大背景下,很多企业的生存状况堪忧,各家商业银行不得不选择惜贷,于是大量、急速买入票据,以支撑其信贷资产的规模,最终导致票据的贴现利率大幅下降。

受全球金融危机的影响,经济增速放缓,很多企业的经营状况惨淡,财务状况不好,各家商业银行普遍地提高了承兑汇票的门槛,但一级市场承兑的票据总量并未减少,主要原因就是半年期定期存款利率与直贴现利率之间的套利空间。很多企业已经认识到该套利空间,循环大量贴票,出承兑一贴现一出承兑一贴现……,其直接导致的结果就是:银行的半年期定期存款大量增多(利息支出增多),银行的贴现利息收入大量增多,企业从银行套取大量的资金。

诱人的套利空间,强烈的承兑热潮,企业可以从银行套取大量的资金,这种现象是不正常的。相比于票据市场的贴现利率,半年期的定期存款利率已经需要做出调整了,可以说降息已经在路上。

短讯

人民币对美元汇率 中间价继续小幅走升

据新华社电 来自中国外汇交易中心的最新数据显示,1月19日人民币对美元汇率中间价连续第三个交易日小幅走升,报6.8360,较前一交易日走高23个基点。

上周五美国财政部公布的报告显示,2008年11月出现了信贷危机以来首次海外投资者抛售美国国债的情形,显示市场对美国国债需求急剧下降。由于投资者担心这种情况的延续会利空美元,因而导致美元兑各非美货币下跌。在这一背景下,人民币对美元汇率维持上行走势。

中国人民银行授权中国外汇交易中心公布,2009年1月19日银行间外汇市场美元等货币对人民币汇率的中间价为1美元兑人民币6.8360元,1欧元兑人民币9.1097元,100日元兑人民币7.5096元,1港元兑人民币0.88098元,1英镑兑人民币10.1477元。

前一交易日,人民币对美元汇率中间价报6.8383。

国内现货金银小幅上扬

据新华社电 19日,国内现货金银价格小幅上涨。

上海黄金交易所黄金Au99.95收盘于185.27元/克,上涨2.73元/克,共成交4298公斤;黄金Au99.99收盘于185.20元/克,上涨2.73元/克,共成交2319公斤;黄金Au100g收盘于185.97元/克,上涨2.97元/克,共成交31.6公斤;黄金Au(T+D)递延交易品种收盘于185.22元/克,上涨2.85元/克,共成交7516公斤;黄金(T+NI)收盘于185.17元/克,上涨3.79元/克,共成交560公斤;黄金(T+N2)收盘于185.80元/克,上涨3.77元/克,共成交24公斤;铂金Pt99.95收盘于225.41元/克,上涨6.41元/克,共成交148公斤。

19日,上海黄金交易所白银Ag(T+D)递延交易品种收盘于2468元/公斤,上涨35元/公斤,共成交14066公斤。当日,国内市场现货白银报价亦小幅上扬。上海华通铂银交易市场1号白银现货报价2385元/公斤至2395元/公斤,2号白银现货报价2370元/公斤至2380元/公斤,3号白银现货报价2355元/公斤至2365元/公斤,较前一交易日上涨了35元/公斤。

节前交投活跃 收益率持续上扬

福州商业银行 吴亮谷

昨日市场仍显较重抛压,出于排名压力原因,部分基金持续仓位调整的行为,且急于出手的心态加剧了收益率的上抬。经过上周持续抛售后昨日市场走势颇出意料之外,上周尾盘受收益率大幅上扬吸引,买盘曾受一定程度激发,并有效抑止了收益率持续上移过程,但昨日开盘后抛压一片的情形令人忧心忡忡。对于未来的走势,我们不敢太乐观。

首先从昨天盘面上看,虽然多是交易型投资者所为,但众交易户短期

内不敢持券的意愿也相当明显(这也是造成双边买价受较大冲击的主要原因),不排除春节临近机构交投意愿下降的因素,但也体现了部分投资者对上周形成的收益率顶部并不十分支持,持币寻机抄底的意图相当明显。但底部究竟何在?近期不断有基金机构出于账户调整的原因进行出券交易,收益率上升空间相当之大,毕竟股票市场的大幅获益能忽略债券市场的若干基点的上升,而这又造成了一方等待,另一方并不在意小规模损失而持

续出货的恶性循环过程。

其次从基本面上看,12月份好于市场预期的宏观数据对债市的打击仍未消退。近来市场又开始关注1月份的宏观数据将大大超乎预期,并提前有所反映。对未来货币政策的预期,变化过程必然伴随着市场对收益率的重新定位,降息预期的弱化,经济向好发展造成的股市资金分流,以及债券供给大幅增加的影响等都或多或少的抑制了投资者的投资冲动,谁也不想当最后一个接手者,唯有等待,希望收益

率再高一点。

关注本周即将公布的2008年宏观数据,在目前敏感的市场环境中,投资者心态已日显脆弱。

从交易过程看,半年期央票成交在1.1%,上升5BP左右;8-10个月央票在1.15%-1.16%皆有成交,基本与上一交易日持平;2.3年的0801035期和0801047分别成交在1.63%和1.62%,收益率上扬8BP。国债方面,1.5年期的070011上扬8BP成交在1.15%;2.5年的080011成交于1.4%,

上扬5BP;待偿6.5年的080007在2.55%有成交;7年的080022成交在2.6%,上升近10BP;10年期080018在3%附近集中有大量买盘;15年的080023上涨5BP成交于3.465%。金融债方面,3年080221买价1.7%被点,5年金债080311买价2.4%被点,7年的080312成交在3.05%,大涨10BP以上。信用产品类,4.5年的铁道二期中票买价2.73%被点,2.3年的中电信2.3%买价被点,待偿2.9年的中石油2期中票在2.35%有成交。

债市调整就是中线买入机会

申银万国证券研究所 屈庆 张睿 张磊

上周债市大幅调整,从期限上看,首先是长债收益率上升,最终带动短期收益率上升,5-10年期收益率调整幅度最高,目前收益率异常陡峭化,10年和5年期利差创2006年以来的新高,而5年和1年期利差也接近2006年以来的高点。从品种上看,国债先调整并最终带动金融债和信用产品收益率上升。

债市为什么调整?

债市之所以调整,导火线就是12月份信贷和货币供应量均大幅反弹,信贷的大量反弹使得市场对经济走向转折的预期增强,甚至有机构预期经济会出现“V”型反转,因此对债券市场维持低利率的环境产生了怀疑。另外,由于同样的预期,股票市场大幅上涨,导致偏股资金大量抛出债券。

我们认为市场调整的本质原因是由于这轮牛市以来,收益率大幅下降,市场获利盘很多,在未来整体收益率下降空间非常有限的情况下,市场心态非常谨慎和敏感。当然,市场的调整逻辑是可以理解的。实际上,2009年在牛市背景下,市场波动会加大。但我们难以理解的是,目前还没有明显迹象表明经济要反弹,债市的调整就已经来临,应该说调整的时间是早于我们的预期。我们之前是估计政府的财政刺激计划见效果的时候,经济才会有所反弹,时间点要等到2-3季度,那个时候债市将面临较大的压力。

金融数据对债市有何影响?

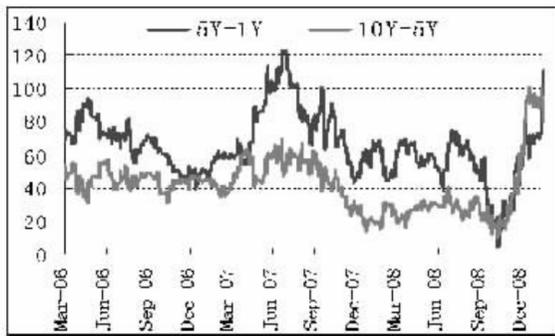
在目前环境下,一方面政府希望银行放贷,另外,考虑到贷款基准利率还有下降空间和抢夺政府好项目的角度出发,银行也有“早放贷早收益”的动力,因此近期的信贷大幅扩张是可以理解的,但我们认为更应该关注信贷的结构。从贷款结构看,新增贷款主要以票据融资和短期贷款为主,中长期贷款以基本建设贷款为主似乎反映了银行既要响应政府号召加大对经济支持力度,又要防范可能增加的金融风险的心态。

信贷扩张的影响主要集中在两个方面:一,对资金面的影响。尽管2008年12月份信贷投放过多,但债市资金也异常充裕,回购利率逐步靠近资金成本,因此债市并不缺钱。即使考虑1月份信贷可能继

续扩张,但由于目前商业银行超储率很高,而且央行希望银行放贷也会维持宽松的货币环境,债市资金不会有明显的影响。二,对实体经济的影响。目前机构担心持续的信贷投放,会把经济拉起来,也担心由于银行的主动放贷导致央行不再继续减息。我们认为,尽管12月份的宏观数据可能会比11月份的宏观数据有所好转,但我们难以确认经济会马上好转。只是之前由于企业消耗库存,导致经济完全处于“休克”状态。目前的经济数据的反弹,只是休克后的反弹而已,并不意味着经济的复苏。整体来看,“去库存化”并没有接近尾声而是才刚刚开始,存货的减少将贯穿2009年全年。尽管政府主导的基础设施建设逐步开展,但我们担心的是房地产投资的下滑会抵消基础设施投资的扩张。另外,从全球大背景看,目前不管是美国,欧洲和日本公布的月度宏观经济数据仍然持续向下并且多数数据是低于市场预期的,海外经济并没有触底,对中国的负面影响也会更加明显的体现。

综合上面的因素,我们认为经济复苏还为时尚早,更大可能是在底部徘徊,月度宏观数据也难以持续反弹。一旦政府投资释放后,私人部门不跟进的话,经济会再次回落,这一点的可能性是非常大的。政府投资对经济的正面影响只是暂时的,1998年-2002年的经济走势就体现得比较明显。一旦经济再次回落,那么对债券市场的正面推动也会非常大。另外,央行降息幅度方面,我们依

国债收益率异常陡峭化



然认为央行会继续大幅降息,毕竟未来数月内中国将逐步进入通缩阶段,如果不降息,则意味着实际利率将逐步走高,这对经济复苏不利,因此我们估计仍有81bp的降息空间。在经济没有明显反弹的情况下,我们依然认为2009年是低利率的环境。

后期债市如何运行?

首先,我们需要搞清楚,到底是什么机构大量的抛出债券。根据二级市场交易情况,近期净卖出的机构主要包括基金,券商和保险。而据我们了解,市场抛盘的主力是股票基金和券商,近期股市反弹导致他们有调整资产配置的需要。而全国性商业银行则在二级市场大量的买入,这和我们了解的情况也是一致的。另外,从分离债大幅下跌的情况看,也应该是股票基金和券商的抛售所为。不过,我们认为股票基金卖出债券其实并非

坏事,毕竟这部分资金的存在是债市不确定因素之一。偏股资金的退出,银行资金的进入,有利于债市的稳定。

我们认为,经济面还是处于下滑阶段,支撑债市。资金面来说,目前银行资金充裕,投资压力会逐步体现,这也会支持债券市场,因此我们认为债市的快速调整已经结束。当然,我们也不期待债市会立刻反弹,毕竟1月份的信贷可能继续大量投放,对市场的负面影响短期内难以消除。从投资价值看,10年国债已经回升到3%,比考虑成本和不良贷款率后的1年贷款实际收益高,对配置机构来说,10年国债的投资价值重新体现。事实上,上周五市场已经出现买盘。另外,本周将公布2008年的宏观数据,公布的数据仍可能比较差,这也会缓和市场的谨慎心态。基于以上的因素,我们认为目前是非常好的买入机会。

10年期铁道MTN 投资价值高

上周发行的10年期铁道MTN具有较高投资价值,建议投资者在二级市场趁调整机会买入。

10年期铁道MTN的发行结果可能一定程度出乎市场意料,因为发行前一日10年期铁道企业债的收益率还在3.75%左右,而中票一级市场发行利率在此基础上直接拉高20bp,与同期国债利差达到96bp,如按铁道企业债的标准来看处于历史发行利差的高位,2006、2008年的历史平均水平在

80bp左右,只有2007年底发行利率达到110bp左右,而当时环境是债市熊市的后期。

10年期铁道MTN与10年期铁道企业债目前的主要区别在于,前者的主要投资者为银行,而后者的主要投资者为保险和银行。商业银行对10年期品种的需求相对较小,且有强势定价权,因而在国债收益率大幅调整的环境下,10年期铁道MTN发行利率被大幅拉高,而同样是铁道部发

行的5年期中票,发行利率较2008年4月发行的5年期铁道MTN大幅下降270bp,发行利差低于二级市场,5年和10年的期限利差被拉至140bp左右。我们认为10年期铁道MTN当前的主要风险是期限风险,但根据我们对整个债券市场的判断,长债的调整反而带来买入的好时机,10年期铁道MTN无论从绝对收益率还是利差来看均具有较高的投资价值。

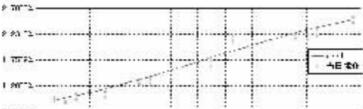
银行间市场回购行情

品种	收益率(%)	加权利率(%)	升降(基点)	成交金额(亿元)
R001	0.82	0.815	0.04	2256.126
R007	0.91	0.9081	-0.83	163.0558
R014	0.91	0.9127	0.32	617.7445
R021	0.92	0.923	-9.76	215.546
R1M	1.13	1.1658	1.09	7.3

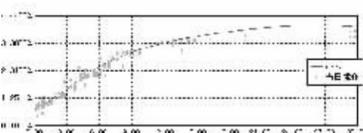
银行间市场拆借行情

品种	收益率(%)	加权利率(%)	升降(基点)	成交量(亿元)
IBO001	0.82	0.8154	-1.46	501.76
IBO007	1.2	0.9916	6.68	77.24
IBO014	0.92	0.9172	91.72	9.4
IBO021	1.06	1.0487	104.87	10
IBO1M	1.12	1.1507	-9.81	8.98
IBO3M	1.47	1.47	147	3

国债收益率



上交所固定收益电子平台国债收益率



1月19日中证全债指数收盘行情

指数名称	指数值	指数涨跌幅(%)	成交量(万元)	修正久期	凸性	到期收益率(%)
中证综合债	124.13	-0.01	12854387.07	4.14	40.86	2.223
中证全债	128.93	0.02	5542935.29	6.42	68.23	2.839
中证国债	128.69	-0.01	1205050.96	7.03	79.89	2.631
中证金融债	130.03	-0.02	3257500.00	5.48	52.47	2.603
中证企业债	131.09	0.29	1080384.33	6.02	55.43	4.234
中证央票	109.47	-0.08	6217500.00	1.06	2.75	1.358
中证短融	108.98	0.04	878720.00	0.50	0.80	1.898
中证短债	118.85	0.02	4353451.78	0.44	0.69	1.208

数据来源:中证指数有限公司

本版作者声明:在本人所知情的范围内,本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。