

### 中期企业债 凸显利差配置价值

中信证券 胡航宇

目前在银行间市场,同等级别的信用产品,无担保企业债与中期票据之间存在较大的利差。由于中期票据绝大多数均为无担保品种,且与无担保企业债同在银行间市场进行交易,投资主体也基本一致,两者收益率应该基本相同,但是两者之间利差达40-60BP之间,中票收益率反而与有担保企业债的收益率比较相近。

造成这一利差的原因,我们认为很大程度上可能是缘于对债券流动性的考虑。由于目前中期票据发行比较频繁,且发行人大多为规模大、资质好的央企或地方国企,因此中期票据交易的活跃程度较高,其流动性也优于企业债。这一差异使得中票和企业债之间存在一定流动性溢价。

对于配置型投资者,由于对债券流动性要求并不高,且目前中票收益率已经处于较低水平,因此投资于企业债可能是更好的选择,从中可以获得较好的流动性溢价,而这正是配置型投资应得的收益,如果配置资金过多地用于流动性相对较好、收益率相对较低的中期票据,则在一定程度上违背了“配置”二字的初衷。

相对于信用等级最好的企业,等级稍低的企业债(如AA+或AA)在收益率有更好的优势,特别是城投类债券,由于有当地政府的支持和隐形担保,因此信用风险较低,是配置型投资的较好选择。

中期票据中,次优等级更具投资价值。首先,由于中票发行利率存在一定的非市场化定价,因此积极参与一级市场是较好的选择;其次,我们仍然推荐3年期中票。因为中票3年期与短融1年期利差目前处于较高水平,远高于中票5年与3年期利差,考虑到信用产品近期仍然将受到追捧,因此3年期中票收益率可能会有所下行。

### 5公司将发行中期票据

证券时报记者 高璐

本报讯 中国南方航空集团公司昨日公告显示,计划于3月5日发行2009年度第二期中期票据。本期发行金额3亿元,期限5年。根据公告,本期中期票据采用固定利率方式付息,票面利率通过簿记建档程序确定。起息日为3月9日,到期兑付日为2014年3月9日。经联合资信评估有限公司综合评定,公司主体信用等级为AA+,本期中期票据信用等级为AA+。光大银行担任本次发行的主承销商。

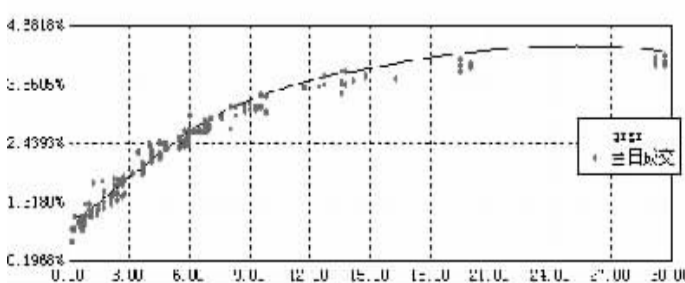
北京国有资本经营管理中心计划于3月9日发行2009年度第一期中期票据。本期发行金额100亿元,中期票据期限5年。本期中票通过组建承销团,采用簿记建档、集中配售的方式在银行间市场按面值公开发售。起息日和缴款日为3月10日。经大公国际资信评估有限公司综合评定,本期中期票据的信用等级为AAA,发行人主体长期信用等级为AAA。中国工商银行和华夏银行担任本期中票的联席主承销商。

上海久事公司公告显示,计划于3月9日发行2009年度第一期中期票据。本期发行金额50亿元,中期票据期限8年。根据公告,本期中票通过组建承销团,采用簿记建档、集中配售的方式在银行间市场按面值公开发售。发行价格通过簿记建档的方式确定。本期中票由担保,经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定,公司的主体长期信用等级为AAA级,本期中期票据的信用等级为AAA级。中国建设银行股份有限公司和上海浦东发展银行股份有限公司担任本期中票的联席主承销商。

广东恒健投资控股有限公司公告显示,计划于3月9日发行2009年度第一期中期票据。本期发行金额100亿元,中期票据期限8年。本期中票起息日和缴款日均为3月10日。到期兑付日为2017年3月10日。经中诚信国际信用评级有限责任公司评定,本期中期票据的信用等级为AAA级;发行人主体长期信用等级为AAA级。中国建设银行担任本次发行的主承销商。

中国第一汽车集团公司计划于3月9日发行2009年度第一期中期票据。本期发行金额100亿元,期限5年。根据公告,本期中票通过组建承销团,采用簿记建档、集中配售的方式在银行间市场按面值公开发售。起息日和缴款日均为3月10日。经中诚信国际信用评级有限责任公司评定,本期中期票据的信用等级为AAA级;发行人主体长期信用等级为AAA级。中国工商银行担任本次发行的主承销商。

国债收益率



# 人民币贬值预期再度升温

## 避险买盘推高美元,1年期人民币 NDF 再度跌破 7

证券时报记者 高璐

在避险资金推动下,近日美元对绝大多数货币表现飙升,打破了平稳基调下的人民币市场预期。业内交易员透露,虽然境内询价系统人民币对美元走势仍波澜不惊,但昨日海外无本金交割人民币对美元1年期报价,再度于午盘前跌破7关口。

### 避险情绪主导汇市

继花旗集团后,美国政府再度向保险商美国国际集团提供300亿美元的救助,引发市场投资者对其他金融机构仍需要类似后续救助,进而对金融领域的担忧。在避险买盘主导

下,美元兑一篮子主要货币指数触及三年高位88.822。同时,也助推美元兑除日元外的大部分货币全线走高。其中,亚洲货币跌幅沉重,韩元兑美元早盘即触及11年来的新低,台币兑美元早盘也大幅走软,创出6年以来的盘中新低。

周边国家与地区货币的竞相贬值,也给近期官方“平稳基调”下人民币预期带来部分影响。据了解,1年期NDF午盘前报7.01元,这是时隔一个月以来,该报价再度跌破7关口。这就意味着同当日的中间价相比,其隐含的1年后人民币贬值预期

约为2.5%,较2月份平稳预期主导时有所上升。

### 人民币境内外价差扩大

不过也有银行交易员指出,虽然美元作为避险货币走高给人民币带来一定的贬值预期,但在前期官方再三表示要维持人民币汇率基本稳定的基调下,人民币对美元中间价以及询价系统中的境内远期报价仍将保持相对平稳。

中国人民银行授权中国外汇交易中心公布,昨日银行间外汇市场美元对人民币的中间价为1美元兑人

民币6.8389元,较前一交易日仅小幅走低10个基点,这是该汇价连续5个交易日保持小幅下行走势。而上述银行间交易员还透露,昨日外汇交易中心人民币对美元在询价系统收报6.8458元,较上日收盘价6.8398元下跌,1年期境内远期则继续持稳于升水300个基点左右的水平,盘中波动有限,并未明显受到海外远期下挫影响。

这就使得各期限境外NDF与境内报价价差有所扩大,特别是一年期报价的价差再度超过1000基点以上。对此,渣打银行全球外汇策略研究小

组最新报告认为,海外无本金交割市场人民币贬值预期升温,导致其与境内远期报价价差扩大,将有吸引利差交易者重新入场。即投资者在NDF市场卖出美元,在境内远期市场买入美元,而该套利的进行也将缩减美元在NDF的涨幅。

以午盘前1年期NDF报7.01,同期限境内远期报6.8689计算,则两者之间的价差将达到1411个基点。这就意味着,在资金的跨境流动成本忽略不计的情况下,于NDF市场卖出100万美元并同时于境内远期买入,随即可实现无风险套利14万美元。

# 套息交易退潮 日元走强动能耗尽

东航金融 陈东海

2009年3月2日亚洲和欧洲汇市交易时间,虽然欧洲三大股指和隔夜美国道琼斯指数再次大幅度下跌,但是美元、欧元、英镑等各主要货币兑日元只是微幅回落,整体仍然保持着强势震荡的态势。至此,外汇市场主要货币兑日元从底部开始回升已经整整五个星期。

2009年以来,日元止住了自2007年7月以来大幅度、长期的上涨走势。美元兑日元、欧元兑日元、英镑兑日元、澳元兑日元、纽元兑日元等至今已经普遍回升,幅度都超过了10%。目前日元的前景还在进一步恶化之中。

日元前景的恶化,主要原因是,前期导致日元走强的主要因素(利率因素)作用已经转向,从有利于日元变得不利于日元。从2007年下半年、特别是2008年下半年以后,美元、欧元、英镑、澳元、纽元等货币的利率从高位连续快速的下降,与日元的利率优势不断缩小。截至2009年2月,美元的利率已经从5.25%降低至0-0.25%、英镑的利率已经从5.75%降低至1%、欧元的利率从4.25%降低至2%、澳元的利率已经从7.25%降低至3.25%、纽元的利率已经从8.25%降低至3.5%。尽管英国、欧元区、澳大利亚、新西兰等国家尚有降低利率的可能,但是未来降息空间非常有限,而美元已经没有降息的空间了。因此这些货币与日元的利率差异再缩小的空间已经非常微小或者是不再缩小,导致日元继续上涨的动能基本消退,主要货币兑日元



就此止跌回升。

导致日元前景恶化的第二个主要原因,是目前资金已经不再大量流入日本以避险。2007年8月以来特别是2008年8月以来,在美国和全球爆发金融危机和经济衰退后,国际金融市场上套息资金的平仓现象盛行,资金去杠杆化交易行为显著。前些年,由于日元的利率低,其他货币利率高,国际上大量的投资者从事融入日元然后再兑换成其他高息货币,以赚取高息货币与日元之间的利息差,这就是前些年国际上盛行的套息交易的来源。从事套息交易,除了可以得到利差的收益以外,还可以得到高息货币兑日元汇率上涨的汇差收益。而拥有了高息货币后,还可以购买高息货币国家的股票等资产,获取资产增

值的收益。所以,套息交易在前些年非常盛行。但是由于全球爆发金融危机,高息货币的国家和地区的投资风险变大,于是套息交易选择了平仓,市场上去杠杆化交易行为盛行,资金纷纷回流至低利率货币的国家以寻求避险。日本的利率很低,因此资金不断回流日本,导致日元大幅度走强。而目前日本由于政局不稳、经济严重衰退、政府乐见日元贬值三个原因,造成日元不再能承担避险货币的作用。

最近日本内阁公布数据表示,扣除物价变动因素,日本去年第四季度GDP按年率计算下降12.7%,为1974年第一季度下滑13.1%以来最差季度表现;按环比来看,GDP则下降了3.3%,日本经济已经是连续第三个季度出现负

增长;日本2008年GDP比2007年下降0.7%,日本经济9年来首次出现全年负增长。所以日本的经济衰退非常的严重。去年第四季度,日本出口环比下降13.9%,创历史纪录,进而拖累整体经济下滑3个百分点。在目前全球金融危机和经济衰退的背景下,日元的升值对于日本的出口有巨大的杀伤力,因此日本政府非常乐意看到日元的贬值。正是由于经济严重衰退、出口不振、日本政府乐见日元贬值等因素的共同作用,所以日元不再是避险资金的首要选择,各货币兑日元的汇率止住了长达一年多的跌势而回升。

由于日元的前景已经衰弱不堪,因此一年多来日元走强的动能基本耗尽,目前做多日元并不可取。

# 美元成为唯一避险货币

上海建行 任培贞

昨日亚洲交易时段,绝大多数货币延续了上一交易日的走势,风险厌恶情绪继续蔓延。上一交易日欧美交易时段,各国出台了多个疲弱的经济数据:美国四季度的GDP修正值、个人消费指数都远低于之前公布的初值,创下了多年的新低;欧元区1月的失业率飙升;日本1月工业生产月环比创纪录最大跌幅。此外,美国政府承诺持有花旗集团最多36%的普通股,更加重了市场对于金融机构以及经济未来前景的疑虑。美元作为这场危机中唯一可靠的避险货币,兑

绝大多数货币上涨。

英镑在昨日亚洲交易时段,除了受市场消极情绪影响,又遭到英国汇丰控股将大规模配股筹资消息的打压。汇丰控股宣布因年度获利下滑,且在美国市场的坏账飙升,该行将配股筹资125亿英镑。这一消息重新燃起了投资者对于金融业的忧虑,截至发稿时间,英镑兑美元报1.4202,较上一交易日收盘跌去近100点。英镑近期的走势仍饱受打击,本周将出台的数据可能仍显疲弱基调,进一步增加本周四英国央行议息会议上再次降息的可

能性,在会议召开之前,英镑将承压。

昨日除了汇丰增发的消息加重了市场厌恶情绪之外,有消息人士称,美国政府已经同意向美国国际集团投资300亿美元,这也助燃了美元的买盘,各大货币兑美元纷纷下跌。截至发稿时,较前一交易日收盘价格,欧元跌幅达0.5%,瑞士法郎跌去0.3%,澳元跌去0.7%,加元跌幅达0.4%。

本周将有澳大利亚、加拿大、欧元区等央行公布利率决议,本周四将有美国工厂订单、周五美国非农就业数据公布。这些数据的公布将进一步

指引市场。

英镑/美元汇价仍倾向于下探1.4050关键支撑,若跌破该位,空头目标将指向前期低点1.3503。后市汇价上方阻力见于1.4385和1.4500,下方支撑则位于1.4110和1.4095。

欧元/美元跌破1.2558美元支撑位,将测试1.2513,短线将有机会继续下探1.2425。

美元/日元无力守住98.71日元的高点,因为美元已经超买,短线目标在96.36,维持在先前阻力位94.64上方,走势有利美元。

3月2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)	结算金额(万元)	修正久期	凸性	到期收益率(%)
中证综合债	123.75	0.19	15600402.65	15970610.90	4.18	41.00	2.328
中证全债	128.09	0.31	6519682.89	6665489.16	6.36	66.85	3.022
中证国债	127.15	0.04	764078.17	779099.74	7.03	79.49	2.867
中证金融债	129.27	0.01	4639000.00	4745514.10	5.39	50.82	2.787
中证企业债	132.84	1.96	1116604.72	1140875.31	5.83	52.64	4.072
中证央票	109.65	-0.01	7156000.00	7342378.70	1.06	2.70	1.356
中证短融	109.27	0.04	1306950.00	1327691.05	0.54	0.87	1.674
中证转债	119.02	0.01	5712719.76	5719442.49	0.46	0.72	1.104

数据来源:中证指数有限公司



## 机构摇摆不定 普遍持券观望

福州商业银行 吴亮谷

今年债市投资难度明显加大。前期透支了太多的降息预期,随着模糊蒙胧的数据次选公布,引发了市场一轮接一轮的猜测,矛盾心态也越来越浓,购券不易,出售不舍。昨日是一季度最后一个月的开始,市场表现差强人意,持券观望仍是投资者主要交易心态。

由于两会即将召开,市场预期政策将在短时间内保持平稳性,不过传言中的MPI指数将连续四个月上行,加之可预见的2月份发电量持续增加,降低了投资者的降息预期。市场交投情况看,卖盘占据了主要多数,空方气氛浓厚,首当其冲的是金融债,收益率约有3-5BP的上扬,其中3-7年期主要期限品种双边买价更是受到少量的冲击。相对而言,国债变动幅度不大,表现了一定的抗跌性,但国债持有者多为银行类机构,另一方面也反映出当前银行机构对未来走势有一定犹疑,不轻易出手。不可忽视的是,股市与债市的跷跷板效应昨日也有所反应,甚至不排除这种影响程度加深的可能性,笔者认为这种可能性较大。应该说,昨日包括央票在内的金融债受抛亦有基金资金搬家的原因,还有少数前期建仓交易资金的获利了结行为。

近期看,本周空头似乎更占主力。新增信贷数据仍是机构关注的焦点,不过从这两周市场表现看,机构心态稳定增强。上周五由一级带动二级收益率下行后,曾有少数机构顶风抛券,但仍有大部分机构保持了“中立”。显然,2月份信贷数据从5000亿到8000亿的预期是少数机构抛券的诱因,但其他成员的心态稳定显示了市场的关注度正悄然变化,即从新增信贷数据规模的预期转向结构的预期,应该说正是此中转变支撑了多数机构持券观望的行动。

上周一令人关注的消息是,温总理在与网友交流中提到“对当前经济将随时准备出手更有力措施”,令市场预期近期内进一步的财政刺激政策或将成行,若如此将有两方面影响:其一是货币政策暂不动的可能性大于配套财政政策同步施行的可能性,因为刺激措施到了这个程度,政府已没必要再“雪中送炭”,而更期望用政策的交错使用表达出管理层的持续性关注状态,达到“锦上添花”的效果,这方面的影响是相对长期的。其二是股市受提振上揚,并有基金陆续进场,导致新一轮的基金抛债行为。由于近来基金机构“出长收短”的交易特点,短期券种恐将有压力,这方面的影响在短期就会有体现。

总体上判断,本周行情以空方为主,短券受抛压力更大,中期券也会受到波及,10年以上期限受影响会相对有限。