

债市平台

细品50年国债

富滇银行 彭浩

今年的市场的主题，基本上是围绕着经济政策是否转向的预期以及再充足的流动性。当前者占优势的时候，收益率就往上走；当后者占主导时，收益率就往回调一些。如果说一直没有多少变化的，那就是投资者谨慎的心态、谨慎的配置，谨慎的防御。

然而在几乎没有多少新意的市场上上周五有了新意，财政部将发行国内第一支50年期国债，为超长期的国债品种再添新丁。虽然发行的出发点在于进一步丰富和完善市场收益率曲线，然而却提出了一个不大不小的难题，那就是如何来定价。说这个难题不大，是因为从承销的层面考虑，承销团成员应该会比照保险以及大行的定价来进行，依照30年期国债收益率进行适当提高，很难出现意料之外的结果；说这个难题不小，是因为50年期的品种，究竟它的合理价值是多少，或者说它应该表现出什么样的价格发现功能，却是需要深思的。

这又牵涉到一个问题：超长期债券的价值是不是应该等于其存续期内整个经济的常态，也就是反映一个平均的利率水平？如果是，我们可以选取2008年下半年的经济和长期国债收益率表现来观察，在半年不长的时间内，中国经济从过热的呼声中急转直下，基本上可以视为一个经济周期的极快速缩影，而这一时期20年期国债和30年期国债的平均收益率水平在4.2%和4.3%。如果长期平均的利率水平是稳定的话，这10BP的利差可以视为流动性补偿。那么，按照这种逻辑，50年期国债收益率相当于在30年的基础上再增加流动性补偿，也就是达到4.5%附近的水平应该合理（假设流动性补偿对长期的时间而言是线性的）。

然而这种逻辑充满了太多的假设，即使超长期国债利率反映了整个经济的长期平均利率水平，也仍然存在很多的不确定：在每轮经济周期中，通胀是否可控，通缩是否能够尽快得到缓解，在50年的时间内，都是无法预测的问题。中国经济在这未来的50年中，究竟能保持高速增长多少时间，没有人能说得清楚。而简单的流动性补偿应该不能涵盖未来如此长时间所潜在的所有风险。因此，如果考虑风险厌恶的因素，50年期国债应该要得到更多的补偿，收益率也不仅仅是4.5%的水平。

当然，如果真要考虑到以上的风险，需要假设的问题就更多，而且未必能有明确的结果，更是市场更多的偏向应该还是简单一点，就把它当作是长期平均的利率水平吧，毕竟更多的机构选择的是配置，毕竟收益率曲线不需要在最末端突兀，毕竟市场的目光更多看的是中短期。

50年期国债为市场增添的或许只是新意而已。

利空突袭冲击有限 豆类有望回稳

长城伟业期货 刘幸华

在迪拜债务危机的利空冲击下，上周五国内商品期价全线暴跌，大连豆类期价亦遭重创，尤以前期走势强劲的豆油期价跌幅最大，连豆油主力1009合约当日锐挫3.9%，将当周前期涨幅悉数回吐，豆粕1009合约也大幅减仓下挫，市场遭遇恐慌性抛售，豆类走势是否发生逆转？笔者认为，期价在短期内的急速下跌释放了突发利空消息的冲击和多头平仓压力，期价经过调整后，市场恐慌情绪将消退，预计后市期价有望企稳回升。

迪拜主权债务危机或为个案，不足以撼动全球经济复苏的根基。据悉，迪拜世界开发了全球最奢侈的一些房地产项目，包括棕榈岛旅游度假区——棕榈岛，欠债高达590亿美元，占迪拜800亿美元总负债很大一部分。迪拜世界可能“赖账”对全球股市和汇市以及商品期市造成重大冲击。有专家认为，迪拜拖欠债务引发了市场对新兴经济体的偿债违约风险的担忧，可能拖累到整个金融体系都面临一场“信用问责”，甚至可能引发新一轮金融危机。但也有专家认为，迪拜世界近600亿美元的债务尚不足以引发全球金融市场出现系统性的崩溃，这仅仅是个别城市高涨繁荣后出现的财务危机，不会使全球经济

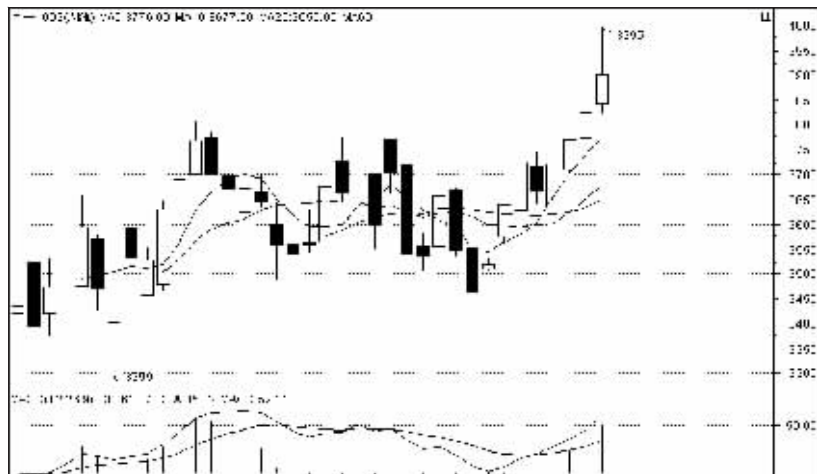
陷入新一轮危机。迪拜危机对股市、汇市、黄金、原油以及其他商品期价的冲击如此巨大，主要因为近两个月来股市和商品期市已经有较大的涨幅，在高位有调整的需求，迪拜危机的爆发恰好给了市场修正的契机，只是由于投资者的恐慌情绪，导致股市和期市联袂暴跌，调整效应有所放大。实际上，迪拜危机是可控制型危机，其规模远低于美国次贷危机，预计对市场的影响是有限和短期的。

美国大豆出口需求强劲。尽管市场人士早已预期近三个月是南美大豆出口的低潮，美国大豆将在全球市场担当供应主角，然而来自中国的需求仍超出市场预期，致使美国大豆出口销售数据极为抢眼。美国农业部公布的数据显示，在美国新豆丰收上市后，中国签订了1584万吨新产大豆进口合同，几乎是去年同期订单量828万吨的两倍。美国农业部周度出口销售报告显示，截至11月19日当周，美国09/10年度大豆出口净销售113.53万吨，高于市场此前预期的80-110万吨的范围。油世界认为，今年第四季度美国大豆的压榨和出口总量同比将大幅

增加400万吨至创纪录的3020万吨，尽管如此这还不足以抵消阿根廷和巴西上年度600万吨的减产。预计近期美国大豆出口的旺盛将继续支撑CBOT大豆期价。

国储大豆收购政策尚难影响压榨企业进口数量。上周国家发改委和财政部等相关部委发布了2009年东北地区秋粮收购政策，其中大豆收购价为3740元/吨，收购期限为今年12月1日到明年4月30日，同时对指定收购的压榨企业和中储粮公司每吨补贴160元。从内容看，今年的收购价比去年提高1%，对大豆价格有支撑作用。去年国储收购的725万吨大豆只释放了195万吨，国内大豆供应主力还是进口大豆。而在国储收购政策明朗后，国内压榨企业采购美国新豆的合同已签订，虽然近期港口进口大豆分销价格已涨至4000元/吨，但前期采购的成本仍较国产大豆有一定优势。而到明年3月份后，廉价的南美新豆又将进入国内压榨企业的视野，国产大豆的价格竞争优势仍难体现。同时国内需求的刚性增长也决定了进口大豆的数量不会大起大落。

相关植物油供应下降，豆油需求稳定增长。近期国内植物油价格稳健上扬，



受到相关植物油供应下降以及需求旺季支撑。2009/10年度国内花生油减产5%，供应下降，花生油价格一度强力上涨，带动国内豆油价格走高。从国际市场看，油世界预计全球葵花籽09/10年产量将比上年度下降320万吨至3130万吨，主要受到阿根廷产量下降的影响，这将使得全球葵花籽油价格上涨。同时马来西亚和印尼的棕榈油产量也因降雨影响而削减，亚洲需求强劲使得印尼和马来西亚棕榈油库存下降，料将支撑棕榈油价格。相关植物油价格的挺挺有助于豆油维持高

位。从进口成本看，今年12月到明年2月份南美豆油进口完税成本已升至8000元/吨之上，内外豆油价格倒挂，国内豆油价格仍有一定的补涨空间。

综上所述，大连豆类期价在遭遇迪拜主权债务危机的利空冲击后急速下挫，大幅修正前期涨幅，释放了多头回吐压力，走势剧烈震荡，但尚未扭转近两月的上升趋势。CBOT大豆及其制品期价走势平稳，外部因素的冲击有限，期价仍受到需求偏强的支持，期价后市有望回稳。

窝轮之窗

民生银行窝轮 本周上市

法巴银行

被视为其中一只最瞩目新股的民生银行(01988)上周四于香港上市，可惜首日股价表现略逊市场预期。首批民生银行相关窝轮最快将于12月3日上市，虽然近日中资银行股表现疲弱，但从资金流向可见仍然受市场欢迎，民生银行窝轮相信必受注意。若投资者有兴趣买卖民生相关窝轮，首先要比较不同发行人开出的引伸波幅和其稳定性。事实上，新加坡已有4只民生银行窝轮与正股同日上市，可以作为参考。

新股窝轮难引伸波幅，港交所(00388)上周已通知本港窝轮发行人，可于民生银行挂牌当日申请发行相关窝轮，这种因为新股可发行首批窝轮的“数轮齐发”的情况过往也曾发生，可参阅附表的一些数据。其实面对具需求的新股容许发行窝轮，发行人最头痛可算是厘定引伸波幅水平，因为缺乏过往股价数据作参考，发行人通常会利用相若的股价引伸波幅作参考。另外，窝轮上市后也会与其它发行人比较其引伸波幅的竞争力。

新加坡已有4只民生银行窝轮与正股同日上市。法巴银行亦发行一只，行使价1.088元的认购证。参考新加坡上市的民生窝轮，发行时的引伸波幅介乎58%至62%，民生银行上周四收报8.8元，较招股价跌3%，4只民生银行窝轮的收市时的引伸波幅与开市时变化不大。

外汇平台

汇市大波动 日元纽元抢眼

东航国际金融 陈东海

上周外市场动荡非常激烈，美元指数再次出现破位下跌的走势，也再次刷新15个月来的新低，但是从上周四开始美元指数一度快速反弹。非美货币则在风险偏好和避险情绪的不断相互转换中，出现大幅震荡的走势。全周美元指数涨幅2.16%，收盘下跌1.05%。

外汇市场震荡加大

上周外市场震荡加大，有两大原因导致了美元忽起忽落、欧元等多数非美货币上蹿下跳的走势。

第一，全球股票市场大幅度震荡，导致风险偏好和避险情绪快速的相互转换，使得外市场随之激烈震荡。周一，全球主要股票市场上涨，风险偏好较强，美元下跌，而欧元等多数非美货币上扬。周三，因美国公布三项利好消息的刺激，美国股票市场温和上涨，风险偏好占优，美元指数破位大幅下跌。美国劳工部公布截至11月21日当周初请失业金人数减少3.5万人，至46.6万人，为2008年9月13日以来最低水平，也是今年1月初以来初请失业金人数首次低于50万关口；美国商务部公布，美国10月份个人消费支出月率上升0.7%；个人收入增长0.2%，为连续第二个月实现增长；美国10月份新屋销售年化月率增加6.2%，而市场预计为下降1.0%。周四，因迪拜世界公司传出重组和展期

偿还债务的负面消息，全球股票市场大跌，美元强劲回升，欧元等剧烈下跌。

第二，各货币利率前景变化，推动外市场震荡。11月22日，美国圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储应在2010年第一季度后继续维持低利率购买计划，以便在经济万一再度恶化时决策者能拥有更大的灵活性。欧洲央行执行委员会成员帕雷默也在11月22日表示，欧洲央行将在12月的会议上确定具体的退出计划。周一欧洲央行行长特里谢表示，随着经济形势逐渐恢复正常，中期的关注点将放在“逐步且及时撤出刺激措施”上来。周二，美联储会议纪要表示，经济增长前景面临的风险大致均衡，美元仍处于有序下跌，将在较长时期内维持低利率。美国联储官员的讲话，坚定了市场对于美联储将在较长时期内维持低利率的预期，而欧洲央行官员的言论提升了市场有关欧洲央行将比美联储提前退出刺激政策的预期。因此上周初，美元处于弱势，而欧元等非美货币保持强势。而周三，澳洲央行副行长 Battellino 表示全球经济增长持续，同时澳洲本国的经济也将继续扩张并很有可能维持数年之久，此消息使得市场认为澳洲联储12月将连续第三次加息，推动澳元等一些非美货币上升和美元下跌。

日元纽元表现抢眼

上周外市场风险偏好与避险情绪的快速转换，除了造成多数货币出现震荡走势以外，还造就日元成为外汇市场的最强货币，而纽元则成为最弱货币。

自日本民主党上台以后，日元在外汇市场上总体保持着强势，而上周体现的最强，全周最大上涨一度达到4.8%，收盘则上涨2.75%。上周初，因为美元的走弱，日元相应得益。周二，日本央行公布的月度报告显示，日本央行对日本经济持谨慎乐观态度并上调经济增长预估。而纽约市场时间公布的3至6月美元和日元的Libor利率分别为0.2556%和0.3006%，显得日元的利率前景暂时好于美元，因此日元获得上涨动力，导致日元在上周三大涨。而上周四公布的日本央行10月30日会议纪要显示，央行将有可能在明年3月到期后再次启动银行

紧急借贷计划，加上当日全球股票市场大跌，日元的避险功能展现，使得日元一度突破85的关口，收盘大涨2.43%。

而纽元上周的走势仍然很有意义。从2009年3月上旬起至10月下旬止，纽元是外汇市场上最强的货币，特别是从2009年7月中旬起，纽元曾经连续收出过11根阳线。但是从10月底开始，纽元成为强弩之末。上周，纽元是外汇市场上最弱的货币，兑所有货币处于下跌状态，其中兑美元收盘下跌1.81%，兑日元收盘下跌4.51%。上周股票市场的高位回落和商品价格的波动，导致避险情绪回升，也使得纽元承压。

最近外市场的风险偏好与避险情绪的转换为复杂，因此外市场震荡的局面可能会持续一段时间。同时美元指数处于一年多以来的低位，而非美货币上涨动能显得略有不足，所以美元在年内下探的空间可能有限，市场需要提防美元指数继续反弹的风险。



历来新股窝轮上市情况

Table with 6 columns: 正股, 窝轮数目, 窝轮上市日期, 窝轮成交(亿元), 正股表现, 同步上市. It lists various IPOs and their associated warrants, such as 交通银行 (03328) and 神州 (01088).

环球一周

迪拜事件引发全球市场暴跌

恒丰证券 梁渊

上周，受迪拜债务违约事件影响，全球主要股市在后半段全线暴跌，不过，欧美市场整周的跌幅并不大。道琼斯指数上周五收报10309.92点，较前周微跌0.07%；纳斯达克指数收报2138.44点，较前周下跌0.35%；标准普尔500指数收报1087.27点，较前周微跌0.38%。欧洲方面，富时100指数上周五收报5245.73点，较前周微跌0.11%；德国DAX指数收报5685.61点，较前周微涨0.39%；巴黎CAC40指数收报3721.45点，较前周微跌0.21%。亚洲主要两大股指则受重创，日经指数收报9081.52点，较前周大跌

4.38%；香港恒生指数收报21134.50点，较前周大跌5.88%。国际商品期货方面，纽约商业期货交易所(NYMEX)原油期货周五收跌，因迪拜事件令美元避险作用增强导致油价回落。NYMEX-1月原油期货收低1.91美元/桶76.05美元，较前周下跌1.83%；伦敦布兰特1月原油期货结算价则收涨0.19至每桶76.18美元，较前周微跌0.03%。纽约商品期货交易所(COMEX)期金上周五收低1%，因暂时对迪拜债务危机的忧虑超过避险需求。COMEX-12月期金结算价收低12.80美元/盎司1174.20美元，较前周上

涨2.39%。伦敦金属交易所(LME)期铜企稳，未理会上述事件对金融市场的影响，三个月期铜收升34至6855美元，较前周微涨0.15%。

迪拜债务事件主要是其政府的态度出乎了人们的意料，作为迪拜世界的控制者居然选择了让债权人同意它暂停偿债以待重组，而不是采取政府救助，从而引发投资者担心提供贷款的银行会不会发生连锁反应，重燃金融危机。不过，在笔者看来，这次事件对于全球股市来说，心理层面的恐慌要多于其实际带来的负面影响，仅一个中东国家的债务问题是不能与去年发生的金融

海啸相提并论的，其最大教训可能是令那些盯着中东地区的银行家们重新认识一下道德风险。其次，股市在长时间的上涨中，市场的风险厌恶情绪也在不断升温，久受多头蹂躏的空头正好借此机会狠狠打压一番市场。从数据统计来看，欧美市场的跌幅并不算大，而欧洲市场三大股指在上周五还出现了反弹。相比之下，之前累计升幅较大的亚洲市场对迪拜事件反应却很大，似乎是亚洲各国的银行均参与其中一样，且不说日本及香港，连中国的股市也是出现暴挫。仔细想来，升得越高摔得就越重的道理是一样的，近大半年来，亚太股

市在大量热钱的追捧之下，股市的升幅远远超过了实际经济复苏的进程，事情大家都知道，就是没有一个好的办法能够为股市降温，现在有了机会让市场自动做出了调整，个人认为这个对未来股市的健康发展是有利的，而且也可作为股市的继续上涨提供空间。对于港股来说，恒指目前跌近了100天线位置，短期在21000点会有一个较强的支撑，并且经历了一波急速回调后，短期内可能会有技术反弹要求，但总的来说，股市只是要作暂时的休息，在资金充裕的市场上，港股在未来还会出现继续向上的走势。