

# urrency·bond

# 紧贴国际汇市 人民币汇率弹性足

债券指数			
中国债券总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证企业债指数
114.294	110.17	114.899	119.93
0.00%	-0.02%	-0.03%	0.14%

银行间回购定盘利率(5月18日)		
品种	期限(天)	回购定盘利率(%)
FR001	1	1.3900
FR007	2-7	1.6950

货币市场基准利率参考指标		
5月18日	B0: 1.6838%	B2W: 1.7572%

## 交易所债券收益率

代码	名称	最新收益率	收益率变化	剩余期限
010014	01国债(1)	2.15%	-0.15%	3.074
010015	01国债(2)	2.15%	-0.15%	3.174
010016	01国债(3)	2.15%	-0.15%	3.274
010017	01国债(4)	2.15%	-0.15%	3.374
010018	01国债(5)	2.15%	-0.15%	3.474
010019	01国债(6)	2.15%	-0.15%	3.574
010020	01国债(7)	2.15%	-0.15%	3.674
010021	01国债(8)	2.15%	-0.15%	3.774
010022	01国债(9)	2.15%	-0.15%	3.874
010023	01国债(10)	2.15%	-0.15%	3.974
010024	01国债(11)	2.15%	-0.15%	4.074
010025	01国债(12)	2.15%	-0.15%	4.174
010026	01国债(13)	2.15%	-0.15%	4.274
010027	01国债(14)	2.15%	-0.15%	4.374
010028	01国债(15)	2.15%	-0.15%	4.474
010029	01国债(16)	2.15%	-0.15%	4.574
010030	01国债(17)	2.15%	-0.15%	4.674
010031	01国债(18)	2.15%	-0.15%	4.774
010032	01国债(19)	2.15%	-0.15%	4.874
010033	01国债(20)	2.15%	-0.15%	4.974
010034	01国债(21)	2.15%	-0.15%	5.074
010035	01国债(22)	2.15%	-0.15%	5.174
010036	01国债(23)	2.15%	-0.15%	5.274
010037	01国债(24)	2.15%	-0.15%	5.374
010038	01国债(25)	2.15%	-0.15%	5.474
010039	01国债(26)	2.15%	-0.15%	5.574
010040	01国债(27)	2.15%	-0.15%	5.674
010041	01国债(28)	2.15%	-0.15%	5.774
010042	01国债(29)	2.15%	-0.15%	5.874
010043	01国债(30)	2.15%	-0.15%	5.974
010044	01国债(31)	2.15%	-0.15%	6.074
010045	01国债(32)	2.15%	-0.15%	6.174
010046	01国债(33)	2.15%	-0.15%	6.274
010047	01国债(34)	2.15%	-0.15%	6.374
010048	01国债(35)	2.15%	-0.15%	6.474
010049	01国债(36)	2.15%	-0.15%	6.574
010050	01国债(37)	2.15%	-0.15%	6.674
010051	01国债(38)	2.15%	-0.15%	6.774
010052	01国债(39)	2.15%	-0.15%	6.874
010053	01国债(40)	2.15%	-0.15%	6.974
010054	01国债(41)	2.15%	-0.15%	7.074
010055	01国债(42)	2.15%	-0.15%	7.174
010056	01国债(43)	2.15%	-0.15%	7.274
010057	01国债(44)	2.15%	-0.15%	7.374
010058	01国债(45)	2.15%	-0.15%	7.474
010059	01国债(46)	2.15%	-0.15%	7.574
010060	01国债(47)	2.15%	-0.15%	7.674
010061	01国债(48)	2.15%	-0.15%	7.774
010062	01国债(49)	2.15%	-0.15%	7.874
010063	01国债(50)	2.15%	-0.15%	7.974
010064	01国债(51)	2.15%	-0.15%	8.074
010065	01国债(52)	2.15%	-0.15%	8.174
010066	01国债(53)	2.15%	-0.15%	8.274
010067	01国债(54)	2.15%	-0.15%	8.374
010068	01国债(55)	2.15%	-0.15%	8.474
010069	01国债(56)	2.15%	-0.15%	8.574
010070	01国债(57)	2.15%	-0.15%	8.674
010071	01国债(58)	2.15%	-0.15%	8.774
010072	01国债(59)	2.15%	-0.15%	8.874
010073	01国债(60)	2.15%	-0.15%	8.974
010074	01国债(61)	2.15%	-0.15%	9.074
010075	01国债(62)	2.15%	-0.15%	9.174
010076	01国债(63)	2.15%	-0.15%	9.274
010077	01国债(64)	2.15%	-0.15%	9.374
010078	01国债(65)	2.15%	-0.15%	9.474
010079	01国债(66)	2.15%	-0.15%	9.574
010080	01国债(67)	2.15%	-0.15%	9.674
010081	01国债(68)	2.15%	-0.15%	9.774
010082	01国债(69)	2.15%	-0.15%	9.874
010083	01国债(70)	2.15%	-0.15%	9.974
010084	01国债(71)	2.15%	-0.15%	10.074
010085	01国债(72)	2.15%	-0.15%	10.174
010086	01国债(73)	2.15%	-0.15%	10.274
010087	01国债(74)	2.15%	-0.15%	10.374
010088	01国债(75)	2.15%	-0.15%	10.474
010089	01国债(76)	2.15%	-0.15%	10.574
010090	01国债(77)	2.15%	-0.15%	10.674
010091	01国债(78)	2.15%	-0.15%	10.774
010092	01国债(79)	2.15%	-0.15%	10.874
010093	01国债(80)	2.15%	-0.15%	10.974
010094	01国债(81)	2.15%	-0.15%	11.074
010095	01国债(82)	2.15%	-0.15%	11.174
010096	01国债(83)	2.15%	-0.15%	11.274
010097	01国债(84)	2.15%	-0.15%	11.374
010098	01国债(85)	2.15%	-0.15%	11.474
010099	01国债(86)	2.15%	-0.15%	11.574
010100	01国债(87)	2.15%	-0.15%	11.674

□本报记者 秦媛娜 秦宏

“破8”之后的人民币汇率展现出与国际汇市变动接轨的特征。昨天,随着隔夜美元汇率的走强,人民币汇率再次大幅度回调120个基点。

昨日,银行间外汇市场上,美元兑人民币汇率中间价报8.0180元,人民币汇率较前

一交易日重挫120个基点,跌幅达到1.5%。在交易市场上,人民币汇率也出现了不小的回调力度。在撮合交易市场上,人民币汇率以8.0070元收盘,比前一交易日下跌65个基点;询价交易市场上,人民币汇率收于8.01元,较前日下跌了75个基点。

而人民币汇率如此大幅度

变动的原因为本周其它交易日相同:受隔夜国际汇市变动的影

美元因此受到提振,兑欧元及日元跌幅尤为显著。

不仅是昨日,本周前三个交易日内,均可看到海外汇市对人民币影响的影子,美元的涨跌几乎均与次日人民币汇率的升降保持了默契的联动态势。

越过8元关口,并且以168点创下单日最大升幅;本周一,美元强劲反弹,美元指数走高0.78个点,人民币汇率次日旋即猛跌126点。

经过这几次上下反复,人民币汇率虽然在周一“破8”,但总体上随国际汇率变动,呈现“进一退一”的节奏,本周前四个交易日不仅

未进一步扩大升值幅度,而且人民币汇率中间价还回到了3月底的水平。

业内分析人士表示,人民币汇率近期的变动特征显示,市场作用在人民币汇率形成中所起的作用在不断增强,人民币的灵活性不断凸现。而这种灵活性将在人民币汇率未来的走势上继续体现。

## 聚焦央行调控政策

# 短期内总量型紧缩可能性在降低

□特约撰稿 李慧勇

从4月份的最新数据来看,经济过热的态势有所降温,这使得短期内出台总量型紧缩政策的可能性明显降低。

经济降温但仍高位运行

与3月份的经济骤然趋热相比,4月份经济略有降温。从生产方面看,基本上能够代替GDP反映经济增长趋势的工业生产增长16.6%,增速比上月回落1.2个百分点;从需求方面看,出口增长23.9%,增速比上月回落4.4个百分点;投资增长29.3%,增速比上月回落3.4个百分点。

4月份经济降温的原因主要是两个方面:一是出口对经济增长的拉动作用下降,对经济的负面冲击明显;二是新开工项目计划投资增速放慢。由于提高贷款利率的政策4月底才出台,对当月新开工项目的影响有限,我们推测4月份新开工项目计划投资额增速的幅度回落,也许和国家对地方政府的行政指导,以及国家发改委等部委出台的几大过剩产业的调控有关。

流动性过剩难题待解

与经济的降温相比,有目共睹的是4月份主要金融指标总体趋热。

尽管年初政府工作报告制定的是稳健的货币政策,但是由于流动性泛滥,稳健的货币政策实际上已经成为极度



钢铁等重点调控行业今年以来投资增速反弹迹象明显 资料图

宽松的货币政策,出现了严重的货币超供。出现这一现象的表面原因是经济快速增长,对银行贷款的需求增加;上市银行资本充足率明显提高,放贷能力增加,但根本性的原因却是外汇储备增加过多,且缺乏有效的对冲工具。这一方面助长了实体经济的投资反弹,另一方面也导致大量的资金供给在金融领域内循环,突出表现在反映直接的交易性货币供应量的M1增速和反映总的货币供给量的M2增速之间有一个明显的剪刀差。

调控必要性仍然存在

在人民币升值的背景下,货币政策除了调控经济的职

能外,又增加了调控由于外汇占款导致的流动性过度投放的职能。因此在判断货币政策取向的时候,既要考虑经济形势的需要,又要考虑金融调控本身的需要。

从经济形势来分析,尽管投资有所降温,但我们认为对投资进行宏观调控的必要性仍然存在。一是因为1-4月份29.6%的投资增长率仍然高于合理的可持续的增长水平;二是前期国家重点调控的行业,如钢铁有色金属和房地产业等的投资增速反弹的迹象非常明显。如果不及时调控的话,这些很有可能成为新的过热的源头。从金融调控本身来分析,货币超供的问题并没有

从根本上得到解决,也仍然存在进一步调控的必要。总体上看,我们认为宏观调控的必要性仍然存在。

在具体的时间上,考虑到4月份经济已经开始降温,同时央行已经出台了上调贷款利率的政策,政策效果如何还有待进一步的数据的评估,我们认为,短期内调控部门再出总量型的紧缩政策的可能性已经明显降低。在此期间内,调控部门主要通过通过对过剩行业以及房地产行业的调控,以达到优化经济结构、防止新的经济过热的目的。在纯粹的金融调控方面,央行将倾向于通过常规性的工具解决货币过度投放的问题。

## 专家观点

# 紧缩之下债市不必过分紧张

□特约撰稿 莫凡

伴随上月底的加息以及本周的定向票据发行,市场对央行货币政策紧缩性的预期依然挥之不去,对此作出偏空的反应,但是综合各方面因素分析,紧缩性政策并不足以让债市过分悲观。尽管长期看紧缩政策是大势所趋,但在短期内汇改的因素仍将主导债券市场走势。

从中长期看,流动性泛滥无法靠一两次的紧缩调节就可以“药到病除”,需要一系列的战略举措才能根本稳妥的解决。因此,目前的加息以及定向

票据,其象征性的意义远远大于实质意义。首先,贷款的利息提高,存款利率不动使得金融机构的获利空间更加大。并且银行改制上市的需求对盈利的要求也加大了放贷的冲动。加息以及定向票据的效果要等5月、6月的数据出来才能显示。

再次,第二季度的公开市场操作资金的到期量也部分抵消了紧缩政策的效果。本季度到期资金的总量接近8000亿元,国债到期接近2000亿元,4月末存贷差为10万亿元左右,法定超储率2.5%,法定准备金率

7.5%,总计10%估算,银行动用的资金在9万亿元左右,而4月底商业银行总的银行间的托管余额为5.9万亿元,两者差额超过3万亿元,因而银行流动性还是过多,近期的紧缩依然无法撼动流动性神話的本质。

从目前资金面宽松的成因看,由于经济高速增长以及外汇占款居高不下,不可能短期内立刻改观,市场目前的波动是心理层面的紧缩预期因素压倒实际的资金面状况。

首先,拜盟联储加息制度所赐,央行被迫投放的外汇占款一直处于高位。数据显示,今年一

季度新增的外汇储备为563亿美元,而所引起的新增外汇占款为5283亿元。从短期来看,国内经济的对外依赖性仍比较强,外资依然没有回流的苗头。

其次,央行在紧缩手段的选择上,更多的从汇改因素考虑,由此也更愿意选择温和的而不是激烈的措施来收缩银根,以防止剧烈的大起大落。之前的加息举措以及定向发行票据都出乎市场的意料,但都未引起市场的大幅波动。因此我们有理由估计,央行的后续操作也将有条不紊地展开,不至于引起债市较大的动荡。

## 公开市场结束资金净投放

□本报记者 秦宏

昨天,央行在公开市场发行了600亿元3个月央行票据。至此本周央行公开市场净回笼资金818亿元,从而结束了连续三周的资金净投放。本周央行通过公开市场

共发行了2150亿元央行票据,对冲到期释放的1332亿元资金后,净回笼资金量为818亿元,回复到了3月底的水平。

昨天,三个月央行票据的发行收益率水平与前持平,仍为2.0156%。

## 民生银行成功发行首期金融债

□本报记者 王尧 秦媛娜

昨天,民生银行在银行间债券市场成功发行100亿元首期金融债券。该债券期限为3年期,发行利率为2.88%。这是民生银行首次公开发行普通金融债券,100亿元的发行规模使得该债券成为目前股份制商业银行在银行间债券市场发行的规模最大的债券之一,同时也是除政策性银行外的商业银行在债券市场发行的规模最大的债券。

据悉,在此次第一期100亿元金融债券发行完毕之后,民生银行本年度还将在全国银行间债券市场发行200亿元金融债券。

限公司综合评定,该债券信用等级为AAA级。民生银行相关人士透露,此次金融债券募集资金一部分将用于存量负债的替代和置换,保持整体负债规模的稳定,优化负债结构,增强风险承担能力;另一部分将用于风险较低、期限对应的优质资产项目,进一步提高资产收益率水平。

据悉,在此次第一期100亿元金融债券发行完毕之后,民生银行本年度还将在全国银行间债券市场发行200亿元金融债券。

## 中铁二局江西铜业将发短融券

□本报记者 秦媛娜

中铁二局集团有限公司和江西铜业股份有限公司5月23日将同时在银行间债券市场各发行3亿元与5亿元短

期融资券,期限分别为265天和365天。

经上海远东资信评估有限公司评定,中铁二局和江西铜业的短期融资券的信用等级分别为A-1级和A-1+级。

## 每日交易策略

## 信用类债券投机价值等待挖掘

□海天

昨日债券市场多空对峙,行情处于僵持状态。上午3个月央行票据结果与上周持平,改变了两周来央票利率逐步上行的趋势,对市场构成支撑,部分短期债券价格略有回升。不过,当日仍然存在不少中期债券抛盘,而接盘并不愿意接受高价,造成中期债券价格略有走弱。



下午民生银行进行了3年期金融债券招标,中标利率处于市场预期上限,市场心态似乎仍显得谨慎。总的来看,经过周三突然的央行票据发行风波,市场没有出现过大的恐慌,只是变得更加谨慎,银行间市场盘面上多空处于胶着状态,行情发展显得有些迷茫。

民生银行高级金融债券的发行,为国内债券市场再添信用类债券新品种。2005年可看作银行间市场信用类产品大创新的元年,2006年则延续着这个趋势,信用产品已广泛成为市场关注热点。特别是在债券市场绝对收益率水平处于历史低位情况下,信用类产品凭借其相对较高收益,更成为2006年最佳投资品种之一。

随着信用类产品数量的不断增加,信用类产品在投资机会之外也出现了一些投机机会。观察表明,国内信用类债券与无风险债券的信用利差也处于不断波动之中,并且往往是市场下跌时扩大,市场上涨时缩小,即信用类债券涨跌幅度要略大于无风险债券,这使得信用类产品相对无风险债券具有更多投机价值。

以05联通CP01为例,其刚上市之初,剩余期限1年,二级市场收益率1.95%左右,高于同期限央票50基点。至2005年10月份,随着市场不断上涨,联

通CP与同期限央票利差收窄到40基点以内,涨幅超过了央票;至2005年12月份,随着市场回调,联通CP与同期限央票利差扩大到55基点甚至更多,而到了2006年3月,随着市场再度快速上涨,联通CP与同期限央票利差已缩小到15-20基点,直到最近因市场调整才重新拉大点差到25基点以上。可以明显看到,联通CP的二级市场波动大于央行票据,这使得联通CP相对央行票据具有了更好的投机价值。如果我们将其收益放在其他短期融资券,可以经常看到这类现象。

当然,短期融资券目前仍然属于稀缺资源,投资机构竞争激烈而造成投机力量难以大量进出。但是,从短期融资券一类的信用类债券利差波动可以看到,信用利差同样具有良好的交易价值,有相当的交易功能可以挖掘。从国外的市场经验看,信用类产品由于评级变化、经济环境变化以及市场环境变化,信用利差也经常会出现放宽或者收窄的现象,信用产品的利差具有相当的交易价值(很多情况下是通过CDS即信用违约互换交易表现出来的),随着国内信用类债券数量品种的加速丰富,信用类产品的利差交易将逐渐成为可能,信用类产品的投机价值将逐渐得到发掘。因此,我们期待着短期融资券、商业银行金融债券、企业债券以及各种信用产品的更多发行。

## 银行间债券收益率

代码	名称	最新收益率	收益率变化	剩余期限
060004	06国债(4)	1.38%	-0.15%	0.072
060005	06国债(5)	1.38%	-0.15%	0.172
060006	06国债(6)	1.65%	-0.15%	0.272
060007	06国债(7)	1.65%	-0.15%	0.372
060008	06国债(8)	1.92%	-0.15%	0.472
060009	06国债(9)	1.92%	-0.15%	0.572
060010	06国债(10)	2.20%	-0.15%	0.672
060011	06国债(11)	2.20%	-0.15%	0.772
060012	06国债(12)	2.48%	-0.15%	0.872
060013	06国债(13)	2.48%	-0.15%	0.972
060014	06国债(14)	2.76%	-0.15%	1.072
060015	06国债(15)	2.76%	-0.15%	1.172
060016	06国债(16)	3.04%	-0.15%	1.272
060017	06国债(17)	3.04%	-0.15%	1.372
060018	06国债(18)	3.32%	-0.15%	1.472
060019	06国债(19)	3.32%	-0.15%	1.572
060020	06国债(20)	3.60%	-0.15%	1.672
060021	06国债(21)	3.60%	-0.15%	1.772
060022	06国债(22)	3.88%	-0.15%	1.872
060023	06国债(23)	3.88%	-0.15%	1.972
060024	06国债(24)	4.16%	-0.15%	2.072
060025	06国债(25)	4.16%	-0.15%	2.172
060026	06国债(26)	4.44%	-0.15%	2.272
060027	06国债(27)	4.44%	-0.15%	2.372
060028	06国债(28)	4.72%	-0.15%	2.472
060029	06国债(29)	4.72%	-0.15%	2.572
060030	06国债(30)	5.00%	-0.15%	2.672
060031	06国债(31)	5.00%	-0.15%	2.772
060032	06国债(32)	5.28%	-0.15%	2.872
060033	06国债(33)	5.28%	-0.15%	2.972
060034	06国债(34)	5.56%	-0.15%	3.072