

# urrency·bond

中国债券总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证金融债指数
116.053	111.530	116.950	120.220
0.04%	0.05%	0.04%	0.11%

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)	期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
0.25	1.3519	▼0.27	3M	2.8082	▼0.01
1W	1.4262	▼1.43	6M	2.8688	▲0.01
2W	1.9312	▼4.69	9M	2.9308	▲0.01
1M	2.5463	▼1.09	1Y	3.0025	▲0.01

品种	名称	最新收市	涨跌幅	利率
0.0100	01国债01	1.0131	-0.03%	0.0131
0.0200	02国债01	2.0131	-0.03%	0.0231
0.0300	03国债01	3.0131	-0.03%	0.0331
0.0400	04国债01	4.0131	-0.03%	0.0431
0.0500	05国债01	5.0131	-0.03%	0.0531
0.0600	06国债01	6.0131	-0.03%	0.0631
0.0700	07国债01	7.0131	-0.03%	0.0731
0.0800	08国债01	8.0131	-0.03%	0.0831
0.0900	09国债01	9.0131	-0.03%	0.0931
0.1000	10国债01	10.0131	-0.03%	0.1031
0.1100	11国债01	11.0131	-0.03%	0.1131
0.1200	12国债01	12.0131	-0.03%	0.1231
0.1300	13国债01	13.0131	-0.03%	0.1331
0.1400	14国债01	14.0131	-0.03%	0.1431
0.1500	15国债01	15.0131	-0.03%	0.1531
0.1600	16国债01	16.0131	-0.03%	0.1631
0.1700	17国债01	17.0131	-0.03%	0.1731
0.1800	18国债01	18.0131	-0.03%	0.1831
0.1900	19国债01	19.0131	-0.03%	0.1931
0.2000	20国债01	20.0131	-0.03%	0.2031
0.2100	21国债01	21.0131	-0.03%	0.2131
0.2200	22国债01	22.0131	-0.03%	0.2231
0.2300	23国债01	23.0131	-0.03%	0.2331
0.2400	24国债01	24.0131	-0.03%	0.2431
0.2500	25国债01	25.0131	-0.03%	0.2531
0.2600	26国债01	26.0131	-0.03%	0.2631
0.2700	27国债01	27.0131	-0.03%	0.2731
0.2800	28国债01	28.0131	-0.03%	0.2831
0.2900	29国债01	29.0131	-0.03%	0.2931
0.3000	30国债01	30.0131	-0.03%	0.3031

品种	名称	最新收市	涨跌幅	利率
0.0100	01国债01	1.0131	-0.03%	0.0131
0.0200	02国债01	2.0131	-0.03%	0.0231
0.0300	03国债01	3.0131	-0.03%	0.0331
0.0400	04国债01	4.0131	-0.03%	0.0431
0.0500	05国债01	5.0131	-0.03%	0.0531
0.0600	06国债01	6.0131	-0.03%	0.0631
0.0700	07国债01	7.0131	-0.03%	0.0731
0.0800	08国债01	8.0131	-0.03%	0.0831
0.0900	09国债01	9.0131	-0.03%	0.0931
0.1000	10国债01	10.0131	-0.03%	0.1031
0.1100	11国债01	11.0131	-0.03%	0.1131
0.1200	12国债01	12.0131	-0.03%	0.1231
0.1300	13国债01	13.0131	-0.03%	0.1331
0.1400	14国债01	14.0131	-0.03%	0.1431
0.1500	15国债01	15.0131	-0.03%	0.1531
0.1600	16国债01	16.0131	-0.03%	0.1631
0.1700	17国债01	17.0131	-0.03%	0.1731
0.1800	18国债01	18.0131	-0.03%	0.1831
0.1900	19国债01	19.0131	-0.03%	0.1931
0.2000	20国债01	20.0131	-0.03%	0.2031
0.2100	21国债01	21.0131	-0.03%	0.2131
0.2200	22国债01	22.0131	-0.03%	0.2231
0.2300	23国债01	23.0131	-0.03%	0.2331
0.2400	24国债01	24.0131	-0.03%	0.2431
0.2500	25国债01	25.0131	-0.03%	0.2531
0.2600	26国债01	26.0131	-0.03%	0.2631
0.2700	27国债01	27.0131	-0.03%	0.2731
0.2800	28国债01	28.0131	-0.03%	0.2831
0.2900	29国债01	29.0131	-0.03%	0.2931
0.3000	30国债01	30.0131	-0.03%	0.3031

## 央行回笼加码难阻充沛流动性 短券走俏烘热债市

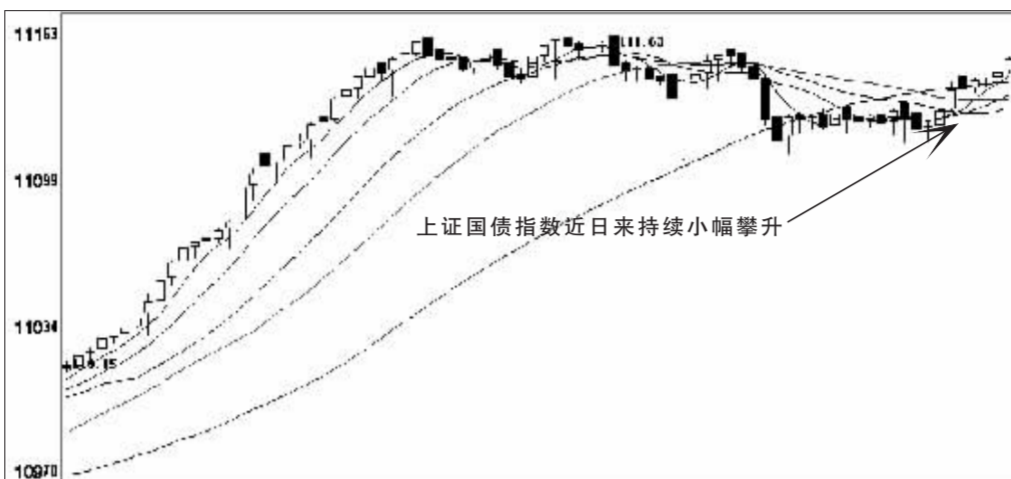
□本报记者 秦媛娜

央行对流动性回笼的力度不断加大,债市行情却在充裕资金的推动下步步看涨。但是随着对央行出台后续紧缩措施以回收流动性的预期增强,投资者的态度也在趋于谨慎,明智地选择了青睐短债、回避长债的投资策略。

今日,央行将在公开市场操作中发行500亿元3个月期央行票据,并进行28天正回购操作。如此一来,本周央行的净回笼资金量将超过1000亿元。加上上周宣布上调存款准备金率0.5个百分点,央行在新年开局的“收钱”力度不可小觑。

但是,这对市场上泛滥的流动性显然仍是杯水车薪。在充裕资金的推动下,昨日,银行间债市连续第三个交易日出现小幅上扬,上证国债指数也上涨了0.05%,收盘于111.53点,成交金额为5.7047亿元。银行间债市7天质押式回购加权利率则再下跌1.67个基点,为1.4124%,成为新年以来连续第5个交易日走低。

“银行手中的钱还是很多,并且有很高的投资刚性。”



东莞商行交易员黄健联表示,尽管央行回笼资金力度不小,但是在近期资金大量到期、银行信贷投放尚未全面启动之际,机构投资账面上仍有大量的资金,不得不在二级市场进行投资,因此推高了债市总体水平。

但是在资金活跃表现的同时,市场也警惕地对流动性的过剩问题产生了担忧。央行行长周小川在近日发表了“不排除采取更多控制流动性措施可能”的言论之后,更加深了市场对于后续调控手段出台的预期。青睐短债、回避长债成为

机构普遍采取的投资策略,央行票据和短期融资券则在这一调整中成为了“香饽饽”。本周二发行的1年期央行票据0701002昨天上市首日就表现出色,以罕见的415.4亿元居于成交量榜首,收益率率为下降1个基点,为2.78%。“央票的收益率高,而且流动性强,容易变现,投资者自然愿意买入央票。”交易员表示,目前市场普遍认为央票利率处在一个较高的水平,因此吸引了不少资金介入。

和央票一样,由于期限在1年以内,短期融资券也得到

了特别关注。黄健联表示,买盘报价多,但是券种持有人却不愿卖出,一些资质较好的企业发行的短期融资券甚至到了一券难求的地步。除此之外,中短期国债也未能置身事外,同样被资金追捧。昨日的交易所债市,剩余期限在5年以内的债券就垄断了涨幅榜的前六个席位和成交量榜的前四名。

相形之下,投资者对于长债的热情就显得有些寥落。“后势不好判断,通胀压力也在增加,”交易员的担忧表明,狂热表面的背后,市场的投资心态也在悄然变得更加谨慎。

### ■展望 2007

## 收益率曲线将略显陡峭化态势

□特约撰稿 董德志

综合分析各方面因素,对2007年的债市行情,我们保持中性偏乐观的看法,预计整体收益率曲线在前端下行、后端微幅上行的作用下将略显陡峭化态势。

——人民币升值压力所造成的外部矛盾依然制约国内利率的上行空间

从“利差论”角度来看,为了化解人民币升值的预期,中美利差应该适当保持在高位,但是在美联储暂停加息的背景下,按照2006年的经验,央行在一季度中应该进行“天量回笼”,但是由于2007年的春节较晚,恰好处于季度中期,春节前后出于流动性安全的考虑,预计“天量回笼”的措施将会受到一定的制约,此外再考虑到2007年一季度货币投放量远低于2006年同期,所以我们认为2006年“天量回笼”的局面在2007年一季度难以再现。而5、9月份的大量到期以及同期货币乘数的自发放大效应则可能促使央行调整法定存款准备金率来加以对抗。

其次,货币市场利差有望继续缩小。2006年至今,银行间市场7天回购利率的年度加权平均水平基本呈现先抑后扬的态势,在经历了2005年流动性最为宽松的时期后,回购利率恢复了上行局面。在2007年我们预计7天回购利率的加权平均水平将会继续突破目前2.0997%的年度加权平均水平,继续上行。

同样,从历年央行票据与回购利率加权水平的利差角度来看,回购利率也存在继续上行的动力。预计央行票据与回购利率

情况的来看,市场中对于2007年法定存款利率调整的预期几乎为零。

——货币市场展望:央票利率有望回落,短期资金利率有望上行

首先,票据到期量尚且温和。以单月到量为2500亿元为标准,可以发现,在不考虑新发票据的情况下,2007年1、2、3、5、9以及12月份中票据的到期量处于相对高位,在上述月份中,央行面临较大的货币回笼压力。

按照2006年的经验,央行在一季度中应该进行“天量回笼”,但是由于2007年的春节较晚,恰好处于季度中期,春节前后出于流动性安全的考虑,预计“天量回笼”的措施将会受到一定的制约,此外再考虑到2007年一季度货币投放量远低于2006年同期,所以我们认为2006年“天量回笼”的局面在2007年一季度难以再现。而5、9月份的大量到期以及同期货币乘数的自发放大效应则可能促使央行调整法定存款准备金率来加以对抗。

其次,货币市场利差有望继续缩小。2006年至今,银行间市场7天回购利率的年度加权平均水平基本呈现先抑后扬的态势,在经历了2005年流动性最为宽松的时期后,回购利率恢复了上行局面。在2007年我们预计7天回购利率的加权平均水平将会继续突破目前2.0997%的年度加权平均水平,继续上行。

同样,从历年央行票据与回购利率加权水平的利差角度来看,回购利率也存在继续上行的动力。预计央行票据与回购利率

的平均利差将延续2004年以来逐步缩窄的态势,而1年期票据利率存在下行压力,7天期回购利率存在上行压力,两者利差在2007年将继续缩小10—20个基点水平,2007年7天回购利率的重心水平有望保持在2.15%—2.20%的范围内。

——市场走势:中性偏于乐观

2007年影响债券市场走势的多空因素可以归结如下: 多方因素:1、美国经济降温将可能导致中国货币政策紧缩力度有所减弱;2、如果美联储如期降息将导致中美利差缩窄,国内利率存在下行的压力;3、国内粮食产量的连年丰收将在一定程度上平抑通货膨胀预期;4、大量票据到期可能造成市场流动性出现暂时充裕的局面。

空方因素:1、整体而言,物价指数存在上行的压力,通胀压力将强于2006年;2、宏观流动性充裕的局面将继续弱化;3、债券的发行量将继续扩大,而股票市场对于资金的分流效应也将持续显现。

综合而言,我们对2007年的债券市场保持中性偏乐观的看法。短期资金市场利率将会伴随宏观流动性的持续弱化呈现逐步抬高的走势,7天回购利率的年度加权水平将可能保持在2.15%—2.20%区间内波动。1年期央行票据的发行利率将继续受制于中美利差的关系,有望呈现逐步回落态势,在美国利率如期下降的前提下,1年期票据发行收益率有望回落至2.50%—2.70%区间中,并进而带动2—5年期债券品种的回落。而10年期以上的长期利率走势将受制于CPI回升以及美国经济降温、中国货币紧缩力度减弱双重因素的冲突影响,预计整体将保持小幅上行的态势,但是幅度有限。整体收益率曲线在前端下行、后端微幅上行的情况下将略显陡峭化态势。

月份	看法	理由
1	乐观	1. 新债发行处于真空期; 2. 近3000亿元票据到期; 3. 市场对于CPI的上行已经提前有预期; 4. 春节将至,政策面将保持平稳;
2	乐观	春节前夕,市场将保持平稳
3	中性	1. CPI有望继续上行; 2. 央行将加大货币回笼力度; 1. 票据到期量有限; 2. 出于回笼流动性考虑,央行有可能调整法定存款准备金率;
4	谨慎	3. 银行体系信贷投放可能抬头; 1. 票据到期量增加; 2. CPI可能出现阶段性低点;
5	中性	1. 央行有望冲高回落
6	中性	2. 美联储有望降息
7	乐观	1. 存在上调法定存款准备金率的可能; 1. 市场存在反弹动力;
8	乐观	2. 10月下旬—11月下旬可能存在惯常的技术性调整;
9	谨慎	1. 年终行情
10	乐观	1. 年终行情
11	乐观	1. 年终行情
12	乐观	1. 年终行情

### ■汇市观察台

## 美元上扬 市场等待美国数据

□王琦

9日夜间,美元兑日元上扬至近两个月高位,达到119.55,因投资者预计即便日本央行上调利率也不会激励对日元的买盘需求,且市场传言日本央行不会在1月份加息。随后止损单引发的卖盘阻止了美元的进一步上扬,尾盘回落至119.34。另一方面,原油期货价格下挫有助于美国

间上下波动,这反映了市场对欧元加息的预期以及对周四欧洲央行会议的期待。日元方面,盘初美元兑日元上扬,但升势仍受到119.50上方大量卖单的打压,汇价不容易进一步上扬。日本央行调查统计局长指出,国内生产总值消费项目继7—9月大幅下滑后,10—12月可望呈现大幅反弹。此番谈话引发一些日元买盘,因被认为

显示日央行觉得已经可以讨论近期加息事宜的迹象,日元一度上扬至119.10。市场关注在10日晚些时候公布的美国11月国际贸易收支数据。

国内市场,美元兑人民币开盘报7.8081,日间买卖交易频繁,市场窄幅波动,报收7.8071。

(作者系中国建设银行总行交易员)

### ■每日交易策略

## 像做股票那样去研究短融

□大力

本周以来,短期融资券的行情在清静了很长一段时间之后开始活跃起来。一方面是货币基金规模有所恢复,开始买入一些品质优良的短融;另一方面是2006年一季度发行的短融券快要到期,避税的动机使得这类快到期的短融券大批量地被卖到非基金类机构的账户中,每日短融券的成交量和成交笔数都有所上升。但是在这其中,民营企业 and 地方性企业的短融券仍然流动性非常差,偶尔一两笔成交的收益率水平也在4.0%上下。

民营企业 and 地方性企业的短融不仅遭遇了二级市场流动性的问题,一级市场发行也是困难重重。继紫江企业2006年第二期短融在认购当天调减发行额之后,昨天又有消息称山东鲁北集团2007年的第一期短融,发行规模定在了3亿元至5亿元的一个弹性区间,而且还没有“有条件超额配售”条款来减轻主承销商的责任,充分显示出发行主体和承销商对一级市场销售的不自信。

其实仔细研究一下这些在银行间市场倍受冷遇的企业,不少都是品质极好的。诸如沙钢集团、江苏恒力、浙江恒逸、大土河等等企业,在各自的行业内都有很高的市场占有率和竞争力,其市场影响力早已经波及全球。江苏恒力最近还打赢和韩国关于反倾销的官司。一些公司在股票市场的表现更是优异,唯独在银行间市场落得无人问津的悲惨下场。

为什么会这样不正



常的反差,笔者认为原因还是研究工作没有做到位。作为没有担保的信用风险产品,短期融资券面临的信用风险信息对所有投资者而言都是不对称的,这和股票市场的风险颇有几分相似之处。股票市场的研究员为了选对一只股票,往往要深入研究企业所在行业的发展前景,企业自身的市场地位、财务报表等等。在二手信息的可靠性和全面性得不到保证的情况下,研究员往往会直接深入企业内部直接调研。同样是研究企业的风险问题,为什么短期融资券的投资者不能如股票研究员那样去做深入的调查研究呢?

股票研究看的是企业的成长性和盈利能力,短融研究看的是企业的现金流和偿债能力。研究的目的不同,但是方法都是类似的,只是还没有一个机构投资者的风控部门,能够把调查研究和风险控制做到这么深入的地步。大部分所谓的风险控制,还停留在“口口相传、相互影响”的阶段。目前短融市场遭遇当下的困境,与其说是信用风险的问题,倒不如说是信用风险信息不对称的问题。这需要投资者特别是风控部门开始进行真正的风险调查和研究。

### ■市场快讯

## 本周净回笼资金将超千亿

□本报记者 秦媛娜

2600亿元,远超过期资金量1600亿元。

随着央行今日在公开市场上进行3个月期央行票据和28天正回购的操作,本周的资金净回笼量将超过1000亿元。

今日,央行将发行500亿元3个月期央行票据,加上本周二1200亿元1年期央票的发行和900亿元7天正回购的操作,本周将共回笼资金

与此同时,央行还将在今日进行28天正回购。最近一次央行进行28天正回购已经是2005年的12月22日。市场人士表示,这一操作品种的复出在加大对冲流动性力量的同时,将有效延长资金冻结周期,并且能够保证这笔资金在农历春节之前得到释放。

## 农发行金融债拉开今年发行序幕

□本报记者 秦媛娜

行100亿元,超额认购倍率达到了2.767倍。

农发行昨日发行的3年期金融债拉开了今年债券一级发行市场开张的大幕,最终票面利率为2.93%,落在市场预期下端。本期债券的发行可谓占尽天时地利。一方面,市场资金面正处于非常宽松的状态,同时中短期债券也是目前市场的投资热门品种。本期债券仅发

但是从最高投标价位的收益率已经达到3.2%来看,投标机构似乎并未一味疯抢,而是保持了相对谨慎的态度。交易员认为,目前央票分流了大量投资资金,加之农发行债券的流动性相对较差,因此影响了投资者的投资热情。从中标情况来看,四大国有银行为主要中标机构。

## 微跌3个基点 人民币窄幅盘整

□本报记者 秦媛娜

交易市场上,在国际市场美元走高的带动下,美元兑人民币汇率也被拉高,询价市场收盘价为7.8071元,银行间即期外汇市场美元兑人民币中间价为7.8081元,波动甚小。

## 特变电工3亿元短融券将发行

□本报记者 秦媛娜

本期短融券期限365天,采用利率招标方式发行。经大公国际资信评估有限公司评定,本期短期融资券的信用评级为A-1级。

## 宁波港短融券发行利率3.85%

□本报记者 秦媛娜

3.85%,短融券代码为0781001。本期短融券期限365天,通过利率招标方式发行,主承销商为民生银行。

注:技术指标由北方之星数码技术有限公司提供

种类	息票	到期时间	收益率(年化%)
2年期	4.750	2008.12.31	4.78
3年期	4.625	2009.11.15	4.69
5年期	4.625	2011.12.31	4.65
10年期	4.625	2016.11.15	4.66
30年期	4.500	2036.02.15	4.74

品种	名称	最新收市	涨跌幅	成交量(万手)
0.0100	01国债01	1.0131	-0.03%	2.6
0.0200	02国债01	2.0131	-0.03%	2.6
0.0300	03国债01	3.0131	-0.03%	2.6
0.0400	04国债01	4.0131	-0.03%	2.6
0.0500	05国债01	5.0131	-0.03%	2.6
0.0600	06国债01	6.0131	-0.03%	2.6
0.0700	07国债01	7.0131	-0.03%	2.6
0.0800	08国债01	8.0131	-0.03%	2.6
0.0900	09国债01	9.0131	-0.03%	2.6
0.1000	10国债01	10.0131	-0.03%	2.6
0.1100	11国债01	11.0131	-0.03%	2.6