

# currency·bond

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	上证金债指数
115.705	111.860	116.548	120.970
0.00%	0.01%	0.00%	0.05%

上海银行间同业拆放利率(4月4日)					
期限	Shibor(%)	涨跌(BP)	期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
0.0N	1.7932	▼0.13	3M	2.8652	▲0.09
1W	1.9553	▲0.77	6M	2.9519	▲0.17
2W	2.4271	▲2.71	9M	3.028	▲0.23
1M	2.7333	▲2.58	1Y	3.19	▲0.20

交易所债券收益率					
代码	名称	最新收	收盘	涨跌	利率
000001	01国债(01)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000002	02国债(02)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000003	03国债(03)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000004	04国债(04)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000005	05国债(05)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000006	06国债(06)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000007	07国债(07)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000008	08国债(08)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000009	09国债(09)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000010	10国债(10)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000011	11国债(11)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000012	12国债(12)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000013	13国债(13)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000014	14国债(14)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000015	15国债(15)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000016	16国债(16)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000017	17国债(17)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000018	18国债(18)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000019	19国债(19)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133
000020	20国债(20)	2.8133	2.8133	0.0000	2.8133

# 雨过天晴 民企短融大涨

### 受福禧短融顺利兑付提振,一个月来民企短融信用息差降幅近百基点

□本报记者 丰和

近一时期以来,在福禧短融顺利兑付的提振下,银行间市场原本高高在上的民企短融收益率大幅度下降,短融的信用息差在一个月左右时间内,由原来的近200个基点,下降至118个基点左右。

目前,绝大部分民企短融的收益率降至4%以内。其中,存续在3个月至5个月短融的平均调降幅度为85个基点,而存续期在3个月以内的民企短融收益率下降幅度则更大,平均达到了105个基点。

事实上,整个3月份,由于一年期央票发行收益率水平累

计上升了18个基点,短融的收益率水平也整体呈现上涨趋势。其中,大型央企短融的收益率整体上升约10个基点。

从时间上看,民企短融债券价格的上涨行情,恰恰是在10亿元福禧短融全额兑付后发生的。这表明福禧短融的兑付,成为化解民企短融偿付危机的信号。

而危机的及时化解,使民企短融收益率高和存续期限短的优势立即凸显,吸引大量资金介入民企短融,在短期内迅速压低民企短融的风险溢价水平。目前大部分民企短融的存续期在5个月以内,其中接近兑付期的民企短融券数量又大约占了一半左右。在福禧短融兑付之前,

大型央企和地方集团企业的短融收益率也出现了小幅下降。一些银行间市场交易员表示,与年初相比,短融风险利差水平呈现一个缩小的趋势。

针对这一现象,业内人士表示,目前民企短融收益率的下降应该是市场对前期过度上涨的修正。但是,福禧短融的兑付并不意味着短融偿付风险就此根除,投资者对风险依然不能忽视。

存续期3个月至5个月部分短融收益率变动表				
券种	福禧短融兑付前	4月4日	降幅(基点)	
06比亚迪CP01	4.5%	3.85%	75	
06恒逸CP01	4.39%	3.86%	53	
06天士力CP01	4.95%	3.73%	128	
06恒力CP01	5.54%	4.46%	88	

## 市场观察

# 3年期央票投资价值不容低估

□广州商行 汪仪

随着3年期央票发行利率逐步走高,由年初的2.97%上升到上周的3.28%,相对于3年滚动投资于1年期央票,其投资价值进一步凸现。

### 情景分析

由于宏观经济仍旧保持较快的增长步伐和银行放贷规模加大,笔者认为不排除年内央行仍有加息一次的可能。最近的一次加息使得1年期央票利率由加息前的2.80%上升到现在的2.98%(持平1周)。如果假设以后每次加息都带来同样的升幅18个基点,笔者给出了三种假设情况以及对应的结果。

如三种情况发生概率平均分配,那么三年的平均收益期望值为3.28%。如果对利率走势更加乐观的话,增加对降息预期,那么平均收益就可能走低3.28%。所以,3年期央票发行利率如果高于3.28%,

假设情况	今年	明年	后年	三年的平均收益
每年加一次	3.16	3.34	3.52	3.34
前两年加,最后不动	3.16	3.34	3.34	3.28
前两年加,最后减	3.16	3.34	3.16	3.22

相对于3年滚动投资于1年期央票,其投资价值更加突出。

### 价值比较

由于我们比较3年期央票投资价值的基准在于1年期央票利率,因此我们有必要从历史、现实和未来的三个角度分析1年期央票利率走势。首先,如果我们回顾1年期央票发行利率的历史,会发现1年期央票发行利率的最大值为2004年11月2日的3.5733%,2004年10月的CPI和当时的回购利率分别为4.3%和2.2405%。

由于央行于2005年年中启动汇改进程后,1年期央票发行利率尚未突破过3%。其次,现在市场给出的未来两年的1年期央票远期利率。根据中债收益率估值数据,

看法不一,但几乎可以肯定的是很少有再次加息的机会。

因此,未来1年期央票发行利率的上升空间不大。

### 投资建议

通过对以上的情景分析和对1年期央票利率走势的判断,我们推荐投资者密切关注3年期央票,俟其利率上升超过3.34%或者企稳后(对于3年期央票利率顶部,我们坚持此前看法,不作判断。因为其受制于央行和市场二者博弈,以及央行自身对3年期央票作用的想法等,比较复杂),比较积极的投资者可积极介入。

对于风险承受能力较差的投资者,可以采取混和投资1年期和3年期央票组合,灵活调整各自的投资比例。这样一方面可以享受3年期央票的高收益,另一方面可以乘未来利率上升的时候,享受较高的再投资收益,减少3年期央票的资本利得损失。

## 二季度债市展望

# 经济趋热或催生多项调控措施

□国海证券 杨永光 何康 段吉华

从2007年各方面的数据来看,虽然投资增长不明显,但由于消费的强劲启动以及出口的高速增长,2007年一季度经济的增长还将超出预期,预计GDP的增长将有可能达到10.8%以上的增长水平。我们预计,二季度前半段可能还会迎来国家的多项调控措施,调控力度取决于未来几个月投资增速和信贷增速。预计随着二季度后半段新增贷款速度的回落,调控力度会有所缓和。预计二季度央行有可能会继续上调一次准备金率,加息的可能性不大。

### 宏观经济:徘徊在过热的边缘

2007年1-2月的各项数据表明,在电力、运输等瓶颈问题基本解决之后,不知不觉中,中国经济又走向了过热的边缘。这次经济的加速,主要是由于消费和出口的强劲增长带动,而投资方面增长则略有回落。

从已公布的数据来看,未来几个月内固定资产投资增长的变动趋势不明。总之,无论数据的真实与否,今年上半年投资增长速度肯定低于去年。这种情况能否在下半年有所改观,还要看项目的进展情况以及未来几个月投资资金到位情况是否反映中长期贷款规模的增加。

### 物价:有望迎来平稳或小幅回落走势

从中长期来看,暖冬将造

成粮食减产的可能性相当大。尽管国内实现了三年粮食丰收,一定程度缓和了粮食的供需矛盾,但国际上国内粮食还未达到供大于求的局面,还处于一种“紧平衡”的状况。若出现粮食减产,粮价必然会上升。特别是这种减产将是全球范围内的,对粮价的冲击将会更大,粮价的上升将引导整个CPI的上升。

根据预测的结果,二季度有望迎来物价平稳或小幅回落的走势,下半年可能还会有一个冲高的过程。

### 汇率:升值速度有可能继续加快

由于这两年许多出口行业,如机械、纺织等一直保持较高的出口势头,且行业利润率未见明显减小,因此我们认为中国已具备进一步加快升值的能力。去年下半年在加息后,人民币升值的速度明显加快,估计这个规律在今年上半年加息后也会继续体现。

为了从根源上解决流动性过多的问题,预计在今年剩下的三个季度内人民币升值的速度有可能会继续加快,年化升值幅度会达到4%-7%的幅度。同时,为了降低加工贸易的比重,中国政府将会有意识的提高国内的薪酬水平,进一步降低贸易顺差的规模。

### 金融运行:较高M2绝对值易引发未来通胀

2月末,M1、M2分别增长21%和17.8%。M1增速持续上行态势,21%的增速创出2000年9月份以来的月度新

高。2月末金融机构人民币各项贷款余额同比增长17.2%,增幅比上月高1.2个百分点,也是近两年来的新高。

从金融数据上看,M1的快速增长反映出存款的活化趋势明显。同时,M2的绝对值较高,易引发未来的通货膨胀。

### 公开市场操作:或再调一次存款准备金率

按这几年的惯例,过了一季度后,央行在公开市场操作的波动将明显平稳,大起大落的现象将会减小。与去年相比,我们认为今年央行公开市场操作的主动性明显增强,今年的流动性泛滥程度不会像去年那么严重。由于预计下半年银行的新增贷款增量才会有所减小,因此在二季度末之前,信贷的大量投放将会导致央行持续不断回收流动性的行为,央行有可能会再次上调一次法定存款准备金率。

### 国家外汇投资公司与两税合并对债市影响

目前对国家外汇投资公司问题还有两个要素没有确定:一是所发行的人民币债券能否在市场上流通;二是所发行的债券是以金融债还是国债的形式发行。前者对市场影响的差别不大,但后者对于投资者而言影响重大,对国债市场的影响很大,中长期国债收益率的上升将不可避免。若是发行的是金融债,则会对金融债的收益率造成冲击。此外,发债的规模是一次到位,还是分批发行,对市场的影响也会有较大区别。

数据表明,近期在两税合并的消息出台之后,金融债与国债的利差并没有缩小,反而有扩大的趋势。我们认为,如果不考虑国家外汇投资公司的影响,那么即便两税合并之后,对于盈利良好、非免税金融机构来说,5年期以上期限的国债的相对价值依然比金融债要高。之所以目前国债没有完全体现出其避险的优势,主要是由于一些机构,如基金、信用社能够免税,偏好高票息债券。

## 银行间债券收益率

代码	名称	最新收	收盘	涨跌	利率
0701003	07央行票据03	3.1133	3.1133	0.0000	3.1133
0681121	06国债CP01	3.2333	3.2333	0.0000	3.2333
0601028	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601038	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601048	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601058	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601068	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601078	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601088	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601098	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601108	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601118	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601128	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601138	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601148	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601158	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601168	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601178	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601188	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601198	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601208	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333

## 交易所债券收益率

代码	名称	最新收	收盘	涨跌	利率
0701003	07央行票据03	3.1133	3.1133	0.0000	3.1133
0681121	06国债CP01	3.2333	3.2333	0.0000	3.2333
0601028	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601038	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601048	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601058	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601068	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601078	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601088	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601098	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601108	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601118	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601128	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601138	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601148	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601158	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601168	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601178	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601188	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601198	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601208	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333

## 交易所债券收益率

代码	名称	最新收	收盘	涨跌	利率
0701003	07央行票据03	3.1133	3.1133	0.0000	3.1133
0681121	06国债CP01	3.2333	3.2333	0.0000	3.2333
0601028	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601038	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601048	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601058	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601068	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601078	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601088	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601098	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601108	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601118	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601128	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601138	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601148	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601158	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601168	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601178	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601188	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601198	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601208	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333

## 交易所债券收益率

代码	名称	最新收	收盘	涨跌	利率
0701003	07央行票据03	3.1133	3.1133	0.0000	3.1133
0681121	06国债CP01	3.2333	3.2333	0.0000	3.2333
0601028	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601038	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601048	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601058	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601068	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601078	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601088	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601098	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601108	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601118	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601128	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.0000	2.8333
0601138	06央行票据08	2.8333	2.8333	0.000	