

Currency·bond

资金面喘息 债市看空预期却有增无减

因机构提前“备粮”，昨存款准备金率上调首日资金价格不涨反跌

| | | | |
|---------|---------|----------|---------|
| 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 |
| 114.970 | 111.160 | 115.836 | 121.320 |
| -0.11% | -0.07% | -0.11% | -0.07% |

上海银行间同业拆放利率(5月15日)

| 期限 | Shibor(%) | 涨跌(BP) | 期限 | Shibor(%) | 涨跌(BP) |
|-----|-----------|--------|----|-----------|--------|
| 01N | 1.9204 | ▼8.04 | 3M | 2.9695 | ▼0.04 |
| 1W | 3.065 | ▼14.35 | 6M | 2.9603 | ▲0.09 |
| 2W | 3.2587 | ▼4.51 | 9M | 3.0704 | ▲0.02 |
| 1M | 3.14 | ▼3.60 | 1Y | 3.2193 | ▲0.07 |

交易所债券收益率

| 代码 | 名称 | 最新收益率 | 收益率变动 | 剩余年限 |
|--------|----------|--------|---------|------|
| 010001 | 01国债(1) | 2.8213 | -0.0005 | 0.31 |
| 010002 | 01国债(2) | 2.8283 | -0.0005 | 0.32 |
| 010003 | 01国债(3) | 2.8353 | -0.0005 | 0.33 |
| 010004 | 01国债(4) | 2.8423 | -0.0005 | 0.34 |
| 010005 | 01国债(5) | 2.8493 | -0.0005 | 0.35 |
| 010006 | 01国债(6) | 2.8563 | -0.0005 | 0.36 |
| 010007 | 01国债(7) | 2.8633 | -0.0005 | 0.37 |
| 010008 | 01国债(8) | 2.8703 | -0.0005 | 0.38 |
| 010009 | 01国债(9) | 2.8773 | -0.0005 | 0.39 |
| 010010 | 01国债(10) | 2.8843 | -0.0005 | 0.40 |
| 010011 | 01国债(11) | 2.8913 | -0.0005 | 0.41 |
| 010012 | 01国债(12) | 2.8983 | -0.0005 | 0.42 |
| 010013 | 01国债(13) | 2.9053 | -0.0005 | 0.43 |
| 010014 | 01国债(14) | 2.9123 | -0.0005 | 0.44 |
| 010015 | 01国债(15) | 2.9193 | -0.0005 | 0.45 |
| 010016 | 01国债(16) | 2.9263 | -0.0005 | 0.46 |
| 010017 | 01国债(17) | 2.9333 | -0.0005 | 0.47 |
| 010018 | 01国债(18) | 2.9403 | -0.0005 | 0.48 |
| 010019 | 01国债(19) | 2.9473 | -0.0005 | 0.49 |
| 010020 | 01国债(20) | 2.9543 | -0.0005 | 0.50 |
| 010021 | 01国债(21) | 2.9613 | -0.0005 | 0.51 |
| 010022 | 01国债(22) | 2.9683 | -0.0005 | 0.52 |
| 010023 | 01国债(23) | 2.9753 | -0.0005 | 0.53 |
| 010024 | 01国债(24) | 2.9823 | -0.0005 | 0.54 |
| 010025 | 01国债(25) | 2.9893 | -0.0005 | 0.55 |
| 010026 | 01国债(26) | 2.9963 | -0.0005 | 0.56 |
| 010027 | 01国债(27) | 3.0033 | -0.0005 | 0.57 |
| 010028 | 01国债(28) | 3.0103 | -0.0005 | 0.58 |
| 010029 | 01国债(29) | 3.0173 | -0.0005 | 0.59 |
| 010030 | 01国债(30) | 3.0243 | -0.0005 | 0.60 |
| 010031 | 01国债(31) | 3.0313 | -0.0005 | 0.61 |
| 010032 | 01国债(32) | 3.0383 | -0.0005 | 0.62 |
| 010033 | 01国债(33) | 3.0453 | -0.0005 | 0.63 |
| 010034 | 01国债(34) | 3.0523 | -0.0005 | 0.64 |
| 010035 | 01国债(35) | 3.0593 | -0.0005 | 0.65 |
| 010036 | 01国债(36) | 3.0663 | -0.0005 | 0.66 |
| 010037 | 01国债(37) | 3.0733 | -0.0005 | 0.67 |
| 010038 | 01国债(38) | 3.0803 | -0.0005 | 0.68 |
| 010039 | 01国债(39) | 3.0873 | -0.0005 | 0.69 |
| 010040 | 01国债(40) | 3.0943 | -0.0005 | 0.70 |
| 010041 | 01国债(41) | 3.1013 | -0.0005 | 0.71 |
| 010042 | 01国债(42) | 3.1083 | -0.0005 | 0.72 |
| 010043 | 01国债(43) | 3.1153 | -0.0005 | 0.73 |
| 010044 | 01国债(44) | 3.1223 | -0.0005 | 0.74 |
| 010045 | 01国债(45) | 3.1293 | -0.0005 | 0.75 |
| 010046 | 01国债(46) | 3.1363 | -0.0005 | 0.76 |
| 010047 | 01国债(47) | 3.1433 | -0.0005 | 0.77 |
| 010048 | 01国债(48) | 3.1503 | -0.0005 | 0.78 |
| 010049 | 01国债(49) | 3.1573 | -0.0005 | 0.79 |
| 010050 | 01国债(50) | 3.1643 | -0.0005 | 0.80 |
| 010051 | 01国债(51) | 3.1713 | -0.0005 | 0.81 |
| 010052 | 01国债(52) | 3.1783 | -0.0005 | 0.82 |
| 010053 | 01国债(53) | 3.1853 | -0.0005 | 0.83 |
| 010054 | 01国债(54) | 3.1923 | -0.0005 | 0.84 |
| 010055 | 01国债(55) | 3.1993 | -0.0005 | 0.85 |
| 010056 | 01国债(56) | 3.2063 | -0.0005 | 0.86 |
| 010057 | 01国债(57) | 3.2133 | -0.0005 | 0.87 |
| 010058 | 01国债(58) | 3.2203 | -0.0005 | 0.88 |
| 010059 | 01国债(59) | 3.2273 | -0.0005 | 0.89 |
| 010060 | 01国债(60) | 3.2343 | -0.0005 | 0.90 |
| 010061 | 01国债(61) | 3.2413 | -0.0005 | 0.91 |
| 010062 | 01国债(62) | 3.2483 | -0.0005 | 0.92 |
| 010063 | 01国债(63) | 3.2553 | -0.0005 | 0.93 |
| 010064 | 01国债(64) | 3.2623 | -0.0005 | 0.94 |
| 010065 | 01国债(65) | 3.2693 | -0.0005 | 0.95 |
| 010066 | 01国债(66) | 3.2763 | -0.0005 | 0.96 |
| 010067 | 01国债(67) | 3.2833 | -0.0005 | 0.97 |
| 010068 | 01国债(68) | 3.2903 | -0.0005 | 0.98 |
| 010069 | 01国债(69) | 3.2973 | -0.0005 | 0.99 |
| 010070 | 01国债(70) | 3.3043 | -0.0005 | 1.00 |

交易所回购行情

| 品种 | 收盘价(%) | 加权(%) | 成交量(百万) |
|------|--------|--------|-----------|
| R001 | 1.92 | 1.9218 | 124220.49 |
| R007 | 3.05 | 3.0529 | 79951.41 |
| R014 | 2.83 | 2.8307 | 5888.78 |
| R021 | 3.14 | 3.1456 | 1948.6 |

银行间回购行情

| 品种 | 收盘价(%) | 加权(%) | 成交量(百万) |
|------|--------|--------|-----------|
| R001 | 1.92 | 1.9218 | 124220.49 |
| R007 | 3.05 | 3.0529 | 79951.41 |
| R014 | 2.83 | 2.8307 | 5888.78 |
| R021 | 3.14 | 3.1456 | 1948.6 |

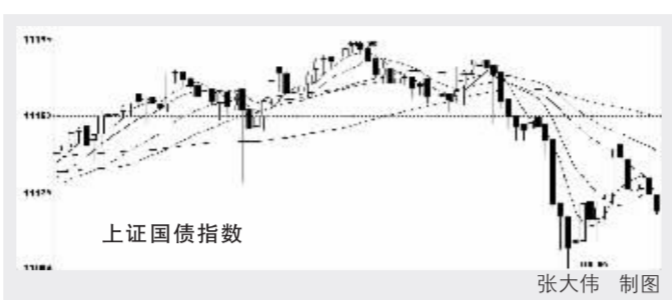
银行间信用拆借行情

| 品种 | 收盘价(%) | 加权(%) | 成交量(百万) |
|--------|--------|--------|---------|
| 1B0001 | 1.92 | 1.9218 | 24935 |
| 1B0007 | 3.05 | 3.0529 | 5948 |
| 1B0014 | 2.83 | 2.8307 | 698 |
| 1B0021 | 3.14 | 3.1456 | 500 |

人民币汇率中间价

| | | | | |
|-------|--------|---------|--------|---------|
| 5月15日 | 1美元 | 1欧元 | 100日元 | 1港币 |
| | 7.6948 | 10.4203 | 6.3844 | 0.98234 |

年内第四次存款准备金率上调的缴款给市场带来的影响并非如理论上所呈现的那样。昨日，约1800亿元资金从存款类金融机构抽离，被冻结到存款准备金率账户，但是资金面并未出现紧张，货币市场资金价格也未继续上升，反而出现了回落。市场人士表示，资金价格的下跌与机构提前备足“粮草”有关，但在4月数据的打压下，加息的紧缩预期仍然挥之不去，债券市场弱势调整格局恐难逆转。今



日发行的30年期超长期国债或许将首当其冲，成为试探市场心态的重要标尺。从市场表现来看，银行间债市7天回购利率“五一”长假之后在1.8%附近徘徊了两个交易日，但在央行上周五向部分公开市场业务一级交易商发行1010亿元定向央行票据之后，情况有了急速逆转，当日7天回购利率

涨幅高达115.13个基点，一举跃上3%平台，银行体系的流动性压力有所增加。在准备金率上调、定向央票发行的叠加效应释放之后，到了准备金率上调的正式缴款日，资金价格却不涨反跌。昨日，质押式回购加权平均利率出现了15.93个基点的跌幅，所有成交品种利率全线下调，其中7天回购利率下跌了14.84个基点，当天最低利率已经回落到2%。顺德农信社交易员卢娟娟表示，机构早在上周就准备好了上缴的资金，因此前期利率只是阶段性上升，市场中的

资金面并不紧张。资金面的暂时宽松却并不意味着一劳永逸，部分4月份宏观数据陆续出炉后，市场对于后续紧缩政策的预期又在升级，并在现券市场得到了充分反映。本周以来，中债面临连续的抛压，收益率有较大幅度的上升。银行间市场双边报价共有16笔被点击成交，多数为买价被点。剩余7年多的国债0701共4次被点，收益率大幅上升约20bp至3.6%；剩余14.5年的国债0619的成交收益率在4.04%到4.19%之间，共4次买价被点。上证国

债指数昨日下跌0.07%，其中剩余期限在7年以上的长债无一例外出现下跌。东吴基金分析师莫凡认为，CPI在今后的几个月内可能还在3%的平台徘徊，这样造成持续的负利率，进一步刺激储蓄资金的分流和资产市场的繁荣，今后几个月将成为加息的敏感时期。在这样的谨慎心态指导下，投资者一致调高了对中长债利率的定价重心，对于今日即将发行的30年期超长期国债，上周还维持在4%附近的预测，本周已被调高到4.2%附近。

专家观点

准货币调控中利率作用将凸现

□海通证券研究所 于建国

准流动性调控目标是准货币

所谓准流动性调控是指货币当局放弃M1货币供应量增长计划指标，而把流动性程度较低的M2作为单一计划指标。按照这个计划指标，一季度广义货币(M2)供应增幅同比降低1.49个百分点。4月份又比3月份下降0.1个百分点，消除季节因素后，M2环比下降率为14.3%，比3月末下降0.5个百分点，应该说央行货币调控是有成效的。实际上，2007年1月份在京召开的中国人民银行工作会议上央行已经不提M1调控指标，而仅仅把M2的预期调控目标定在16%。3月份全国人大会议上通过的2007年《国民经济和社会发展计划报告》中不再提M1的预期增长目标。

准流动性调控的政策目标是准货币(M2-M1)，调控对象主要是银行的长期贷款资金。从一季度货币政策的执行情况来看，央行在调控手段上更倚重于存款准备金率和发放长期央票，但也

| 年份 | 全年发行额(亿元) | 占全年央票发行总额% | 一季度发行额(亿元) | 占一季度央票发行总额% |
|-------|-----------|------------|------------|-------------|
| 2007年 | --- | --- | 5740① | 26.9 |
| 2006年 | --- | --- | --- | --- |
| 2005年 | 3350 | 12.4 | 1900② | 25.9 |
| 2004年 | 300 | 2.0 | --- | --- |

注①:截至2007年4月19日;注②:截至2007年3月31日

不放弃提高中长期贷款利率。2007年一季度央行央票发行占当季央行央票发行总额的26.9%，比3年期央票发行量最高年份2005年的一季度高出1个百分点；发行额达到5740亿元，相当于2005年全年3年期央票发行额3350亿元的1.7倍。尽管提高存款准备金率和发行长期央票都能锁定银行的长期流动性，但是央票能够在银行间货币市场上转让，从而增加了银行的短期流动性。目前，央票交易约占银行间市场债券交易总量的30%。

一季度准流动性调控的政策效果是明显的。第一，促使固定资产投资增速回落。一季度，全社会固定资产投资增速比上年同期回落了4个百分点。银行新增贷款占全社会固定资产投资

的比重，并没有因为固定资产投资增速回落而出现明显的上升。一季度银行中长期新增贷款占全社会固定资产投资总额的38.7%，与上年同期相比仅上升了0.4个百分点。

第二，对市场利率的影响力和引领作用显著增强。3月18日，央行上调除活期存款以外的中长期存款利率。次日，银行间质押式回购的加权平均利率上升了174个基点。4月16日央行年内第三次上调银行准备金率，银行间市场利率节节走高，R007加权利率4月26日达到了4.12%，与加息前相比提高了1.7倍。

利率在货币政策中的作用将增强

在央行货币政策工具中，利率工具与银行存款准

备金和央票发行相比，其使用的频率和力度都是最小的。但是，这种状况将会改变，利率在央行货币政策中的作用将得到增强。这是因为提高利率：第一，有利于改变银行存贷期限不匹配。一季度金融机构资金运用中长期贷款占比与去年同期相比上升了1.8个百分点，而资金来源中定期存款占比却比去年同期下降了3个百分点。提高存款利率尤其是长期存款利率，有利于增加银行定期存款，改善银行存贷期限错配的状况。

第二，有利于更好地发挥各种货币政策工具的调节功能。提高存款准备金率和发行长期央票锁定的是银行长期资金。一季度仅发行3年期央票就占了银行当季新增定期存款的89%。显然，该项政策工具的功能正在递减，其政策的负作用将显现。与此同时，利率工具的功能将逐步凸现。

第三，有利于居民调整资产组合。在当前股价水平居高、投资风险加大的情况下，提高利率也给投资者提供了一个安全的避风港。居民定期存款增加则可以抑制M1的过快增长速度。

主要货币利率前景何去何从

□特约撰稿 刘汉涛

我们知道，货币的利率前景决定了投资于一种货币的收益，从而影响该货币的未来变动方向，那么未来外汇市场主要货币的利率前景如何呢？

正如预期，FOMC委员一致投票决定在其5月8日发布的公告中将基准利率维持在5.25%不变，并且在会后声明中仅有少数几处措辞改变。美联储继续保持抗通胀偏向性，这表明3月份平稳的核心通胀数据并没有给他们留下过深的印象。他们对实现核心通胀持续低于2%的目标相当认真，担心核心数据会有“假动作”，并且他们知道许多指标依然显示通胀存在上扬风险。鹰派语调给认为美联储离加息只差几项疲软数据的想法泼了些冷水。总体而言，美联储将维持利率不变直至今年年底。在都柏林的欧洲央行会议上，欧洲央行在其会后声明中使用了关键词“高度警惕”发出信号；6月份加息的预期看来有迹可循。对于第一季度增长，既定的声明宣称“最新的指标和调查数据肯定了经济活动在继续扩张…并且仍然是强劲和广泛的”，并且“欧元区经济增长的中期前景仍然是有利的”，后一个评价对政策最有影响。对于通胀，欧洲央行持明



美元很可能会维持利率不变，日元升息将十分谨慎，其他货币如欧元、英镑和澳元均会不同程度的加息 资料图

显的鹰派论调；它提出了通胀风险的一个新来源——高产能利用，并且尽管德国金属业工商会(IIG Metall)的工资协商结果并不高，但央行仍然担心工资通胀上涨的潜在风险。由于当前的趋势没有改变，利率看来仍可能会进一步提高，很可能会在9月份加息。

在上周，英国央行的政策制定者们按部就班地提高官方利率25个基点，利率达到六年以来的最高水平。随后的声明持相当鹰派的论调。重要的是，声明中提到“相对于2%的目标而言，中期通胀前景…仍然面临上涨的风险”。因此基于比较良好的经济增长前景、房价和工资上涨带来的通胀压力，今年继续升息的可能性是很大的，甚至

在6月份连续加息的概率可能已经高于当前预测的15%-20%的可能性。

上月末发布的日本央行(BOJ)关于经济活动和物价前景的年中报告显示：尽管近期的CPI数字疲软，但央行的政策意图仍大致保持不变，央行仍渴望继续其利率正常化的步伐。近期的数据表明，尽管通胀似乎直到秋天都将在零点徘徊，但周期性增长动能在未来几个季度中会出现一些疲软。因此，看来日本央行将在近期开始加快升息的可能性已经越来越小。尽管如此，可能只有当央行看到经济陷入物价下跌和经济低迷的恶性循环的风险不断上升时，它才可能会放弃“渐进”加息的政策意图。笔者的观点仍然

是经济还没有完全摆脱通缩的困境，并且仍在担忧经济陷入当前半通缩泥沼而无法自拔的风险。我们仍然相信日本央行正在关注的是错误息的风险。

近期澳元兑美元汇率创了17年来的新高，高于0.83美元。利差扩大、出口增强、贸易和经常项目赤字减小，这些应该会对澳元起到支持作用，并使得高度风险规避时期澳元的贬值幅度相对减小。在16年的经济扩展之后，澳大利亚经济目前正接近产能的充分利用。4月份4.4%的失业率是32年来的最低水平，工资年增长率达到4%，其中诸如采矿业和建筑业这样产能最紧张的部门工资年增长率达到7%。汽油价格的短期下降可能会在2007年年中之前就让年通胀数字重回零态势。但笔者认为：到年底所有指标可能都会显示年通胀超过澳大利亚央行的2%-3%的目标范围。笔者认为：澳大利亚央行会在2007年后期将现金利率上调25基点(达到6.5%)，并且有可能会在2008年上半年再次加息。

因此总体来看，今年美国处于紧缩周期的尾声，很可能会维持利率不变；日本仍处于半通缩的状况之中而对升息十分谨慎；其他货币如欧元、英镑和澳元均由于通胀压力处于紧缩过程中，会不同程度的加息。

市场快讯

一年央票发行利率连续七周不变

□本报记者 丰和

昨天，一年期央票发行利率为2.976%，连续第7周保持不变。央行昨天在公开市场发行了

120亿元一年期央票，发行利率仍然与前一周相同。当天银行间市场资金紧张状况得到缓解，全市场加权平均利率水平为2.396%，较前下跌15.93个基点。

市场观察

转债：风险在加大 关注低估券种

□联合证券 申景龙

我们认为，近期股市的非理性繁荣也给转债市场带来了风险。上周转债市场的总体债性再创新高，纯债溢价率突破110%，到期收益率下降到-25%以下，完全失去了其债性保护；股性方面，delta值进一步逼近1，表明转债的波动性与其正股基本一致，投资转债与投资股票区别不大，另外转股溢价率整体处于负溢价，个股普遍具有套利的空间，除巨轮转债外，其余券种均属于强股性品种。

在转债市场总体风险逐渐加大的行情中，安全性应该成为投资者的首要考虑的因素，到期时间长、价值低估的券种将会成为投资者追逐的品种。分析发现，上电转债、金鹰转债、韶钢转债等，此类转债未进入转股期，到期时间较长，期权价值较大在转债价格上仍有较大的释放空间，另外转债价格相比其转换价值折价明显，短期内投资风险相对于正股而言较小，投资者应重点关注。巨轮转债属于唯一股性适中的券种，也有一定的债性保护，到期时间也较长，适合“买入持有”的投资者，转债期权价值的释放也将给投资者带来不菲的收益。

另外，桂冠转债、创业转债和海化转债本年度没有强制赎回风险，投资者投资于此类转债的安全性也相应地得到了一定的保障，另外其正股投资价值也相对较好，正股的利好预期也一定会带动转债的价值提升，投资者可适当关注。

在优质老券屡被赎回、转债市场风险加大的行情下，除了关注安全性高的券种外，即将新发的澄星转债和锡业转债也会给投资者带来丰厚的受益。澄星转债利率条款没有优势，但期权条款对投资者利好，相对于其他几只转债而言较为宽松。经计算每张澄星转债的理论价值122.10/张。上市首日的市场价格会在123.86元/张—126.68元/张之间。

相比于澄星转债，锡业转债的投资价值更为明显。我们认为低利率发行恰恰反映了公司对资本成本的控制以及对其转债投资价值有信心。期权条款中没有对转股修正条件进行规定，修改难度降低，投资者应关注修正转股价带来的转债价值的提升。经计算，锡业转债理论价值为137.30元/张。考虑2007年、2008年公司业绩的增收，预计长期合力值将达到180.93元/张，投资价值明显，值得长期持有。

★：公司公告近期强制赎回品种

市场观察台

日元强劲反弹 英镑受累数据

□杜高见

美元/日元在东京市场先扬后抑，周二公布的日本3月机械订单差于预期，暗示可能将对经济起到阻碍作用。该消息一度推升美元/日元至120.55，不过周二中国股市在午后大跌则帮助日元反弹，套息交易平仓再次出现，日元反弹到120.11。

周二晚间至周二日间美元指数基本围绕82.00整数关口小幅波动，市场对美元后市走向保持谨慎，截至发稿时美元指数运行在82.05附近。基本方面，有关美元的利空消息似乎已经出尽，部分利好消息正在陆续出现。比如近日彭博社的调查显示，众多经济学家和分析师认为美元的长期跌势临近结束，且美国经济在经历前两个季度

的疲软后将于下半年恢复增长；另外部分美联储官员关于对通胀保持警惕的言论也在一定程度上支撑美元。虽然这并不表示美元即将有大的反弹，但确实表明美元跌势可能正接近临界点。技术上，美指日线图MACD等技术指标均呈上行走势，82.00整数关口则是短线美元的关键支撑位，如能守稳则后市将十分有利。笔者倾向于美元在低位企稳后继续反弹的可能性较大，重点关注周四晚美联储主席伯南克在芝加哥联储协会上的讲话，防范其重提次级抵押贷款市场问题。

周二欧洲时段英国