

不确定预期趋浓 债市陷入观望

昨机构理性出手认购6个月期国债

◎本报记者 秦媛娜

债券市场经过7月上旬的一轮反弹后已经进入相对平静的调整期，昨日发行的6个月期国债就是一个体现。本期国债的收益率高于市场预期，并且边际收益率高于中标利率近20个基点。

昨日，财政部发行今年第十二期记账式国债，为期限6个月的贴现债券，发行总量260亿元，实际的投标量为283.1亿元，超额认购倍率1.09倍，并未出现想象中的抢购情况。最终的中标收益率也明显高于市场预期，98.348元的价格对应于3.4066%的收益率。

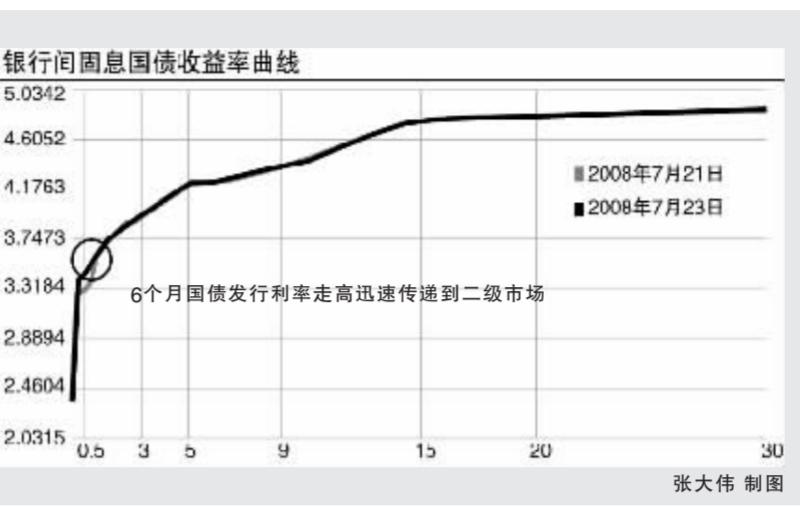
本期国债的招标结果也显示了投资者谨慎小心的投资心态。从资金面来看，宽松的资金似乎和短债的冷淡出场并不协调。昨日，银行间债市质押式回购加权平均利率为2.6895%，比前一交易日下降了1.69个基点，其中1天期和7天期等主要成交品种的利率水平也是有所走跌，分别下降了0.07和5.79个基点。

交易员指出，虽然市场资金面比较宽松，但是机构对于未来的政策变化和市场走势仍有很强的不确定性，因此较为保险的操作就是通过资金融出来获得较低的收益，但是保证了较强的流动性和安全性。

而且从需求来看，6个月期国债也

不是抢手的品种。市场人士指出，作为投资品，其收益偏低，作为交易品，盈利性又不高，而且从流动性和收益来看都如同期限的央票。因此只有部分资金富裕的机构才会考虑购买。

国债发行利率的走高也带动了二级市场收益率的变化，按照中债收益率曲线，昨日6个月期国债的收益率为3.4248%，比一周前上行了12个基点。受担心紧缩政策出台的影响，债券市场多头力量受到压制，自从7月初迎来一波强劲的反弹之后，便陷入了一个相对平静的调整阶段，上证国债指数连续半个月在113-114点的区间小幅波动，昨日微涨0.04%收于113.46点。



■市场快讯

美元强势反弹
人民币顺势回调

◎本报记者 秦媛娜

油价走低、美元反弹，人民币汇率昨日随之回落，中间价报于6.8279，较前一交易日走低60个基点。

这一回调，将人民币汇率前日52个基点的涨幅完全抹去，交易员表示，美元前夜随油价下跌而反弹，帮助了人民币汇率昨日走低。在中间价上下波动趋稳的同时，人民币汇率在询价市场的波动也比较有限，昨日收报6.8298，人民币跌78点。

中国人民银行授权中国外汇交易中心公布，7月23日银行间外汇市场美元对人民币汇率的中间价为：1美元对人民币6.8279元，1欧元对人民币10.7772元，100日元对人民币6.3622元，1港元对人民币0.87566元，1英镑对人民币13.5971元。

周二美国财长保尔森发表言论，强调强势美元符合美国利益。美联储多位官员也表示支持强势美元。这令市场对美联储升息的预期有所增强，并推动美元出现一波强势反弹。受此影响，人民币对美元汇率回落。

央行加大短期央票供给量

◎本报记者 丰和

央行加大短期央票的供给量，今天将在公开市场发行450亿元央行票据，比上周增加80亿元。

其中，三个月央票发行量为250亿元，比上周增加80亿元。而半年央票发行量仍为200亿元，保持不变。

大唐集团将发企业债券

◎本报记者 秦媛娜

中国大唐集团公司将于本周五开始发行一只企业债券，规模25亿元。

本期债券为15年期固定利率债券，附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。发行人有权决定在本期债券存续期限的第10年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期限前10年票面年利率加调整基点，在债券存续期限5年后固定不变。

本期债券由国家开发投资公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，发行人的主体信用等级为AAA，本期债券的信用等级为AAA。

四公司将发49亿元短融券

◎本报记者 秦媛娜

长江电力等四家公司将发行短期融资券，总规模49亿元。

中国长江电力股份有限公司、济钢集团有限公司、四川美丰化工股份有限公司和深圳市中兴新通讯设备有限公司将发行短期融资券的规模分别为25亿元、15亿元、5亿元和4亿元，期限均为365天。

■每日交易策略

信用息差仍显不足

◎东东



近期债券一级市场将陆续发行不少债券，华润债、中粮地产债以及兴业银行的金融债，都将在近期发行，而且收益率较前一段时间又略有上升。从融资的主体来看，无论是市场上最缺钱的机构，融资的目的包括了补充流动性、补充资本金等各个方面。在爆出大量保险公司偿付能力不足的情况下，估计一些保险公司也会在后期把发行保险产品次级债提上日程。总体上看，在其他融资渠道受限制的情况下，机构在债券市场的融资需求会越来越大，债券的供应也会逐步变大。

经济形势变差已经成为投资人对未来的一个共识，如果说通胀会持续达到两年以上，那么未来企业的赢利情况将持续向下的趋势将会非常明显。目前国债和有集团担保的企业债券之间的息差为130BP左右，有银行担保的品种息差应该会更小一些。

这个息差水平比常态下的息差上升的幅度其实并不大，也没有完全反映出经济内外形势变化带来的息差扩大的要求。不过，从收益率变化的形态上来看，应该随着市场收益率的上升，信用息差会越来越大，而信用产品的息差收益率将达到顶点，应该会在无风险收益率到达之后才出现。所以，在未来连续几年的时间里，保持对信用产品的谨慎心态仍然是一个比较好的选择。

从短期品种看，由于避险的需求，大量资金集中在短端品种方面，这种情况并不是一种常态。一旦对未来的收益率实现，特别是在连续发生利率变化时，直接从一级市场影响到二级市场的收益率，导致短债收益率出现跳升的概率是非常大的。因此，在短期投资上，保持流动性是关键所在。同时对剩余品种尽量选择可以在发生最不利的情况下持有到期不存在流动性问题的品种，这也是保证投资安全的一个重点。

■市场观察

政策一旦放松 债市短多长空

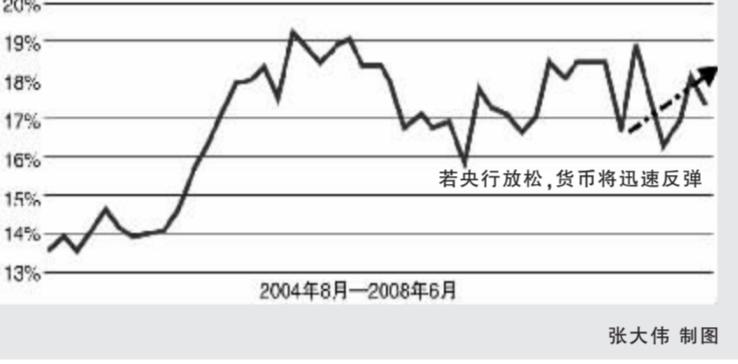
◎第一创业 王皓宇

7月以来，市场产生了一个新的预期：从紧的政策戛然而止或者有一个放松。巧合的是，最近公开市场的操作似乎发生了一些变化，三年期央票的停发以及准备金率政策的暂停犹如两枚“信号弹”。从这些举动来看，货币政策的从紧好象没那么坚持了。

公开市场发射了两枚似乎放松的“信号弹”

——第一枚信号弹：停发三年期央票。这让市场理解为：央行不希望看到央票利率上升，所以宁可选择停发三年期央票，替而代之为六个月期央票。进一步的推开来看，这甚至也表明央行在短期内物价回落期间对加息的考虑是有退缩的。从另一个方面考虑，三年期央票的突然缺失将使整个债市收益率曲线的中长端下降。收益率曲线中长端扁平化，拉低债券市场整体的收益率，为了保证总体资产的盈利水平，商业银行只有可能把可贷资金更多地运用到信贷投放上。换句话说，取消三年期央票的发行，实质是对市场收益率曲线的一次“降息”，其政策效果甚至是倒逼商业银行更多

货币投放：M2同比增速



地去发放贷款。

为时过早，是类似于“饮鸩止渴”的行为，很可能带来短期和长期两个不利的影响。

短期的不利影响是加剧2008年夏季的能源紧张，使中国重新遭遇类似于2004年的全国性电力严重短缺局面。在取消能源价格限制之前，放松从紧政策的做法必然是进一步加剧目前的能源短缺。

长期的不利影响是货币供应速度可能重新接20%，长期通胀压力不乐观。6月份，中国的M2增速是17.4%，只要从紧的信贷政策稍微一放手，接近或突破20%太容易了。我们相信，中国放松从紧政策之日，必然是国际石油价格重新冲击200美元之时。而且，随着从紧政策的放

松，中国未来1-2年的通胀压力前景会再度变得不乐观，令人担忧。

放松对债市影响：短多长空

对于是否放松，目前没有定论。尽管依我们所见，目前放松调控为时过早。然而，从政府的角度考虑，最近半年来，政府可能更多看到的是微观层面的不乐观因素：譬如中小企业信贷紧张、房地产市场持续调整、出口企业出现了一些倒闭现象等等。

更何况从战略的角度看，美国的货币政策依然宽松，全球通胀应该由全球几大经济体共同应对，只依靠中国紧缩货币，只让中国降温经济，从而减少对全球资源的消费量，以降温全球通胀压力也是让中国政府难以接受的。政府可能会认为，中国至少不应该是单独行动。

放松意味着货币市场以及汇率市场的调控力度会下降，强力的流动性收缩措施可能会继续暂停或力度变弱，这将促使银行间资金面逐渐恢复到相对宽松的程度，这个过程有利于债市走出一个反弹行情。不过，从长期的角度看，现在的放松是在鼓励需求，加剧当前的短缺（电力、煤炭、成品油等），为长期的物价推波助澜。

■汇市观象台

美高官讲话及油价下跌促美元大举翻盘

◎胡箫箫

同时他还强调说，美元走强很重要。此番讲话力推美元冲高。费城联储主席表示，美联储应该尽早加息，此言论也促美元走高。此外，由于经济不景气，数据显示原油需求减少，加之热带风暴移离墨西哥湾，预计不会对北美地区主要石油和天然气设施产生破坏，因此国际油价下降3美元至127美元/桶附近，

这也是美元大幅走强的另一重要原因。

欧元方面，欧元兑美元周二纽约时段未能突破高位1.5944美元，而后掉头下跌，周三大幅下滑近0.4%，面临下行风险。目前市场关注欧元区信心调查，以判断欧元近期的走势。英镑兑美元周三在英国央行7月会议纪要公布后维持区间盘整走

势，因会议记录呈现三种利率意见。

日元方面，美元兑日元周三继续隔夜涨幅，上涨近0.5%至一个月高点，这主要是受股市回暖油价回落影响，风险偏好获改善，利差交易重现，令低息货币日元受到抛售。澳洲国内通胀数据未能支撑升息前景，澳元兑美元周三下滑。

(作者系中国建设银行总行交易员)

债券指数(7月23日)

债券指数名称	上证国债指数	银行间国债总指数	上证企债指数
116.204	113.460	117.216	118.110

上海银行间同业拆放利率(7月23日)

期限	Shibor(%)	质押(BP)	期限	Shibor(%)	质押(BP)
O/N	2.5007	-0.34	3M	4.3867	-1.21
1W	2.9716	-5.37	6M	4.5828	-0.11
2W	3.0688	-1.14	9M	4.6435	-0.07
1M	3.2619	-4.40	1Y	4.7058	-0.04

人民币汇率中间价

币种	买入价	卖出价	中间价	成交量(万手)
----	-----	-----	-----	---------