

沪市债券每日行情					
代码	名称	净价	涨跌	金价	收益率
010401	04国债(1)	99.97	0.01	99.97	2.21%
000696	96国债(6)	112.36	-0.10	121.111	1.80%
010405	04国债(5)	97.49	0.12	97.49	2.03%
010411	04国债(11)	100.65	0.02	101.352	2.59%
009905	99国债(5)	100.52	0.02	102.344	3.05%
009794	97国债(4)	116.28	0.09	121.291	2.89%
010214	02国债(14)	98.05	0.15	99.052	3.43%
010010	20国债(10)	98.36	0.31	99.203	3.27%
010103	21国债(1)	98.75	0.14	101.626	3.70%
010115	21国债(15)	96.65	0.06	97.332	3.97%
010403	04国债(3)	101.88	0.19	105.816	3.91%
010210	02国债(10)	92.93	0.08	94.285	4.16%
009908	99国债(8)	96.6	0.06	98.128	4.13%
010408	04国债(8)	101.05	0.10	102.723	4.04%
010215	02国债(15)	95.08	-0.02	95.843	4.09%
010301	03国债(1)	93.03	0.03	93.176	4.25%
010004	20国债(4)	95.1	0.23	97.18	3.91%
010307	03国债(7)	92.28	0.10	93.759	4.27%
010311	03国债(11)	96.01	0.03	97.084	4.30%
010404	04国债(4)	102.94	0.14	106.825	4.33%
010407	04国债(7)	102	-0.07	104.555	4.34%
010110	21国债(10)	91.95	0.06	92.85	4.47%
010112	21国债(12)	91.5	0.11	93.053	4.47%
010410	04国债(10)	102.81	0.01	104.221	4.36%
010203	02国债(3)	88.39	0.16	90.666	4.46%
010308	03国债(8)	89.56	0.20	91.008	4.52%
010213	02国债(13)	80.42	0.03	81.645	4.74%
010107	21国债(7)	93.89	0.04	94.345	4.86%
010303	03国债(3)	82.86	-	84.211	4.89%
120001	99国债	100.506	-0.01	102.84	2.71%
120206	02国债	99.702	-0.25	100.91	3.67%
129904	98国债	102.596	-0.12	106.62	3.33%
129805	98国债	104.627	-0.05	105.51	3.57%
129905	98国债	100.442	0.00	102.71	4.29%
120202	02国债	98.305	-0.03	99.59	4.18%
129902	98国债	98.273	0.00	100.11	4.92%
120207	02国债	96.612	0.02	98	4.84%
129903	99国债	95.76	0.03	98.1	4.89%
120101	01国债	94.532	-0.02	97.25	5.02%
120288	02国债	92.245	0.00	95.91	5.56%
120205	02国债	92.461	-0.01	93.05	5.54%
120302	03国债	91.28	-0.17	94.06	5.63%
120483	04国债	94.301	-0.01	94.49	5.43%
120102	01国债	96.624	0.13	96.38	5.61%
120203	02国债	89.348	0.10	91	5.70%
120204	02国债	89.05	0.01	90.15	5.74%
120301	03国债	89.003	0.10	89.25	5.74%
120201	02国债	86.367	-0.06	86.61	6.04%
120303	03国债	82.784	0.08	85.74	6.15%

数据来源:北方之星(v)债券分析系统

全国银行间同业拆借系统现券交易行情	品种	收盘价		加权		成交量
		(%)	(%)	(%)	(%)	
全国银行间同业拆借系统现券交易行情	01国债04	96.7	96.68	58.01		
	01国债04	100.85	100.85	20.17		
	01国债05	100.65	100.65	30.13		
	01国债13	100.95	100.95	40.14		
	02国债16	98.23	98.23	29.29		
	02国债02	98.78	98.77	266.68		
	02国债07	99.94	99.95	69.96		
	02国债15	95.18	95.07	104.38		
	03国债22	99.75	99.75	78.8		
	03国债02	101.8	101.8	101.8		
	03国债04	96.29	96.3	38.52		
	04国债08	101.4	101.36	91.23		
	04国债09	100.52	100.52	100.52		
	04国债11	100.9	100.93	484.45		
	04国债12	101.09	101.09	101.09		
	04国债13	101.15	101.15	30.35		
	04国债15	101.95	101.9	61.14		
	04国债16	101.83	101.75	427.36		
	04国债17	100.9	100.9	484.45		
	04国债19	99.74	99.88	219.73		
	04国债20	100.12	100.07	300.21		
	04国债02	100.81	100.82	131.07		
	04国债03	101.63	101.71	60.01		
	04国债04	103.03	102.86	241.73		
	04国债05	97.35	97.31	35.03		
	04国债07	102	101.96	214.13		
	04国债10	102.45	102.45	237.68		
	04国债11	100.38	100.38	50.19		
	04国债03	102	102.02	625.35		
	04国债02	100	100	218		
	04农发02	100.12	100.49	200.98		
	04央行01	97.46	97.48	584.88		
	04央行02	99.94	99.94	9.99		
04央行03	97.27	99.6	876.3			
04央行04	99.66	99.67	299			
04央行05	99.49	99.49	49.75			
04央行06	99.51	99.51	79.61			
04央行07	99.51	99.49	397.95			
04央行08	99	99	20.7			
04央行09	98.42	98.42	787.38			
04央行10	98.02	98.02	98.02			
04央行11	98.07	98.26	343.92			
04央行12	98.09	97.96	489.82			
04央行13	97.5	97.5	195			
05央行01	97.81	97.8	1173.59			
05央行02	97.4	97.32	924.55			
05央行03	99.28	99.28	39.71			
05央行04	97.41	97.41	175.33			
05央行05	97.34	97.36	778.84			
05央行06	100.95	100.96	740.74			
05央行07	99.94	100	130			
05央行08	100.01	100.05	200.09			
05央行09	97.41	97.41	146.12			
05央行10	100.01	100.06	155.09			
05央行11	99.51	99.51	258.72			
05央行12	97.27	97.27	408.54			
98国债3	106.95	106.95	491.97			
99国债5	100.42	100.42	20.08			
合计	--	98.58	21233.44			

全国银行间同业拆借系统回购行情	品种	收盘价		加权		成交量
		(%)	(%)	(%)	(%)	
全国银行间同业拆借系统回购行情	R001	1.813	1.8129	17520.49		
	R007	1.84	1.8399	21733.63		
	R014	1.9214	1.9214	1413.8		
	R021	2.1	2.0991	294.3		
	R1M	2.16	2.1539	940.01		
	R2M	2.25	2.2104	240		
	R3M	2.23	2.254	500		
	R9M	3.95	3.95	350		
	合计	--	1.8643	42992.24		

全国银行间同业拆借系统信用拆借行情	品种	收盘价		加权		成交量
		(%)	(%)	(%)	(%)	
全国银行间同业拆借系统信用拆借行情	HBC001	2.16	2.1717	169		
	HBC007	2.05	2.1234	3940		
	HBC014	2.14	2.14	25		
	合计	--	2.1255	4134		

交易所债券市场基准利率			
名称	前收	现价	涨跌幅
天相转债指数	1555.56	1549.69	-0.38%

交易所回购市场基准利率参考指标			
名称	前收	现价	
天相回购基准	1.89%	1.75%	
天相短期回购	1.86%	1.65%	
天相中期回购	1.95%	2%	
天相长期回购	2.49%	2.47%	

说明:回购基准是所有上海交易所回购品种的加权平均价格;短期回购是上海交易所7天及7天以内回购品种加权平均价格;中期回购是上海交易所14天、28天回购品种加权平均价格;长期回购是上海交易所91天和182天回购品种加权平均价格。

数据来源:天相投资顾问有限公司

## 货币市场现象

### 央票招标利率预示国债市场变化

从2004年11月中旬开始,国债市场上演了上涨、回落、再上涨的三部曲。伴随今年三月第一个交易周沪市国债市场冲高回落,资金推动型的国债上涨行情告一段落,市场在回落中获得支撑并企稳,但是行情波动的背后,资金在结构和收益要求方面出现了潜移默化的变化,我们可以通过央行票据招标利率观察这种变化,同时也可以推断这种变化将在今后的行情演化中或多或少地左右市场走向。

#### □银河证券 冯琛

从2004年11月中旬开始,国债市场上演了上涨、回落、再上涨的三部曲。伴随今年三月第一个交易周沪市国债市场冲高回落,资金推动型的国债上涨行情告一段落,市场在回落中获得支撑并企稳,但是行情波动的背后,资金在结构和收益要求方面出现了潜移默化的变化,我们可以通过央行票据招标利率观察这种变化,同时也可以推断这种变化将在今后的行情演化中或多或少地左右市场走向。

#### 资金宽松裕降低债市整体收益率

去年调息之后,为抵消利率变化对债券市场的负面影响,央行适当降低了公开市场操作对流动性的回收力度,使市场整体资金面较为宽松,与此同时国债市场单日大幅度下跌,之后迅速企稳并在调息几个交易日后开始上行。经过持续上涨,涵盖交易所和银行间国债市场

的收益率曲线出现整体下移,其中曲线半年段下降了23个基点,五年段下降了47个基点,十年段下降了50个基点。场内资金正持续接受更低的收益水平,这说明资金的涌入形成了资金追逐债券的供求态势。另外市场对各期限资金收益的要求与预期也逐步降低。上述两个因素成为推动债市行情持续发展的重要力量。

#### 央票发行利率和国债收益率互为传导

观察从去年11月份到现在3个月、一年和三年的央行招标利率数据,我们就会发现(剔除三年票据产生较晚的因素):从去年11月到目前,短期和长期央行票据招标利率的变动趋势基本是一致的,同时这种变动与国债指数也有良好的相互验证关系。观察作为市场风向标的沪市国债指数可以发现,从04年11月23日到12月14日,各期限央行票据招标利率持续下降,与此同时沪市综合国债指数持续上涨1.09%;从12月14日到05年1月初,央行票据招标收益率稳中

#### □实习记者 陈继先 上海报道

周四,央行公开市场招标结果显示,期限为3年的票据中标利率为3.72%,比刚发行的同期限第23期票据的3.8%有所下降;期限为3个月的票据参考收益率为2.02%,比刚发行的同期限第24期票据的2.17%下降15个BP。中期票据的利率在前期企稳后又再度走低,而短期票据利率则继续向底部探询,反映出市场的资金依然比较充裕,央行资金回笼任重而道远。

回笼资金力度的减弱可能是央行调整操作节奏的需要。前两周,央行回笼资金的力度较大,每周的净回笼量均在1200亿元以上,其用意显然是直指市场充裕的资金。其效果在上

#### □渤海证券 何翔

最近一段时间,转债市场表现逐渐活跃。截至3月10日,天相转债指数收于1549.69点,较年前1月份上涨了约1.6%,而同期上证指数也有较大的涨幅。从我们对市场的判断来看,二月份市场对政策利好的预期刺激了股市的一波反弹行情,三月份由于两会的召开,1300点左右又再次成为市场对未来政策预期的博弈平台。在这一时期,行业景气程度或者公司基本面价值较高的品种也将会继续受到市场关注,从近期的市场来看,政策面有逐渐向更多利好预期转化的可能,保险资金入市,企业年金入市以及商业银行成立基金管理公司等资金面的供给渠道都取得突破性进展。可转债作为具有较为特殊的风险收益品种,理应在未来的市场上受到关注,因此对于整个可转债市场,我们持乐观预期。

从当前转债市场各转债的转股溢价率与纯债溢价率来看,纯债溢价最高的几只转债品种都出现了少许折价。对于纯债溢价较低的转债,其转股溢价率分布范围较大,其中转股溢价率较低的如首钢、邯钢、南山等转债,转股溢价率均在10%以下;而转股溢价率较高的创业、丝绸、桂冠等转债,溢价程度都高到40%以上。总的来看,由于近期转债市场走势较好,加之股票市场在年前出现反弹,转债市场整体转股溢价水平有所降低,除了部分低价转债,较多转债逐渐开始表现出较为活跃的股权特征。

#### 平衡型转债股性渐强

作为转债市场上股性与债性都相对适中的平衡型转债也出现了一定的分化,部分转债在股价的带动下,股性逐渐增强,愈加类似于偏股型转债。这其中,如民生、复星、晨鸣等几只转债属于股性稍强,债性稍弱的品种。而邯钢、南山、首钢、钢联、招行、华菱这几只转债的股性和债性都相对较低,属于股性和债性结合较好的品种,作为中低价转债而言,相对投资价值较高。近期首钢、邯钢这两只修正转股价的低价转债品种表现较好,在债性和股性的双重支持下,转债价格也稳步攀升。

#### 红顶交易所与银行间国债收益率曲线

大幅降低,前一日承销机构大量抛售套利已告一段落。但受当日上交所浮息债价格上涨的影响,银行间浮息债成交额增加了一倍以上。昨日回购市场成交也出现萎缩,质押式回购虽然交割笔数没有增减,但成交额却减少605588亿元。加权平均利率上升0.22%,而买断式回购加权平均利率下降了88.7%。银行间拆借市场,三个月以下品种成交额全面下滑,而全国性商业银行的操作值得关注,融出量大增,净额为292640亿元。

#### 银行间市场

### 新券利率下跌 成交大幅收缩

#### □实习记者 王栋琳

昨日央行公开市场招标结果显示,3月期收益率为2.0156%,3年期利率为3.72%,分别比上次央票招标结果下跌16个基点和8个基点,显示出当前短期资金面仍然宽松,而中长期债依然受追捧。现券交易大幅下滑,成交额为215.5亿元,比昨日减少78.9282亿元。其中一年以内成交量大减,显示出机构普遍惜售短期券种。而央行票据的成交量也

# 债市酝酿中期调整

有升,同期沪市国债综合指数出现小幅度下跌;此后,央票招标利率再度持续大幅度走低,而同期沪市国债综合指数持续上行达3.1%。这似乎证明了这样一种逻辑关系:即富裕的资金压低了央票招标利率,同时也推升了国债现券价格;中长期资金和短期资金都比较宽松并使国债的整条收益率曲线全面变动。

#### 但是在3月1日至10日的央行票据招标中

上述局面出现了明显变化,3个月票据的收益率在两次招标中分别下跌了8个和16个基点,一年期票据收益率已经在2.81到2.82的范围内徘徊,三年票据的招标收益率在3日上升了8个基点后也在3.72到3.80徘徊。如果我们把票据招标比做资金供求双方竞争性拍卖过程的话,上述招标结果显示市场资金在对收益的要求方面出现了较为明显的分化;短期资金继续依靠降低收益率来达成交易,短期资金的竞相压价造成了短期央票收益率的迅速下滑;一年期的资金已经拒绝通过大

#### 幅度降低收益要求来达成交易,较窄的央票

招标利率波幅就是良好的佐证;而三年期限的资金先是在3日的招标中否定了以往市场形成的定价并且调高了报价,使招标结果上升了8个基点,随后又在10日的招标中回到了3.72的利率水平。很明显市场的资金结构出现了变化,在短期资金继续富裕的同时中期资金对收益的要求出现了稳定迹象。通过统计数据可以发现,近一个阶段居民储蓄分流非常明显,货币市场基金及其他货币市场理财工具成为储蓄分流的一个重要去向,上述工具的特点就是只能投资剩余期限半年左右固定收益产品,从而形成资金云集的局面,在这种态势下短期资金的收益率要求只能持续走低。对于一年和三年期限的票据,由于时间跨度比较长,其收益要求体现了投资者对未来利率及经济形势的预期,近期上述票据招标结果就显示投资者已经停止持续调低中期资金的价格,中期资金的收益要求正趋于稳定。

#### □国泰君安固定收益证券总部 夏阳

从2004年11月份国债买断式回购大宗交易在交易所债市推出以来,成交十分不活跃,这与交易所市场大宗交易过程相对复杂、交易时间短、交易对手有限、信息披露过于透明等有密切关系,使得交易所市场买断式回购与银行间市场相比处于劣势。通过竞价方式开展买断式回购,有利于发挥交易所市场交易制度优势,推动交易所买断式回购逐渐活跃。交易所市场买断式回购大宗交易推出之际正处于债市相对疲软的2004年4季度,国债投资者集中于银行、保险等中长期持有型机构,国债债绝大部分托管在银行间市场,造成交易所市场可通过大宗交易方式协商进行买断式回购交易的国债量并不多。竞价交易大大降低了买断式回购参与门槛,有利于中小投资者的参与,同时也降低了小额交易的交易难度。与此同时,竞价交易信息披露相对较少。这些因素有利于提高交易活跃程度。在买断式回购推出时,市场普遍看好买断式回购具有的融资功能、融券功能、套利交易功能和基金交易便利。此次竞价交易方式的推出,有利于以上预期功能的逐步实现。

首先,有利于完善新国债的融资功能,降低相关债券投资成本,提高其流动性,使新国债投资价值得以进一步发掘。买断式回购大宗交易的方式使得新国债的融资功能几近丧失,新国债对券商等资金较少但交易活跃的机构的吸引力大大下降。尽管有履约金等因素,但只要回购利率合适,竞价成交就能吸引不少中小机构通过买断式回购融出资金,增强新国债融资功能。

其次,对融券卖空功能而言,当前的推出时机和债券品种对买断式回购相对有利。交易所买断式回购大宗交易推出时机正值债券市场见底开始反弹时期,市场做空的风险比较大,大大降低了投资者开展买断式回购的积极性。而目前债券市场经过持续几个月的上涨,多空双方对后市分歧正逐渐加大,这使得此次竞价交易推出的时机比较合适。同时,竞价交易将率先运用于05国债02上,该债券为短期国

#### 底价推动偏债型转债

转债市场上另一部分价格一直较低的偏债型转债由于普遍债性较强,股性不够活跃。虽然近期也有转债的基础股票价格走势较好,但股性较弱也使得这些转债的价格走势对股价反应略显迟钝。不过在前期国债市场走强的情况下,转债的纯债底价得到相应提升,这也对低价转债价值上升起到一定作用,低价转债的良好表现更多依赖于债性支撑。如西钢、创业等前期一直较为低迷的转债,近期价格都略有上涨。后市这部分转债的价值提升更有赖于股价的表现。值得关注的是大部分偏债型转债品种如西钢、华西、水运、华菱、丰原都已满足转股价修正条款,因此后市可对这些具有转股价修正预期的品种继续关注。

#### 总体来看,在市场氛围正逐渐好转的时期

转债市场投资也是正当其时。无论是股价驱动型的偏股型转债,底价推动型的偏债型转债还是攻守兼具的平衡型转债,都可以根据投资者资产配置的需要适当建仓。

#### 同业回购与同业拆借平均利率比较图

因为外部资本的大量流入。文章认为,过剩的流动性总量可能超过了一万亿元人民币。综合以上信息,债市面临的潜在政策压力仍相当大。昨日央行披露的2月份金融运行报告显示,M2和人民币各项贷款增长平稳,中长期贷款增速继续高位回落,储蓄存款同比增加较多,货币市场利率低位运行。而昨日央行公开市场操作发行的两期300亿元央票,参考收益率在周二短暂反弹后再度出现下滑,尽管本周央行降低公开市场操作力度,但由于多期债券集中缴款,净回笼量仍达1200亿元左右。在这样的背景下央票收益率的再度走低表明当前市场短期资金依然充裕,这使得央行后期施以重手的可能性加大。近期债市出现了高位震荡的走势,而且热点切换频率十分迅速,这说明多空双方分歧加大,加上政策面的负面预期,预计后期债市将以阶段性盘整为主。浮息债短线仍具备一定参与价值,中长期债建议适当减磅。

债市进入盘整期

债市进入盘整期

#### 竞价交易成就买断式回购市场机会

债,利率变化对货币政策调控比较敏感,预计会出现较多的短期融券卖空机会,并且操作失误的风险也相对较小,有利于吸引投资者参与买断式回购,尝试其融券卖空功能。

再次,竞价交易为套利交易进一步提供便利。套利交易包括跨回购套利交易与跨市套利交易。跨回购套利是指一旦买断式逆回购的综合融资收益高于质押式逆回购的综合融资收益(考虑买断式中的履约金占用、质押式中的标准券折算率等问题后),则可采取买断式逆回购进行抵资融资,并对融入券种立即实施同等期限质押式正回购实现抵券融资,而质押式融入资金完全抵补买断式融出资金达成现金占用为零,同时锁定质押式融资收益高于买断式融资成本的无风险套利。跨市套利是指逆回购方融入跨市券后,若发现同一品种在两市间存在价差,即可按高价在一个市场中卖出跨市券,同时按低价在另一市场中立即买入等量跨市券。如此持续操作,一方面可不断提高买入取得差价收益,另一方面可锁定跨市券余额的未来卖价以便规避市值波动风险。在竞价成交情况下,投资者可以采取盯住一种交易(如流动性差的一种交易),在成交后进行另一种交易对冲的手段,可以更灵活的掌握套利交易规模。

#### 最后,竞价成交有利于基于基金业的进行

即当