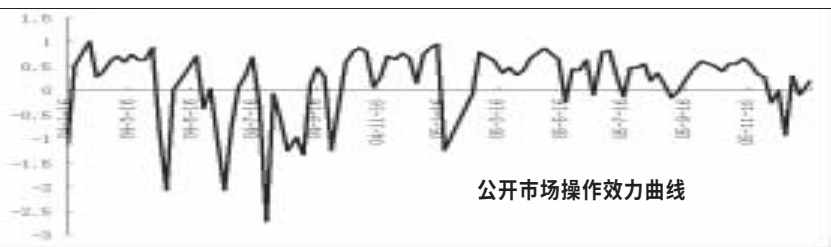


公开市场操作效力降低

## 货币政策或将变招



中信证券 杨辉 胡航宇 林璟

一方面央行要控制过热的流动性，保持利率水平相对稳定，需要进行适度的调控；另一方面，需要注意的是，目前公开市场操作已经心有余而力不足，通过公开市场操作的效力非常低。

统计显示，公开市场操作效力正在降低，央行寻求其他多种调控手段成为必然。

上周公开市场操作突然加力，全周央票和正回购达到了2000多亿，创出了公开市场操作以来新的纪录。在目前整个金融系统资金面再度非常宽松的情况下，央行加大操作力度，对冲到期央票和正回购也是在情理之中的。

尽管如此，我们需要考虑的是，第一，上周操作是否是央行发出的回购资金的信号。由于时值春节前夕，因此尽管资金较为宽裕，但考虑到过节对资金面的需求量较大，节前央行加大回购力度的可能性不大。但是令人担心的是，这种信号在春节后是否会产生影响。

■银行间市场日报

## 市场成交量激增

本报记者 王栋琳 北京报道

周三，银行间市场成交金额大涨，总量超过1700亿元，创出近期最高纪录。其中现券成交量及质押式回购成交量均呈现爆炸式增长。短期回购利率仍有小幅下调。

货币网显示，当日质押式回购全日共发生250笔，成交金额1180.7138亿元，较上个交易日增加412.8505亿元，涨幅达53.6%；现券成交同样大幅上涨，成交金额为565.947亿元，较上个交易日放大347.434亿元，涨幅达160%；买断式回购发生交易12笔，成交额为10.8亿元。

昨日央行公告称，今日央票依然停发，仅进行7天回购，节前债市资金依然充足。恰逢债券发行真空期，银行等机构投资需求强烈，这从昨日的银行间市场交易量大增中可见一斑。

本周以来交易所国债指数强势上涨，但市场观望心态较重，日成交量一直低于11亿元。而银行间市场上现券交易却是“热火朝

■交易所债市日报

## 充裕资金继续推高债市

银河证券 吴天舒

在充裕资金的推动下，周三沪市国债市场现券继续走高，绝大多数品种以红盘报收，中长期国债涨幅居前，成交量持续增加。

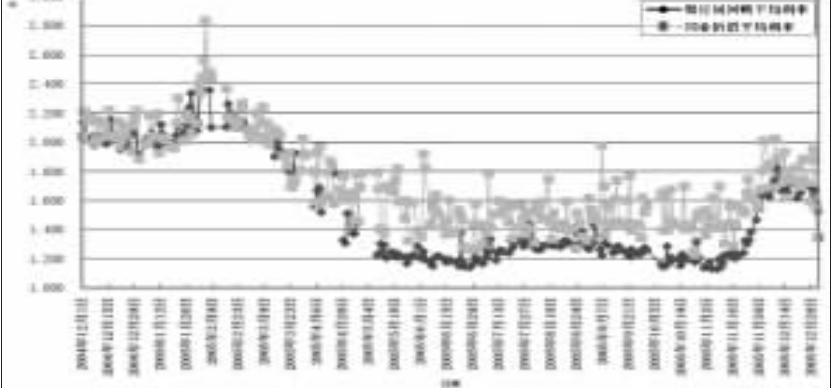
上证国债指数收于110.22点，上涨了0.15%，总计成交了10.84亿元。企业债方面，上证企业债指数先跌后涨，大幅震荡，最终收于121.14点，上涨0.14%，但现券下跌的占到了2/3以上，市场总计成交了1.68亿元。05世博债首日上市，全价以104元收盘，收益率3.38%，成交了1.08亿元。

昨日央行发布公告，今日仍暂停三个月与6个月央票发行，仅进行7天正回购操作，市场预期节前充裕仍会维持，充裕资金继续推

沪深上市可转债股性与债性一览表(2006年1月18日)

| 转债名称  | 全价     | 股票价格  | 转债涨跌幅度(%) | 转股价格  | 转换价值   | 转股溢价率(%) | 债券价值     | 纯债溢价率(%) | 收益率      | 余额(万元)    | 剩余年限 |
|-------|--------|-------|-----------|-------|--------|----------|----------|----------|----------|-----------|------|
| 永源转债  | 99.15  | 3.7   | 0.15      | 5.56  | 66.55  | 48.99    | 97.4609  | 1.73     | 1.7102   | 9712      | 1.56 |
| 云化转债  | 139.4  | 9.52  | 0.76      | 6.8   | 140.00 | -0.43    | 100.5639 | 38.62    | -41.6253 | 5251.3    | 0.64 |
| 西钢转债  | 101.2  | 3.15  | 0.23      | 5.34  | 58.99  | 71.56    | 102.3108 | -1.09    | 3.496    | 23411.9   | 2.56 |
| 雅戈尔转债 | 114.68 | 3.74  | 1.95      | 3.35  | 111.64 | 2.72     | 104.6000 | 9.64     | -42.9244 | 47741.7   | 0.2  |
| 复星转债  | 110.1  | 5.12  | 1.12      | 5.03  | 101.79 | 8.16     | 98.8298  | 11.40    |          | 60702.5   | 3.77 |
| 桂冠转债  | 105.8  | 4.74  | 0.05      | 6.18  | 76.70  | 37.94    | 106.4838 | -0.64    | 3.2799   | 77101.1   | 2.44 |
| 山鹰转债  | 110.88 | 3.42  | 0.9       | 3.32  | 103.01 | 7.64     | 99.5759  | 11.35    | -0.2971  | 19569.9   | 2.41 |
| 华电转债  | 109.47 | 3.19  | 0.07      | 3.14  | 101.59 | 7.75     | 105.0709 | 4.19     | 1.1789   | 76598.2   | 2.37 |
| 国电转债  | 110    | 6.23  | 0         | 6.59  | 94.54  | 16.36    | 108.2418 | 1.62     | 2.3416   | 183014.9  | 2.49 |
| 邯钢转债  | 112.47 | 3.58  | 3.19      | 3.36  | 106.55 | 5.66     | 104.0819 | 8.06     | 0.3259   | 188737.4  | 2.85 |
| 包钢转债  | 132    | 2.63  | 4.03      | 1.98  | 132.83 | -0.52    | 98.7474  | 33.67    | -4.3863  | 105255.6  | 3.81 |
| 招行转债  | 124    | 7.68  |           | 6.23  | 123.27 | 0.59     | 100.5375 | 23.34    | -2.2898  | 586409.5  | 3.81 |
| 歌华转债  | 134.8  | 16.54 | 2.71      | 12.35 | 133.93 | 0.65     | 100.8218 | 33.70    | -5.6729  | 91504.7   | 3.31 |
| 南山转债  | 110.26 | 6.68  | 3.69      | 6.5   | 102.77 | 7.29     | 99.3156  | 11.02    | 0.431    | 88288.3   | 3.75 |
| 晋港转债  | 109.49 | 6.61  | 0.92      | 10.25 | 64.49  | 69.78    | 104.8624 | 4.41     | 1.869    | 69011.2   | 3.33 |
| 创业转债  | 104.05 | 3.88  | 0         | 4.87  | 79.67  | 30.60    | 99.8309  | 4.23     | 3.1594   | 37209.7   | 3.45 |
| 厦航转债  | 104.92 | 5.54  | -0.12     | 6.59  | 84.07  | 24.81    | 100.9417 | 3.94     | 2.2081   | 195421.21 | 3.65 |
| 燕京转债  | 107.5  | 8.82  | 1.42      | 7.06  | 96.60  | 11.28    | 97.6131  | 10.13    | -2.7733  | 57073.59  | 1.74 |
| 海化转债  | 107.45 | 4.58  | 0.94      | 4.7   | 97.45  | 10.27    | 99.7995  | 7.67     | 1.1837   | 83402.39  | 3.63 |
| 华菱转债  | 116.8  | 5.17  | -0.16     | 4.4   | 117.50 | -0.60    | 99.9183  | 16.90    | -1.3604  | 70509.23  | 3.49 |
| 华西转债  | 104.01 | 3.04  | 0.01      | 5.82  | 52.23  | 99.12    | 101.9362 | 2.03     | 2.2517   | 39272.9   | 2.62 |
| 宝钢转债  | 100.8  | 2.61  | 0.3       | 3.63  | 71.90  | 40.19    | 100.6131 | 0.19     | 3.0956   | 199840.13 | 2.91 |
| 万科转2  | 129.4  | 4.54  | 1.96      | 3.55  | 127.89 | 1.18     | 95.7733  | 35.11    | -3.8766  | 88913.85  | 3.68 |
| 丝绸转2  | 100.74 | 2.7   | 0.36      | 3     | 90.00  | 11.93    | 98.9656  | 1.79     | 1.7422   | 79190.8   | 1.64 |

同业回购与同业拆借平均利率比较图



中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)

■记者观察

# 企业债的道路“越走越宽”

本报记者 黄宪奇 北京报道

去年，债券市场在各个方面都取得了历史性的突破，其中最引人注目的是企业债发展加速，在发行扩容的同时，企业债的流通也明显加快。制度突破是企业债市场火爆的主要原因，这种制度方面的改革和创新有望在新的一年里继续。

发行规模扩容

2005年，总计34家企业的37只企业债顺利完成发行。企业债的发行规模为654亿，比2004年猛增了103.11%，同时也创出了近5年来企业债发行量的新高。

发行额度大幅增加是2005年企业债发行规模增长的主要原因。早在2005年4月初，国家发改委下达的新一批企业债券额度就达到512亿，该规模和过去两年企业债的发行总量基本相当。去年12月中，国家发改委又核准通过2005年第二批企业债发行额度，共计43家企业的608亿企业债发行额度获得通过。这样2005年全年获批的企业债发行额度首次突破1000亿大关，达1120亿元。尽管第二批额度的发行被延后到今年，但2004年尚未完成的两期企业债发行额度，以及90亿中信债的成功发行使得2005年企业债的发行总量成功突破600亿大关。

期限多样 利率下行

在发行量扩大的同时，2005年企业债券的品种也开始向多样化发展。企业债的存续期限在5年、7年、10年、15年、20年以及更长的区间都有分布。由于市场加息预期较弱，市场需求较强以及发行人多投资长期项目，10年及以上固定利率债券的发行量最大，占到今年已发行企业债券的90%左右。

与旺盛的市场需求相应，本年的企业债券发行利率呈逐步下降的趋势。以10年期品种为例，年初该品种仍延续去年的主流方

流通明显加快

2005年12月13日，央行发布了30号令，该条令将公司债券交易流通审核从事前审批改为备案制，允许所有银行间债券市场投资者投资，要求发行人进行持续信息披露和跟踪信用评级等，为企业债券市场的发展创造了良好条件。30号令的推出大大改善了企业债券的上市流通状况，企业债目前可选的流通市场扩展到银行间市场，而不像以往局限于交易所市场，发行人可以根据投资者结构和扩展自身影响力的需要灵活选择上市场所。

流通场所扩展带来的一个明显变化就是，企业债的上市速度大大加快。以往，企业债券的发行和上市的时间间隔在1年以上；而在目前的企业债流通管理中，明确在交易所上市的企业债券首次对上市时间进行了承诺。不少债券发行人在发行公告中声明将在债券发行后6个月内提出上市申请。截至昨日，2005年发行的37只企业债均已完成上市，企业债发行与上市之间的时间间隔也从半年左右缩短到现在的1个月之内。

价格大幅上扬

2005年的企业债券需求非常旺盛。根据有关机构的统计，各只企业债券在销售过程中都有较大的超额认购倍数，大都在发行期的前几天就认购完毕，常常出现“一券难求”的情况。

企业债券投资人仍然以机构投资者为主，但保险公司不再占据绝对主力地位，包括财务公司、农村信用社等在内的非银行金融

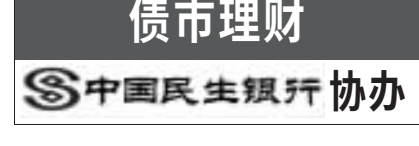
机构的购买量与保险公司不相上下，甚至在部分债券的销售中成为最大的买家。除此之外，城市商业银行的购买量也占到了较大比例，而国有商业银行、股份制商业银行等银行机构也开始尝试将优质企业债券作为重要投资品种之一。甚至个人投资者对认购企业债券也表现出前所未有的热情，部分债券发行中出现了排队认购的火热场面。

旺盛的需求大幅推高了企业债的市场价格。从去年年初到昨日，交易所企业债的总体涨幅已达26.67%。在价格上涨的同时，企业债市场的整体收益率也较年初出现大幅下降。企业债与国债的信用利差不断缩小，目前两者的最小利差为40个基点左右。

二级市场收益率的不断走低，直接推动了企业债发行利率的下行，但企业债一、二级市场的收益率差距依然明显。这造成的结果就是，企业债上市首日就出现巨幅攀升。初步统计，2005年在交易所上市的37只企业债中，平均首日涨幅在10%以上；更有甚者，上市首日的涨幅达到16%以上。企业债上市首日大幅攀升成为债券市场一道亮丽的风景。

除了资金面宽松的推动作用外，企业债管理体制的改革和相关企业融资方式的突破是2005年企业债市场快速发展的重要原因。目前企业债的流通管理体制已经取得了突破，其投资主体的范围也大大扩展，并且且担保企业债的发行已经成为现实，但管理制度改革的改革仍然是企业债进一步发展的重要推动力量。

企业债发行利率没能随行就市，已引发业界诸多诟病；随着利率市场化进程的不断加快，市场对企业债发行利率通过招标确定的呼声越来越高。业界普遍预期，发行利率的市场化应当是企业债市场下一步发展最关键的突破。未来企业债的发展前景无限广阔。



升值不会一蹴而就

# 央行调控“舞台”很大

银河证券 冯琛

近日，人们把目光再度聚集到人民币升值问题上。笔者认为，短期内升值幅度不会很大，央行有足够的余地和手段为升值减压。

我国外汇储备创出8189亿美元新高，海外媒体对中国乃至整个亚洲调整储备结构、持续减持美国国债进行了报道。海内外的投资和研究机构纷纷发表见解，表示人民币升值预期进一步加强。

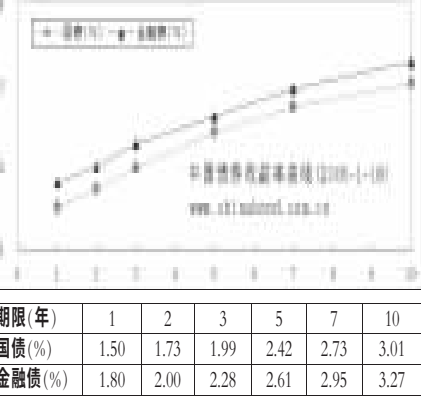
与此同时，债券市场的投资者也勾勒出了人民币升值对债市的影响轨迹，即人民币长期看来存在较大的升值空间，年内人民币将有3%以上的升值动作。这种短期举动和长期想象空间将吸引大量国际热钱涌入中国。在现行外汇管理体制下，外资持续涌入必将导致国内金融领域流动性的异常富裕，其形势有可能超过2005年。因此有人预测，今年的债市仍将被巨大的资金推向高位。

笔者认为，必须首先搞清两个问题：一是人民币汇率的变化幅度到底有多大，或者人民币汇率持续大幅度上升存在怎样的前提条件；二是我国货币当局可能出什么样的应对手段。

短期升值幅度有限

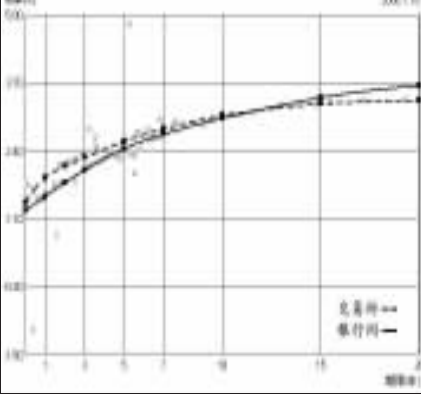
判断人民币大幅度升值是从国际货币体系变化、人民币国际化以及购买力平价为基础的汇率理论出发的。国际货币体系变动的主要诱发原因就是美元的摇摆不定。美国财政和贸易的双重赤字以及欧元的崛起一度使美元持续贬值，国际石油价格高企以及黄金等贵金属价格攀升都与此密切相关。作为对策，美国采取了连续十三次调升利率的办法，该举措在短期内有效吸引资金回流美国，但其长期效果尚存争议。

银行间债券市场国债与金融债收益率比较图



中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)

红顶交易所与银行间国债收益率曲线



本图由“红顶收益战略家”债券分析软件提供

计到一定水平之后，央行完全可以引导本币汇率双向变动，改变单一升值预期。

其次，考察央行2005年出台的与汇改配套或相关的举措，可以发现，央行还是在谋求比较独立的货币政策。

央行采取了控制短期外债规模、监控短期资金流动、拓宽外汇利用渠道、加大外汇境外投资力度、提高居民用汇便利等措施缓解压力。可以推断，在我国现有的经济与制度状况下，采取金融管制和行政手段仍然是主要方式，央行仍将通过管住源头、限制流动性以及加大运用等措施解决外汇占款压力。另外，中国对重要资源的海外收购战略、大型企业集团国际化战略等都是良好的外汇投放渠道。

再次，面对于国内过于丰富的流动性，完全可以通过加速金融产品创新的办法，丰富投资品种和渠道，依靠金融产品的丰富来解决问

题。比如2005年在股市融资困难的情况下，企业短期融资券取得了长足的进展，相信在今后企业债、市政债、资产抵押证券、面对中小企业的融资安排等都会有长足进展。大批信用产品的发行一方面会有效消化过多的流动性；另一方面，其产品的定价亦会出现分化，正如2005年末短期融资券发行利率的分化一样，部分产品收益将出现上升并通过筹资成本这个渠道影响低风险产品的收益水平。

最后，央行为了避免债券市场收益过低而导致利率风险向银行集中的局面，必将加大窗口操作力度，干预债券市场收益率单向下行的预期。而央行窗口操作最终会导致债券市场出现波动，因此在大体宽松的环境中，投资者必须更加注重央行的窗口指导，以便捕捉更多的获利机会。

| 名称     | 前收      | 现价     |
|--------|---------|--------|
| 天相转债指数 | 1664.96 | 1685.9 |
|        | 1.68%   | 1.26%  |

| 名称     | 前收    | 现价    |
|--------|-------|-------|
| 天相回购基准 | 1.66% | 1.78% |
| 天相短期回购 | 1.60% | 1.80% |
| 天相中期回购 | 1.71% | 1.76% |
| 天相长期回购 | 2.11% | 2.04% |

数据来源:天相投资顾问有限公司

沪市国债收益率

| 代码     | 名称       | 净价最新   | 净价涨跌   | 全价最新    | 最新收益率  | 剩余年限   |
|--------|----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 010502 | 05国债(2)  | 99.74  | 0.04%  | 99.74   | 1.71%  | 0.153  |
| 000696 | 96国债(6)  | 105.2  | 0.01%  | 112.298 | -1.03% | 0.403  |
| 010506 | 05国债(6)  | 99.34  | 0.05%  | 99.34   | 1.65%  | 0.405  |
| 010405 | 04国债(5)  | 99.36  | -0.02% | 99.36   | 1.60%  | 0.405  |
| 010510 | 05国债(10) | 99.03  | 0.06%  | 99.03   | 1.49%  | 0.658  |
| 010411 | 04国债(11) | 101.35 | 0.03%  | 101.636 | 1.46%  | 0.907  |
| 010507 | 05国债(7)  | 99.81  | 0.01%  | 100.624 | 1.71%  | 1.488  |
| 009905 | 99国债(5)  | 102.36 | 0.00%  | 103.726 | 1.75%  | 1.586  |
| 009704 | 97国债(4)  | 114.52 | -0.07% | 118.164 | 0.76%  | 1.63   |
| 010214 | 02国债(14) | 100.9  | 0.09%  | 101.532 | 2.12%  | 1.764  |
| 010010 | 20国债(10) | 100.75 | 0.12%  | 101.226 | 2.20%  | 1.822  |
| 010514 | 05国债(14) | 99.94  | 0.06%  | 100.108 | 1.78%  | 1.907  |
| 010103 | 21国债(3)  | 102.33 | 0.12%  | 104.749 | 2.20%  | 2.263  |
| 010508 | 05国债(8)  | 99.2   | 0.04%  | 100.03  | 2.25%  | 2.573  |
| 010115 | 21国债(15) | 101.78 | 0.08%  | 102.043 | 2.56%  | 2.915  |
| 010403 | 04国债(3)  | 107.28 | 0.03%  | 101.598 | 2.88%  | 3.25   |
| 010210 | 02国债(10) | 99.68  | 0.03%  | 100.701 | 2.48%  | 3.571  |
| 009908 | 99国债(8)  | 102.9  | 0.14%  | 103.967 | 2.46%  | 3.67   |
| 010408 | 04国债(8)  | 102.65 | -0.01% | 108.622 | 2.18%  | 3.75   |
| 010215 | 02国债(15) | 107.53 | 0.14%  | 103.003 | 2.21%  | 3.88   |
| 010301 | 03国债(1)  | 101.61 | 0.04%  | 104.044 | 2.24%  | 4.088  |
| 010503 | 05国债(3)  | 104    | 0.00%  | 106.423 | 2.30%  | 4.26   |
| 010044 | 20国债(4)  | 101.56 | 0.03%  | 103.455 | 2.48%  | 4.442  |
| 010307 | 03国债(7)  | 101.41 | 0.00%  | 102.518 | 2.33%  | 4.586  |
| 010511 | 05国债(11) | 99.23  | 0.07%  | 99.833  | 2.49%  | 4.753  |
| 010311 | 03国债(11) | 105.53 | 0.07%  | 106.135 | 2.46%  | 4.836  |
| 010404 | 04国债(4)  | 112.68 | 0.40%  | 115.882 | 2.34%  | 5.348  |
| 010407 | 04国债(7)  | 112.54 | 0.56%  | 114.937 | 2.29%  | 5.56   |
| 010110 | 21国债(10) | 101    | 0.18%  | 101.938 | 2.75%  | 5.685  |
| 010112 | 21国债(12) | 101.6  | 0.15%  | 102.277 | 2.74%  | 5.781  |
| 010410 | 04国债(10) | 113.09 | 0.21%  | 113.822 | 2.43%  | 5.852  |
| 010203 | 02国债(3)  | 98.49  | 0.18%  | 100.411 | 2.80%  | 6.247  |
| 010505 | 05国债(5)  | 104.36 | 0.04%  | 106.567 | 2.61%  | 6.348  |
| 010509 | 05国债(9)  | 101    | 0.25%  | 102.23  | 2.64%  | 6.6    |
| 010513 | 05国债(13) | 102.21 | 0.01%  | 102.664 | 2.65%  | 6.852  |
| 010308 | 03国债(8)  | 100.47 | 0.11%  | 101.496 | 2.95%  | 7.663  |
| 010111 | 21国债(1)  | 112.25 | 0.22%  | 114.002 | 2.92%  | 9.112  |
| 010213 | 02国债(13) | 94.92  | 0.39%  | 95.782  | 3.15%  | 11.671 |
| 010512 | 05国债(12) | 104.5  | 0.18%  | 105.15  | 3.29%  | 14.825 |
| 010107 | 21国债(7)  | 111.21 | 0.23%  | 113.217 | 3.36%  | 15.532 |
| 010303 | 03国债(3)  | 100.77 | 0.29%  | 101.646 | 3.37%  | 17.24  |