

## 上电短融被实施不定期跟踪评级

本报记者 徐建华 上海报道

继福禧券之后,上海社保案风波又波及到了S上电的短期融资券。

因上电股份监事会主席徐伟涉嫌个人违纪被协助调查,上电股份5亿元短期融资券的信用评级机构——上海新世纪资信评估投资服务有限公司昨日发布公告,正式启动了对“上海输配电股份有限公司2006年(第一期)短期融资券”的不定期跟踪评级,并及时披露跟踪评级结果。与此同时,上电股份短期融资券主承销商交通银行也因徐伟被调查于昨天发布提示性公告,强调要严格履行主承销商义务,密切关注该事项的后续情况,并及时向投资人披露。

资料显示,上电股份5亿元短期融资券于今年8月3日正式发行,期限1年,发行价格为96.32元,收益率为3.8206%,所募集的资金部分用于补充流动资金周转,部分用于置换银行贷款。

而资信评级机构当时认为该券偿还的安全性高,因此给予了A-1级的信用评级。

有分析人士指出,由于上电股份目前经营情况尚属正常,而且其短融券发行数量远远小于福禧券,因此未来偿付风险也远远小于福禧券。

## 7年期金融债追加超额认购3倍

中长期债券需求旺盛

本报记者 张曙东 北京报道

昨日国开行招标发行的7年期金融债最终票面利率落在3.11%,处在市场预期的上端,但在随后进行的追加发行中,超额认购倍数达到了3.07。分析人士指出,市场对中长期债券的需求量还是比较大的,但缴款日因素对本期债券利率的下行形成了一定的制约。

本期债券为国开行06年第二十五期金融债,期限7年。在200亿元的计划发行量中,基本承销额为43.3亿元,招标总量为156.7亿元。有效投标总量达到221.8亿元,超额认购倍数为1.42。从本期债券的认购情况来看,银行依然是主要认购者,认购量前三位分别是工行、建行和北京银行,其中工行和建行的认购量均超过了20亿元。

在随后以数量招标方式进行的

## ■交易所债市日评

## 长债升势减缓

银河证券 冯琛 李聚合

周三,交易所国债继续惯性上行,个券再度出现普涨行情,但长期债的上行速度明显减缓。昨日沪市国债指数收于111.39点,成交情况比周二有所恢复但仍处在较低水平,成交金额为2.97亿元。

个券出现了普涨局面,上涨债券多达26只,下跌债券只有10只。下行品种多为剩余期限在3到5年且成交比较稀疏的品种,除老券009704以外多数下跌品种的成交量不足百万。从成交活跃的券种观察,3年以下和10年以上的两类品种仍然是主流品种,其中浮息债010010、010103、010214成交最为活跃。而长债010303、010213、010504、010107再度联袂上涨,但其上行幅度明显减小,几只长债的上行幅度均不足0.1%。

昨日债市表现出三个特点:一是债券价格的波动幅度普遍减小,活跃品种的价格涨跌在0.1%以内,而一些涨跌相对较大的品种波动幅度也不足0.5%;二

## ■外汇市场日报

## 人民币波幅收窄

南京商行 陆明

周三,银行间外汇市场,人民币汇率波动再次趋向平静,全天交易波幅明显收窄,市况显得波澜不惊。人民币对美元的走势陷入了连续时间长达一周之久的牛皮市中。

纽约市场公布的美国经济数据表现不一,无助于澄清美国未来利率走向;资本净流入非常强劲,而工业生产却疲弱;9月生产者物价指数下滑1.3%,跌幅远超出预期的下滑0.6%;但扣除食品和能源的核心PPI则增长0.6%。这一系列相互矛盾的数据整体上不利于美元,导致其全线下跌。

不过美国8月资本净流入达到创纪录的1,168亿美元,较预估值高出一倍以上,且远高于同月的美国贸易逆差,这有助于美元对主要货币贬值跌幅。昨日美元指数终盘报收于86.87。

国际市场上美元连续三个交易日的走弱,部分推动了人民币对美元汇率的上扬,尽管空间显得十分有限。人民币兑美元开盘中间价与上一交易日收盘基本持平,报于7.9085。

汇率全天波动围绕开盘中间价展开。询价系统美元兑人民币最高价7.9088,最低7.9058,收盘报于7.9083,人民币兑美元较上一个交易日收盘基本持平。

竞价交易项下,全天波幅较询价交易更窄,全天交易波动范围仅18个

点,创下了本轮人民币汇率调整以来的新纪录。收盘位于7.9070,人民币兑美元较上个交易日收盘上涨10点,竞价交易的全天加权价为7.9067。

港币、日元、欧元和英镑兑人民币的开盘中间价分别为1.01626、6.6637、9.9216和14.7905。隔夜外汇市场上日元对美元和欧元持续走高,使得日元在对人民币的走势中保持强势。

远期询价交易,系统显示的期限为146天和366天的美元兑人民币交易成交价格分别为7.8130和7.7002,其中一年期的交易人民币远期价格继续保持本周以来的升势。美元兑人民币一年期海外无本金交割远期外汇(NDF)报价位于7.6580-7.6630,各期限NDF报价基本都与上交易日持平。

掉期询价交易项下,系统显示各主要期限品种均有成交,其中期限62天、96天和337天的交易中人民币对美元的升水分别为378点、565点和1925点。

长假以来的市场行情与9月份人民币汇率快速升值并伴随着大幅波动相比反差明显。当然,给市场充分的修整机会有利于后续行情的稳健发展。由于在周三更为重要的消费者信心指数出炉前,市场中不少机构在适度地削减美元多头部位,美元指数因此承压。重点关注该数据公布后市场的解读,以及由此可能带来的对人民币汇率的间接影响。预计人民币汇率突破在即。

数据显示,今年5月M1增幅为14.0%,较上月的12.5%骤增1.5个百分点。9月同比增幅已达15.7%,较4月份增加了3.2个百分点。相反,M2自今年6月份开始出现下行态势,9月份增幅为16.8%,较5月份下降了2.3个百分点。

从当前较5月份变化的幅度看,“喇叭口”收窄主要是M1快速上升主导,M2回落加以配合的结果。从两者的当月同比增幅对比来看,9月份相差仅为1.1个百分点(最大时曾高达8.6个百分点),持续了一年半左右的“喇叭口”行将合拢。

企业活期存款推动M1快速增长

## ■聚焦“热钱是否逃离”系列之一

新增储备突降耐人寻味

## 热钱或“藏身”于贸易顺差?

编者按:在央行公布的月度数据中,从7月份开始外汇储备数据连续“失踪”。直到此次9月份金融数据公布,外汇储备数据才浮出水面,但离奇的数字引来更多关注。

7、8月新增外汇储备少于贸易顺差。按照官方公布的外汇储备、贸易顺差、FDI数据计算,从6月开始,热钱出现负增长。部分市场人士据此作出“热钱逃离”的论断。本版将陆续刊登文章展开剖析。

本报记者 王栋琳 北京报道

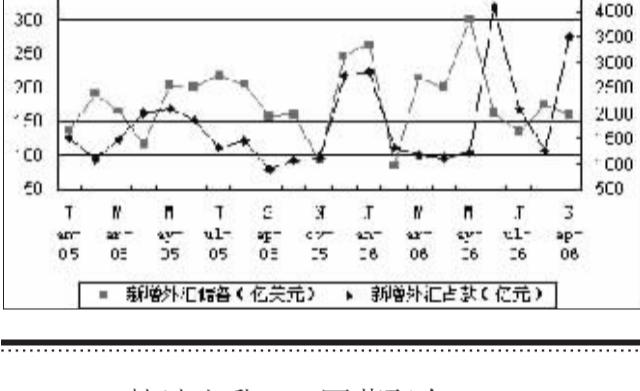
热钱出现账面上的负增长,外汇储备低估和贸易顺差高估均有可能,尤其不能排除部分热钱“隐身”于贸易顺差。

观察近四个月宏观数据可以发现,6月以来新增外汇储备突然下降,新增外汇储备与汇率变动、贸易顺差、外汇占款变动趋势发生逆转,而这些数据不支持“热钱逃离”之说。

## 热钱流入动力实际增强

按照部分学者的观点,由于人民币汇率目前日常交易中实现了更高的弹性,因而有效地增加了投机成本、狙击了热钱的入侵。从汇改尤其是今年以来人民币汇率中间价变动来看,波幅确实在扩大,部分交易日已接近0.3%的界限。

## 新增外汇储备与新增外汇占款走势背离



## M1快速上升 M2回落配合

## “喇叭口”行将合拢

兴业银行资金营运中心 鲁政委

2005年开始一直不断扩大的M2与M1增长之间的“喇叭口”,近月有望实现合拢。根据2003年以来的经验:两次“喇叭口”的持续缩小,都对应着一段投资极为活跃的时期,特别是如果这种“喇叭口”收缩由M1急剧上升所推动,就更是如此。这意味着,未来我国经济仍会在投资推动下保持强劲增长态势。

## M1上升主导“喇叭口”缩小

M2与M1之间的“喇叭口”自2005年2月以来开始出现,并在整个2005年一直呈不断扩大态势,但自今年5月以来开始出现不断收窄态势。这种收窄态势首先由M1上升所发动。

数据显示,今年5月M1增幅为14.0%,较上月的12.5%骤增1.5个百分点。9月同比增幅已达15.7%,较4月份增加了3.2个百分点。相反,M2自今年6月份开始出现下行态势,9月份增幅为16.8%,较5月份下降了2.3个百分点。

从当前较5月份变化的幅度看,“喇叭口”收窄主要是M1快速上升主导,M2回落加以配合的结果。从两者的当月同比增幅对比来看,9月份相差仅为1.1个百分点(最大时曾高达8.6个百分点),持续了一年半左右的“喇叭口”行将合拢。

企业活期存款推动M1快速增长

从驱动M1上行的因素来看,根据统

但如果连续起来看,人民币汇率波幅的加大影响中期的汇率走势。以人民币对美元中间价月平均值计算,今年6月以来升值幅度分别是0.106%、0.196%、0.221%、0.458%,升值加快趋势十分明显。投机性强的热钱不可能对此视而不见。

目前,国内外学者,甚至包括央行在内,已经形成了人民币年升值3-5%的默契。热钱如果流入,无论是流向债市、股市、楼市,势必把这一年升值幅度考虑在内。除非作极短线的投资,否则目前日200个基点的波幅不可能对热钱造成实质性限制。

## 新增储备可能低估

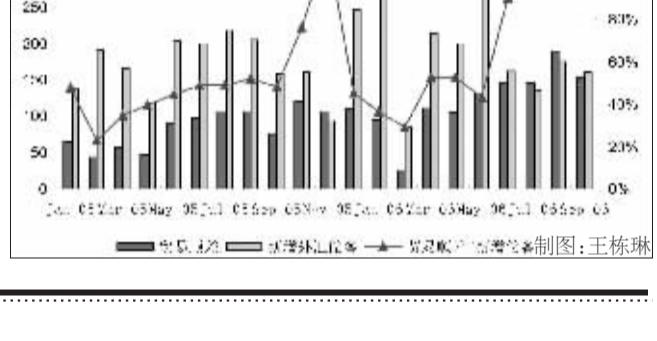
再观察新增外汇储备与贸易顺差,贸易顺差占外汇储备的比例在近四个月中陡然升高,除了外汇储备低估的可能,也不排除贸易顺差高估的可能性。

从今年5月开始,贸易顺差连续5个月创历史新高。尽管这一方面体现了出口贸易增长的巨大力量,但另一方面还应具体考虑出口商品贸易方式的结构。可以发现,相对缺乏实物基础的服务贸易方式增长最快。而热钱最容易隐藏在服务贸易出口中。

以9月为例,出口贸易方式同比增长最快的是租赁贸易、对外承包工程、保税仓库、出口加工等。其中租赁贸易翻了一番还多,其余贸易方式出口额也全部增长50%以上,远高于一般贸易30%的增长速度。

假设在租赁贸易中,外资以远高于常理的费用租赁我方物资,则热钱很容易以租赁收入的形式合法流入。当然由于国内外衡量服务贸易价格的标准相差很大,目前很难证实贸易定价是否合理。无论如何,在当前人民币升值节奏逐渐清晰、国内债券收益率明显提高、股市吸引力增强的背景下,外汇储备增长放缓显得多少有些蹊跷。对其原因应综合分析,不应简单作出热钱逃离的判断。

## 贸易顺差在新增储备中占比陡增



计定义,在M1的构成中,除现金外,其余部分是企业存款(扣除定期存款和自筹基建存款)、机关团体部队存款和个人信用卡存款。

在这其中,首先可以排除的是居民持有信用卡存款上升对M1推动的可能,因为截至2005年,我国通过银行卡的全部消费额也仅占M1的不到9%。另外,在M1下行的2005年,银行卡消费额占M1的比重却是上升的。这也说明信用卡存款对M1变动的作用微不足道。

随后被排除的是M0。自2003年以来,M0占M1的比重一直在不断下降,这意味着M0的同比增速低于M1的同比增速,因而不太可能向M1提供上行驱动力。

特别是在“喇叭口”达到历史高位的时期,都对应着固定资产投资增速较高的时期。这意味着,除非发生重大冲击,否则未来我国经济仍将在投资驱动下保持强劲增长态势。

进一步说,如果企业活期存款反映了企业投资动向,在投资主要依靠银行信贷的情况下,“喇叭口”的缩小就表现为银行信贷的相应增加。但是,如果企业投资更多地依靠自有资金的话,那么,企业投资增加则未必表现为银行贷款的增加。

根据世界银行的发现,我国今年固定资产投资不同于以往的一个显著特点就是,一半以上的投资资金来源为企业利润的积累。这样,固定资产投资增长就不能完全在信贷增长中得到反映,而更可能由企业定期存款减少来反映。实际上,这也正是2003年以来两次投资高涨时期金融运行数据所反映出的特点。

因此,在宏观当局对投资保持高压态势、从而投资数据可能失真的情况下,可能只有将信贷和与“喇叭口”的开合变化结合起来分析,才能得出关于企业投资动向的正确判断。

## 经济增长预期乐观

由于企业经营过程中的资金汇划主要通过支票账户进行,企业活期存款的较快增长,意味着企业对未来经济的

预期较为乐观。而在当前企业总体利润率持续高增长的情况下,这种乐观预期自然会转化为强烈的投资冲动。

数据可以证实这种推断:活期存款和固定资产投资同比的半年移动平均线之间,呈现较为明显的同涨同落关系。

除2004年末和2005年初的季节性影响外,每一段活期存款同比处在高位的时期,都对应着固定资产投资增速较高的时期。这意味着,除非发生重大冲击,否则未来我国经济仍将在投资驱动下保持强劲增长态势。

进一步说,如果企业活期存款反映了企业投资动向,在投资主要依靠银行信贷的情况下,“喇叭口”的缩小就表现为银行信贷的相应增加。但是,如果企业投资更多地依靠自有资金的话,那么,企业投资增加则未必表现为银行贷款的增加。

根据世界银行的发现,我国今年固定资产投资不同于以往的一个显著特点就是,一半以上的投资资金来源为企业利润的积累。这样,固定资产投资增长就不能完全在信贷增长中得到反映,而更可能由企业定期存款减少来反映。实际上,这也正是2003年以来两次投资高涨时期金融运行数据所反映出的特点。

因此,在宏观当局对投资保持高压态势、从而投资数据可能失真的情况下,可能只有将信贷和与“喇叭口”的开合变化结合起来分析,才能得出关于企业投资动向的正确判断。

## 经济增长预期乐观

由于企业经营过程中的资金汇划主要通过支票账户进行,企业活期存款的

预期较为乐观。而在当前企业总体利润率持续高增长的情况下,这种乐观预期自然会转化为强烈的投资冲动。

数据可以证实这种推断:活期存款和固定资产投资同比的半年移动平均线之间,呈现较为明显的同涨同落关系。

除2004年末和2005年初的季节性影响外,每一段活期存款同比处在高位的时期,都对应着固定资产投资增速较高的时期。这意味着,除非发生重大冲击,否则未来我国经济仍将在投资驱动下保持强劲增长态势。

进一步说,如果企业活期存款反映了企业投资动向,在投资主要依靠银行信贷的情况下,“喇叭口”的缩小就表现为银行信贷的相应增加。但是,如果企业投资更多地依靠自有资金的话,那么,企业投资增加则未必表现为银行贷款的增加。

根据世界银行的发现,我国今年固定资产投资不同于以往的一个显著特点就是,一半以上的投资资金来源为企业利润的积累。这样,固定资产投资增长就不能完全在信贷增长中得到反映,而更可能由企业定期存款减少来反映。实际上,这也正是2003年以来两次投资高涨时期金融运行数据所反映出的特点。

因此,在宏观当局对投资保持高压态势、从而投资数据可能失真的情况下,可能只有将信贷和与“喇叭口”的开合变化结合起来分析,才能得出关于企业投资动向的正确判断。

## 经济增长预期乐观

由于企业经营过程中的资金汇划主要通过支票账户进行,企业活期存款的

预期较为乐观。而在当前企业总体利润率持续高增长的情况下,这种乐观预期自然会转化为强烈的投资冲动。

数据可以证实这种推断:活期存款和固定资产投资同比的半年移动平均线之间,呈现较为明显的同涨同落关系。

除2004年末和2005年初的季节性影响外,每一段活期存款同比处在高位的时期,都对应着固定资产投资增速较高的时期。这意味着,除非发生重大冲击,否则未来我国经济仍将在投资驱动下保持强劲增长态势。

进一步说,如果企业活期存款反映了企业投资动向,在投资主要依靠银行信贷的情况下,“喇叭口”的缩小就表现为银行信贷的相应增加。但是,如果企业投资更多地依靠自有资金的话,那么,企业投资增加则未必表现为银行贷款的增加。

根据世界银行的发现,我国今年固定资产投资不同于以往的一个显著特点就是,一半以上的投资资金来源为企业利润的积累。这样,固定资产投资增长就不能完全在信贷增长中得到反映,而更可能由企业定期存款减少来反映。实际上,这也正是2003年以来两次投资高涨时期金融运行数据所反映出的特点。

因此,在宏观当局对投资保持高压态势、从而投资数据可能失真的情况下,可能只有将信贷和与“喇叭口”的开合变化结合起来分析,才能得出关于企业投资动向的正确判断。

## 经济增长预期乐观

由于企业经营过程中的资金汇划主要通过支票账户进行,企业活期存款的

预期较为乐观。而在当前企业总体利润率持续高增长的情况下,这种乐观预期自然会转化为强烈的投资冲动。

数据可以证实这种推断:活期存款和固定资产投资同比的半年移动平均线之间,呈现较为明显的同涨同落关系。

除2004年末和2005年初的季节性影响外,每一段活期存款同比处在高位