

轻松突破7.10

人民币汇率或将加速滑向7.0关口

□本报记者 王辉 上海报道

在相隔短短一个交易日之后，人民币汇率中间价昨日再度迎来本周内第二个年内新高，并一举突破7.10这一重要心理关口。中国外汇交易中心昨日受权公布，当日银行间外汇市场人民币汇率中间价为1美元对人民币7.0970元，该汇率水平较前一交易日的7.1069大幅升值99个基点，并同时成为人民币汇率年内第21个新高。市场人士表示，周中美元指数在国际外汇市场的节节溃败直接为人民币汇率的冲高提供了关键动力，未来短期内人民币汇

率很可能加速滑向整数7关口。

尽管本周二在美联储联合世界主要央行宣布联合注资之初，美元曾出现一波强势反弹，但市场趋势很快就否定了美元指数这一昙花一现的短暂表演。自周三开始，由于市场质疑美联储注资能否真正有效改善信贷紧缩状况，美元继续被交易者扫地出门。国际外汇交易市场周三时段，美元指数跌至72.21的历史新低，欧系货币兑美元持续大涨，欧元兑美元突破了1.5500整数心理大关，刷新纪录新高1.5570。而在随后周四的亚洲盘中，美元指数则继续毫无阻力地突破72整数关口

至71.98。

周四欧市早盘，美元继续受到抛盘打压，美元指数刷新纪录低点71.83，欧元/美元上扬突破1.5600关口，触及纪录新高。市场人士表示，美元贬值已经成为市场共识，任何的反弹都将成为市场抛售的机会，由于各国干预汇市的可能性仍很小，市场交易者对于做空美元更加肆无忌惮。

对于昨日人民币汇率突破7.10关口，多数市场人士均认为在美元汇率自由落体的背景下，完全在预期之中。不过值得注意的是，昨日市场有传言猜测，中国政府将再次重

估人民币汇率以遏制通货膨胀升温，这一传言随后即被官方澄清。分析人士表示，昨日市场传言从一个侧面反映出目前市场对于人民币不断加速升值的预期，尽管今年以来人民币的升值速度显著加快，但与“美元汇率的直线下跌”并不十分一致。截至昨日，以当日银行间市场中间价为汇率标准，人民币对欧元、日元等货币的汇率水平均较年初有不同程度贬值。

上海一国有银行外汇交易员表示，人民币汇率在突破7.10关口后，可能加速滑向整数7大关。这位交易员特别强调，美元的漫漫“跌

途”将至少维持到今年7月，“而目前由美元贬值带来的汇率冲击，则根本没有在人民币汇率上完全体现”。一些市场人士表示，不管央行是否再次对人民币汇率进行一次性重估，未来三到五个月的时间内人民币的升值速度都将会越来越快。目前，海外市场1年期美元/人民币NDF在经历了周三尾盘的毫无征兆的暴挫后已经报在6.2600附近，而现汇汇率则与境内相当，约在7.0900水平；这意味着，根据海外市场交易观点的评估，人民币在未来12个月内的升值幅度将达到惊人的13.5%。

3324亿 3月信贷增量的“理论”上限

今年前两个月新增人民币贷款10470亿元，同比多增669亿元。如果按照市场所称的信贷调控目标，3月份信贷增量将不会超过3324亿元。这意味着3月份货币市场资金面将会相当充裕，相应地，货币调控力度难以下降，下月信贷反弹的压力较大。

有市场消息称，监管层设定的今年新增信贷数量目标为不超过去年全年，其中一季度的额度为

38%（目前有38%和35%两种版本，暂取较高值）。这意味着，如果信贷控制计划得到严格执行的话，3月份的贷款量只有3324亿元（36300×38%-10470），如果是35%的话，只有2235亿元），而前两年3月份新增信贷分别为5402亿元和4138亿元。果真如此的话，3月份银行间市场的资金面将会异常充裕，前日国开行金融债招标的火爆场面或许是一个注脚。（张曜东）

“02国债(13)”本月20日付息

中登公司上海分公司将从2008年3月20日起代理兑付2002年记账式(十三期)国债第6年第1期利息，债权登记日为3月19日。本期

国债挂牌名称为“02国债(13)”，交易代码为“010213”，付息代码为“010213”，期限15年，票面利率2.60%，每半年付息一次。（周松林）

■ 交易所债市日评 | Bond

机构心态谨慎观望气氛明显

□银河证券 吴天舒

长期品种为主，其中剩余期限2.438年0307券跌幅居首，下跌了0.9165%，收益率为3.8323%，成交了5.37万元。

公开市场方面，本周央行央票发行总量及3年期品种发行明显减少。昨日共发行了500亿元3年期央票、800亿元3个月央票，另外还进行了1000亿元28天正回购及60亿元182天正回购，中标利率与上周持平。尽管目前资金面仍较为宽松，但市场弥漫着对通胀走势的悲观预期，持续攀高的CPI涨幅引发的加息预期继续笼罩市场，在监管层后续政策走向尚未明朗的情况下，机构心态谨慎观望气氛明显，预计债市短期仍将保持震荡回落走势。

信贷压缩点面不一 经济强势显露端倪

□国泰君安固定收益总部 林朝晖

在今年1月份M2和人民币信贷明显反弹的基础上，2月份M2及信贷增速分别比上月回落1.46%和1.01%，当月新增信贷同比少增达1704亿元，显示央行信贷指导的效力在2月份得到较充分显示。

从具体信贷结构来看，当月信贷少增主要集中在短期贷款和票据融资上，中长期贷款比去年同期仍略有多增。进一步按部门分布来看，当月居民户中长期贷款同比少增约380亿元，企业中长期贷款则同比多增接近450亿元，今年前两月企业中长期贷款累计多增达2000亿元，除春节影响因素以外，更可能反映我国经济增长动力仍较强劲，因此各项税收等增长也不断攀高。

总体来看，2月份金融数据初步显示央行在压制信贷总量方面已显示效力，但从结构来看银行主要压缩短期贷款、票据融资以及居

款多增达189亿美元，折合人民币为多增1300余亿元，显示在本币贷款利率高于美元贷款利率以及美元加速贬值的双重刺激下，境内外汇贷款继续加速增长。由于利用外汇贷款多结汇或少购汇可以形成替代融资效应，由此将削弱本币紧缩效应，并增加央行外汇储备压力。

在存款方面，今年2月份人民币存款比去年多增达8000余亿元，主要是因为今年春节比去年春节提前，因此节后存款回流较显著。值得注意的是，今年前2月财政存款比去年同期多增超出2000亿元，除春节影响因素以外，更可能反映我国经济增长动力仍较强劲，因此各项税收等增长也不断攀高。

另一方面，今年2月份外汇贷

款户中长期贷款（其中也不排除春节期间收入高峰期间出现集中提前还贷因素），因此企业流动资金及房产市场感受压力将更为显著，但企业基建等中长期贷款仍处于较强势扩张状态，同时大量外汇贷款也起到替代融资作用，使得总量紧缩实际效果仍有折扣。

从政策预期而言，由于最新数据表明贷款总量出现少增、存款增长势头较强，因此单纯从调节存贷款角度来看，央行加息迫切性有所降低。央行加息决策重点主要仍为缓解通胀预期及扭转负实际利率，在CPI创新高背景下，央行有可能在3月份启动今年首次加息，且存款加息幅度应大于贷款加息幅度。另一方面，从企业中长期贷款扩张态势及财政收入加速增长等因素来看，目前宏观经济可能仍处于较强劲增长状态，因此未来紧缩货币政策将继续保持相应力度。

美国经济可能在四季度出现复苏

□兴业银行 徐寒飞

在“滞胀”发生的不同时期，收益率曲线形态发生了从倾斜-平坦-倒挂的变化，而收益率曲线发生变化的“拐点”则与“滞胀”指标相对应。收益率曲线形态(10-1利差)对“滞胀”指标具有一定的预测能力。从目前美国的数据来看，第四季度经济可能出现复苏。

所谓“滞胀”意味着在经济衰退的同时出现高通胀，姑且不论其产生的原因，关于“滞胀”环境下债券收益率的表现，是市场人士感兴趣的一个问题。从数据来看，美国在70年代和80年代初发生了“滞胀”，主要表现为GDP增长连续为负值，而通胀率超过2位数。在两个“滞胀”时期里，经济进入衰退（连续两个季度GDP增长速度为负值），通胀的方向与经济增长相反。接下来我们考察在这两个时期内国债收益率的表现情况：以1年期国债利率代表短期利率，10年期国债利率代表长期利率，10-1利差代表收益率曲线的形状。显然，“滞胀”时期长短期利率都是上升的，但收益率曲线的形态发生了变化：“滞胀”初期，收益率曲线都是变平的，“滞胀”达到最高时，收益率曲线开始变陡。

定义GDP与CPI增速之差为“滞胀”指标，收益率曲线开始旋转的“拐点”与该指标有关：当“滞胀”指标开始为负时，收益率曲线开始变平；当“滞胀”指标逐



CFP图片 制图/张秀菊

渐达到最小时，收益率曲线开始倒挂；当“滞胀”指标开始上升时，收益率曲线开始重新“变平”；当“滞胀”指标开始为正，收益率曲线开始“变陡”。取“滞胀”指标与滞后一年的10-1利差进行比较，可以发现10-1利差对“滞胀”具有一定的预测作用。从目前的数据来看，由于联储大幅降息，使得收益率曲线变陡，意味着美国经济在2008年第四季度可能出现恢复。

中国面临输入通胀和国内结构性通胀压力，而汇率升值以及外部需求下降可能使得通胀和经济增长的走势呈现相反方向，定义中国经济增长率低于8%为衰退，那么当通胀高于8%时(2月份CPI同比涨幅为8.7%)，“滞胀”一说并非耸人听闻。

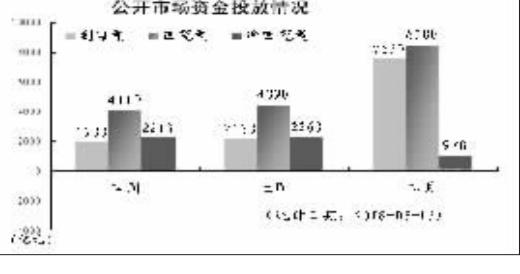
从现有的2002年以来的数据来看，10-1利差对“滞胀”也具备一定的预测能力：2008年第一季度(GDP-CPI)可能进一步下降，这与市场预期一致(CPI可能接近8%，GDP增长回落至10-11%区间)，第二季度和第三季度通胀可能回落和经济增长保持平稳使得(GDP-CPI)上升，第四季度经济增长可能再次下降（奥运会后）。反过来，如果我们认为未来一段时间中国可能出现“滞胀”，那么收益率曲线也将经历一个倾斜-变平-倒挂过程。另外，由于3年期央票约束了中期利率的变动，因此收益率曲线极有可能以3-5年利率为中心进行旋转，并伴随着一定程度的平移（取决于债市流动性与通胀两者的力量强弱）。

技术方面，欧元/美元：预计测试阻力位。当前在1.5530与1.5600之间波动，如果突破，将升向1.5650。如果跌破1.5530，则将拉回至1.5495。升逾1.5650美元后，目标瞄准1.5705，重要支撑位在1.5283。

美元/日元：跌破了101.10，此处被视为拉回水准，走势偏空，可能跌破100日元的心理大关。在103.59阻力位守稳的情况下，前景依旧看空。预计将测试关键点位99.30。

■ 流动性动态监测站 | Liquidity

央行本周净回笼2210亿元



本周公开市场继续保持“大剂量”的特征，净回笼2210亿元。本周央行共发行了2050亿元票据，并开展了2060亿元正回购操作，冲抵本周到期的1900亿元到期资金后，本周净回笼量为2210亿元，与上周基本持平。

央行昨日发行的500亿元3年期和800亿元3个月期央票的发行利率维持不变，当日央行还开展了1000亿元28天期和60亿元91天期正回购，中标利率也与此前一致。虽然公开市场操作力度较大，但货币市场资金仍然宽松，7天期回购利率昨日回落14.32个基点。

近期央行有可能维持较高的公开市场操作力度。上海证券首席宏观分析师胡晓表示，央行暂时可能会按兵不动，公开市场业务之外不会采用杀伤力较大的手段，加息和上调存款准备金率仍需要观察。（张曜东）

广纸股份公司债券昨起发行

2008年广州造纸股份有限公司公司债券昨日起至2008年3月19日止发行。本期债券发行总额3.9亿元，期限10年，按债券面值平价发行。本期债券票面年利率为6.45%（该利率根据Shibor基准利率加上基本利差1.75%确定，Shibor基准利率为发行首日前5个工作日一年期Shibor利率的算术平均数4.70%），在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券由广发证券股份有限公司为主承销商的承销团以余额包销的方式承销。经联合资信评估有限公司综合评定，本期债券为AAA级，主体评级为A+级，由中国建设银行股份有限公司授权其广东省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。（张曜东）

■ 外汇市场日报 | Forex

美元兑欧元低见1.5624

□中国工商银行 索利

纽约市场，美元兑欧元和一篮子主要货币挫至纪录低点，投资人对美联储昨日向信贷市场注资举措的长期效应感到不确定。欧元兑美元高见1.5559，而后回落至约1.5552。较周二尾盘大涨1.5%，为逾两年最大单日升幅。美元指数跌1.4%，报72.204。英镑兑美元触及2.0278的三个月高位，升逾1%。美元兑日元亦回吐昨日升幅，大跌1.6%，报101.68日元，离101.40日元的八年来低点不远。美元兑瑞郎重挫1.9%，报1.0143瑞郎，略高于1.0136的纪录低点。

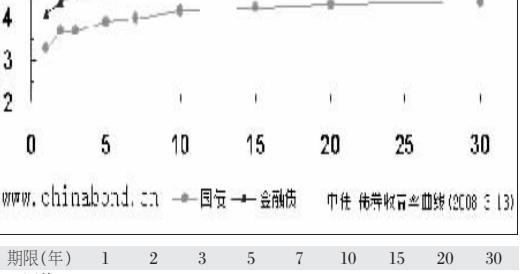
欧盟统计局公布，欧元区1月工业生产较上月增加0.9%，较上年同期增长3.8%。路透调查预估为1月工业生产较上月增加0.3%，较上年同期增长2.6%。英国国家统计局公布，英国1月贸易逆差为75.03亿英镑，预估值为逆差75.0亿，12月逆差修正为75.13亿。美国财政部公布，2月联邦预算赤字为创纪录的1,755.6亿美元，因联邦支出增长，但经济放缓令收入按年减少12.1%。2月联邦预算赤字超过2007年2月创下的1199.9亿美元前高位，亦高于分析师预期的1600亿美元。美国总统布什表示自己支持强势美元，并称美元汇率会影响油价，但影响油价的真正主要力量是供需面。

周四东京市场，美元兑日元跌至12年低点，兑欧元和瑞郎则创历史新低，因市场对美国联邦储备理事会能否有效支持信贷市场仍存疑。美元兑日元一度跌至99.77，为1995年底以来最低水准。随着美元/日元跌破1999年的低点101.25日元，市场预期美元将进一步下滑，目标价为95日元。欧元兑美元报1.5590，在稍早触及纪录高点1.5624。美元兑瑞郎跌至1.0085瑞郎，稍早低见1.0047。美元兑日元的跌势引发市场臆测日本当局进行干预、卖出日元的几率。日本当局以前曾干预日元走强，以维持出口厂商的竞争能力。在G7各国呼吁中国放宽汇率弹性之际，且日元兑美元除外的欧元等货币涨幅不大，因此日本不太可能进行干预。市场目前预期FED下周二政策会议降息5基点的几率约80%，降息50基点的几率约20%。

技术方面，欧元/美元：预计测试阻力位。当前在1.5530与1.5600之间波动，如果突破，将升向1.5650。如果跌破1.5530，则将拉回至1.5495。升逾1.5650美元后，目标瞄准1.5705，重要支撑位在1.5283。

美元/日元：跌破了101.10，此处被视为拉回水准，走势偏空，可能跌破100日元的心理大关。在103.59阻力位守稳的情况下，前景依旧看空。预计将测试关键点位99.30。

国债金融债收益率曲线



www.chinabond.com.cn 国债 金融债 中行 债券收益率曲线(2008-3-13)

沪深上市可转债股性与债性一览表

代码	名称	转债价格	正股价格	涨跌幅	成交金额(万元)	转股价格	转换价值	转股溢价率	债券价值	纯债溢价率	税前到期收益率	余额(万元)	剩余年限	股性	债性
100236	桂冠转债	215.73	12.11	0.04%	25.00	5.89	205.60	4.93%	108.96	97.99%	-89.25%	25664.00	0.30	强	弱
110026	中海转债	118.80	29.29	-2.63%	263.00	25.31	115.73	2.66%	89.04	33.42%	-1.08%	78380.00	4.31	强	弱
110078	澄星转债	131.50	13.04	-3.07%	905.00	10.58	123.25	6.69%	91.36	43.94%	-3.26%	39718.80	4.16	中	弱
110227	赤化转债	128.10	24.11	-0.80%	288.00	24.93	96.71	32.46%	89.56	43.03%	-2.31%	45000.00	4.58	弱	弱
110232	金鹰转债	163.00	9.52	-0.82%	401.00	6.20	153.55	6.16%</td							