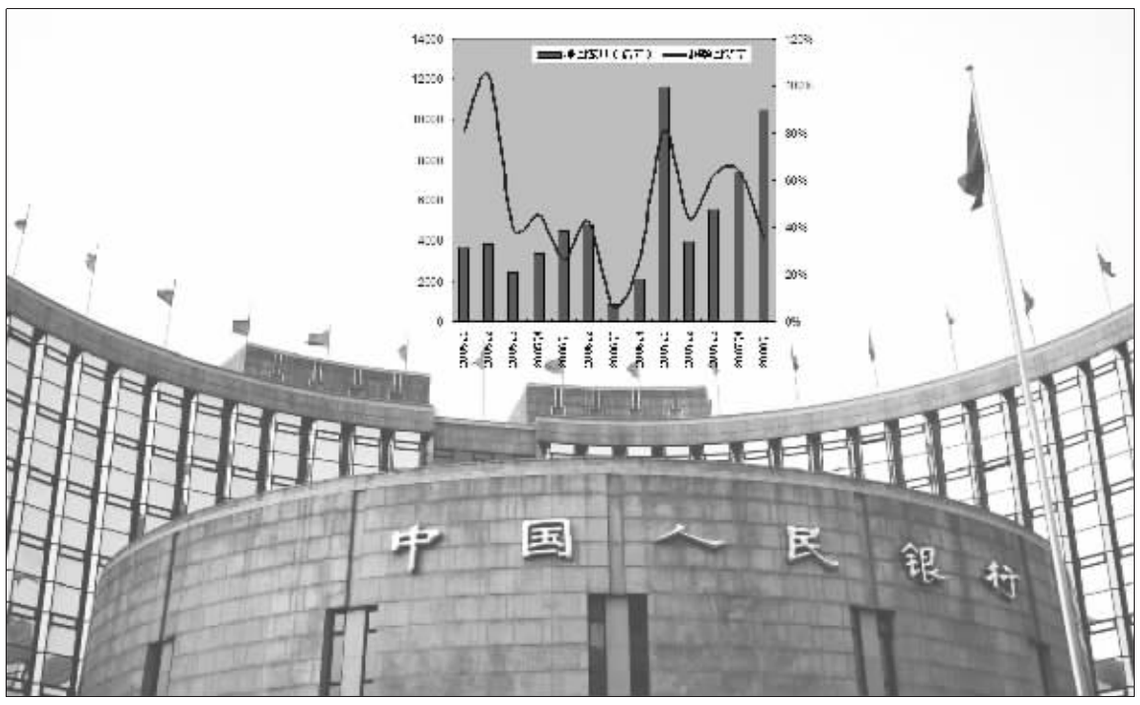
一季度货币回笼力度小于去年同期

□本报记者 张曙东 北京报道

统计显示，今年一季度央行通过公开市场操作、准备金率上调共净回笼资金10510亿元;整体上看,货币回笼力度小于去年同期。同时,4月份公开市场到期资金量也达到了9930亿元,公开市场大进大出的特征仍将延续。



CFP图片 制图/张秀菊

一季度净回笼量为历史次高

一季度，公开市场呈现大进大出的特征,累计净回笼6610亿元。

从到期方面来看，一季度到期的正回购量为16740亿元,部分是由于短期正回购期内发行并到期;到期央票达到了12770亿元,为历史最高水平。大量到期资金要求央行加大回收流动性的操作力度。

从回笼方面来看，一季度正回购操作量高达18350亿元,是2000年央行开展公开市场操作以来的最大值,以前的最大值也只有7405亿元。开展大量正回购起到了调节到期资金阶段性不均衡的作用，但部分超短期正回购也从统计上增加了央行的操作总量。一季度的央票发行量达到了17770亿元,仅次于2007年一季度的18230亿元,3年期央票发行量的增加是一个重要特征。

除了公开市场操作以外，央行还分别于1月份和3月份两次调高存款准备金率100BP，达到15.5%,冻结资金量约为3900亿元。

总的来看，一季度约共回笼10510亿元。从时间上看,1月份由于春节因素而净投放了约4000亿元,而2、3月份回笼力度则逐渐加大,3月份净回笼量超过9000亿元。

回笼力度低于去年同期

虽然今年一季度央行流动性回笼屡屡现出大手笔,但是从统计数据上看,回笼力度依然不及去年同期。

统计显示，去年一季度到期的央票和正回购分别为9360亿元和4000亿元，但发行的央票和正回购分别为18230亿元和3400亿元,再加上两次上调存款准备金率,累计回笼资金11620亿元,比今年的净回笼多出1110亿元。

从比例来看，今年一季度央行公开市场超额回笼率（公开市场回笼量/到期量-1）为22.4%,低于去年同期的57.99%,算上准备金率的超额回笼率 [(公开市场回笼+准备金率回笼)/到期量-1]为35.62%,低于去年同期的81.49%以及其他各季度。上述比例也远低于2005年同期。

今年一季度的外汇占款和外汇储备数据目前还未公布,但1月份外汇占款增加6540.64亿元以及前两个月外汇储备增加近1200亿美元均表明一季度的新增资金将会超出去年。由此来看,今年一季度的货币回笼力度要远远小于市场推测。

4月份又将迎来万亿到期资金

统计显示,4月份公开市场到期资金量达到9930亿元，其中到期央票3720亿元，到期正回购则达到了6210亿元。到期正回购量如此大是因为3月份开展了6160亿元的28天期正回购操作,从而将3月份的到期资金转移到4月份,起到了错峰填谷的效用。本周到期资金为1790亿元。

分析人士表示，由于到期资金量较大，加上一季度央行的实际回笼力度没有想象中那么大,4月份公开市场仍将呈现大进大出的特征,回笼力度仍然会较大。

此外,由于5月份以后各月的到期资金均较少，央行仍有可能增加相应期限工具的运用，从而调节资金的到期时间。

四公司将发短融

□本报记者 王辉 上海报道

航天晨光股份有限公司昨日发布公告,该公司将于4月3日发行2008年第一期短期融资券,工商银行担任此次发行的主承销商。本次共发行面值2亿元人民币的短期融资券,期限为270天。经联合资信评估有限公司综合评定,本期融资券的信用级别为A-1级;企业主体长期信用等级A+级。

上海市糖业烟酒(集团)有限公司昨日发布公告,该公司将于4月3日发行短期融资券,金额6.8亿元,期限365天。本期融资券按面值发行,发行利率通过簿记建档集中配售的方式确定。由大公国际资信评估有限公司评定的短期融资券信用级别为A-1级,发行人主体信用评级为AA级。主承销商为上海浦东发展银行股份有限公司。

苏州工业园区国有资产控股发展有限公司昨日发布公告,该公司将于4月3日发行2008年第一期短期融资券,中信银行为此次发行的主承销商。本期融资券的发行规模为10亿元人民币，期限为365天。本期融资券按面值发行,利率招标,发行利率通过簿记建档程序确定。经中诚信国际信用评级有限公司综合评定,发行人的短期融资券信用级别为A-1级,主体长期信用等级为AA级。

北方联合电力有限责任公司昨日发布公告,该公司将于4月3日发行2008年短期融资券，中信银行和中国建设银行为此次发行的联合主承销商,中国建设银行作为此次发行的簿记建档人。本期融资券的发行规模为20亿元人民币,期限为365天。经中诚信国际信用评级有限公司综合评定,确定2008年北方联合电力有限责任公司20亿元短期融资券的债项信用等级为A-1级，主体信用等级为AA-级。

央行今发580亿元票据

中国人民银行昨日发布公告，为保持基础货币平稳增长和货币市场利率基本稳定,4月1日(周二)央行将发行2008年第三十七期中央银行票据。本期央票期限1年,发行量580亿元,缴款日为2008年4月2日,起息日为2008年4月2日,到期日为2009年4月2日。本期中央银行票据以贴现方式发行,向全部公开市场业务一级交易商进行价格招标,到期按面值100元兑付,到期日遇节假日顺延。

市场人士表示，由于政策层面没有新的变化，预计本期央票利率仍将与上周持平。与过去几周的公开市场操作力度相比,本期央票发行力度基本与前期延续。一些交易机构表示,由于加息预期市场已十分看淡，目前央行票据发行利率较高且二级市场流动性好，目前央票已具有较高投资价值。(王辉)

■ 交易所债市日评 | Bond

短期现券以震荡回落为主

□银河证券 吴天舒

周一沪市国债市场震荡整理,现券跌多涨少,整体成交较上一交易日明显减少。上证国债指数最终收于113.1点,较上一个交易日上涨0.02%,28只成交债券净价3只上涨2只平盘23只下跌,市场成交了5.4亿元。

从市场表现来看,昨日交易所市场上涨品种均为中短期品种,其中剩余期限4.403年的0509券涨幅居首，上涨了0.1265%，收益率为4.0885%,成交了0.67万元;跌幅居前品种以中长期品种为主,剩余期限4.655年0513券跌幅居首，下跌了1.2461%,收益率为4.3823%,成交了1.89万元。

在季末因素、新股发行及央行持续回笼货币等因素影响下,近期资金面偏紧,昨日仍未缓解,银行间市场14天以内的短期回购利率持续上涨，而短券抛盘亦较为沉重，但现券收益率整体仍保持平稳。交易所市场在上周连续冲高后,多数现券呈回落走势,预计短期仍以震荡回落为主。

中证债券系列指数2008年3月31日收盘行情

指数代码	指数名称	指数值	指数涨跌幅(%)	成交量(万元)	结算金额(万元)	修正久期	凸性	到期收益率(%)
h11001	中证全债	115.45	0.29	1316870.72	1319350.01	6.22	67.12	4.231
h11002	中证3债	116.36	0.01	282394.10	284431.21	1.66	4.65	3.805
h11003	中证7债	115.26	0.21	607401.41	608344.08	4.20	23.66	4.107
h11004	中证10债	111.77	0.24	264234.45	262534.36	7.28	66.83	4.670
h11005	中证10+债	111.55	0.64	162840.76	164040.37	10.82	157.78	4.325
h11006	中证国债	115.08	0.04	101533.01	102002.23	6.64	73.72	4.012
h11007	中证金融债	116.18	0.17	811000.00	815168.62	4.87	47.37	4.437
h11008	中证企业债	119.64	2.84	404337.71	402179.16	7.41	80.57	5.290

数据来源:中证指数有限公司

固定收益证券综合电子平台确定报价(2008-3-31)

债券代码	债券简称	买入报价方	买入价	买入数量	买入到期收益率	卖出价	卖出数量	卖出到期收益率
019711	07国债11	广发证券	99.750	5000	3.6350	99.950	5000	3.5426
019711	07国债11	中金公司	99.750	5000	3.6350	99.956	5000	3.5398
019711	07国债11	长江证券	99.750	5000	3.6350	99.956	5000	3.5398
019711	07国债11	人保资产	99.740	5000	3.6396	99.956	5000	3.5398
019711	07国债11	国信证券	99.740	5000	3.6396	99.956	5000	3.5398
019711	07国债11	光大证券	99.740	5000	3.6396	99.956	5000	3.5398
019711	07国债11	中银证券	99.740	5000	3.6396	99.956	5000	3.5398
019711	07国债11	招商证券	99.740	5000	3.6396	99.960	5000	3.5380
019711	07国债11	国寿资产	99.740	5000	3.6396	99.966	5000	3.5352
019711	07国债11	申银万国	99.740	5000	3.6396	99.966	5000	3.5352
019711	07国债11	兴业证券	99.740	5000	3.6396	99.966	5000	3.5352
019714	07国债14	中银证券	99.900	5000	3.9128	100.428	5000	3.8183
019714	07国债14	中金公司	99.900	5000	3.9128	100.450	5000	3.8144
019714	07国债14	国寿资产	99.900	5000	3.9128	100.450	5000	3.8144
019714	07国债14	申银万国	99.900	5000	3.9128	100.450	5000	3.8144
019714	07国债14	中信证券	99.900	5000	3.9128	100.458	5000	3.8129
019714	07国债14	长江证券	99.900	5000	3.9128	100.458	5000	3.8129
019714	07国债14	华泰证券	99.870	5000	3.9182	100.458	5000	3.8129
019716	07国债16	银河证券	99.940	5000	3.0181	99.975	5000	2.9413
019716	07国债16	中金公司	99.940	5000	3.0181	99.975	5000	2.9413
019716	07国债16	申银万国	99.940	5000	3.0181	99.985	5000	2.9194
019716	07国债16	长江证券	99.940	5000	3.0181	99.985	5000	2.9194
019716	07国债16	中信证券	99.930	5000	3.0401	99.985	5000	2.9194
019716	07国债16	国信证券	99.930	5000	3.0401	99.985	5000	2.9194
019717	07国债17	中银证券	100.795	5000	3.7998	101.210	5000	3.6999
019717	07国债17	广发证券	100.795	5000	3.7998	101.210	5000	3.6999
019717	07国债17	光大证券	100.795	5000	3.7998	101.210	5000	3.6999
019718	07国债18	国信证券	102.592	5000	3.8951	103.180	5000	3.7952
019718	07国债18	中银证券	102.592	5000	3.8951	103.180	5000	3.7952
019720	07国债20	国信证券	100.410	5000	3.0180	100.480	5000	2.9181
019720	07国债20	中信证券	100.410	5000	3.0180	100.480	5000	2.9181
019801	08国债01	长江证券	100.250	5000	3.9045	100.846	5000	3.8045
019801	08国债01	广发证券	100.250	5000	3.9045	100.846	5000	3.8045
122000	07长电债	国寿资产	100.650	1000	5.2545	102.080	1000	5.0620
122001	07海工债	中金公司	103.100	1000	5.3421	104.600	1000	5.1445
122002	07华能G1	中信证券	101.700	1000	5.2447	102.500	1000	5.0530
122003	07华能G2	中信证券	102.500	1000	5.2912	103.600	1000	5.0975
122004	07华能G3	中信证券	103.500	1000	5.4216	105.000	1000	5.2257
122005	08钒钛债	民族证券	103.792	1000	5.8812	104.650	1000	5.6813
122006	08金地债	中金公司	101.400	1000	5.2760	102.690	1000	5.0764

固定收益证券综合电子平台成交行情(2008-3-31)

债券代码	债券简称	昨日收盘价	最新价	加权平均价	总成交量	开盘收益率	最新收益率	加权平均收益率
019716	07国债16	99.986	99.985	99.985	20000	2.9194	2.9194	2.9194
122001	07海工债	100.000	103.250	103.250	1400	5.3222	5.3222	5.3224

债市:“滞”与“胀”中有新天地

□华泰证券 谢志华

虽然外需有所放缓,但投资和消费的内生动力仍然强劲,中国经济仍能保持较快增长,而通胀预计将高位趋缓,但下降幅度不宜过分乐观。美国经济很可能已陷入衰退,而其为缓解困境采取的弱势美元政策加大了全球通胀的风险。在“滞”与“胀”的对峙中,资金面的因素可能成为左右债市走向的关键因素,对于2季度债券市场,我们持谨慎乐观态度。

外部环境:滞胀阴影隐现

虽然要从传统意义上确认美国的经济衰退仍需进一步的数据,但越来越多的迹象显示美国经济已陷入负增长。2月,美国ISM制造业PMI和非制造业指数双双再破50的关口,表明采购经理人总体上认为,当月美国制造业和非制造业活动相比上月收缩。制造业和非制造业新订单指数已经连续分别三个月、两个月低于50水平。这意味着未来数月,美国制造业与非制造业的开工和产出都会继续呈温和减少的态势,经济持续下行的压力显著。制造业出口订单指数保持扩张,在未来一段时期,商品出口需求仍将成为美国经济的支撑点。但海外需求的扩张难以弥补国内需求下滑,制造业的总需求处于收缩状态。更为重要的信息来自就业和零售数据的恶化。美国非农就业人数已连续两月减少，下降趋势明显。2008年以来的两个月里,美国非农就业的净损失达到8.5万,显示美国经济吸纳劳动力的能力在不断下降。就业状况持续恶化,严重损伤了美国家庭的消费能力和信心。美国2月零售销售大幅下滑,下降0.6%。由于消费支出约占美国GDP的70%，内需的放缓对经济的拖累是显而易见的。

全球经济目前已经初露滞胀的苗头。事实上,目前的情形与上世纪70年代的滞胀时期有诸多相似之处:失衡的贸易,弱势的美元,信用危机,扩张的财政政策和货币政策,原油和食品价格的快速上涨等。本次危机在一定程度上是对“中国储蓄,美国消费”不平衡模式的一种市场化强制修正。新兴市场的兴起短时间内难以弥补美国消费的衰退,而美国为缓解困境采取的弱势美元政策将加大全球通胀的风险。虽然需求放缓最终将缓和通胀压力,但在近期,全球经济或将出现一定程度的滞胀。

通胀高位运行

1、2月份的CPI涨幅分别为7.1%和8.7%,累计价格涨幅达到了7.9%，比去年同期高出5.5个百分点。屡创新高的物价是市场关注的焦点,防止全面通胀成了目前政府关注的首要经济问题。我们认为,在短期因素的扰动结束后,物价涨幅在去年基期逐步抬高、翘尾因素逐渐减弱的影响下,下半年涨幅预计将有所趋缓,但考虑以下几个因素的影响,对于其趋缓的幅度目前不宜过于乐观。(1)劳动力价格的上涨有人口年龄结构变化等客观因素,更是我国经济转型的必然要求。长期以来,我国劳动力价格的增长落后于劳动生产率的提高,是抑制我国消费增长的重要原因。我国经济未来的增长点将逐渐由外需转向内需,在这一过程中,劳动力价格的提高是可预期的。其他生产要素价格回归合理也是一个长期的趋势,一旦下半年物价过快上涨的态势得到稳定,要素价格改革推进的步伐必将有所加快。物价上升的成本推动力将长期存在。(2)本轮通胀具有全球背景,美元的持续贬值使得大量资金涌入原油和农产品等商品市场,推高了国际市场大宗商品价格,加大了外部输入型通胀的风险。虽然目前商品市场高位震荡,但在供求关系日趋紧张的背景下，预计价格难以大幅回落。(3)食品价格大幅回落的可能性并不大。粮食需求快速增长,而产量及耕种面积增加空间有限,且自然灾害的影响日增,粮食供求总体处于紧平衡状态,价格仍将维持高位震荡。虽然中国粮食产量连续第四年获得丰收,但增速一直呈减缓态势,去年粮食产量0.7%的增速较上年减少2.1个百分点。

债市资金面有望继续保持宽松

外汇占款导致基础货币的被动投放使新增流动性的主要来源。近期外汇占款继续保持增长势头。07年12月外汇占款的大幅减少应与当月财政部购汇发行7500亿特别国债有关,并非趋势性改变。08年中国贸易顺差增速可能有较大幅度下降,但由于中国相对较好的发展前景,稳定的升值预期,持续扩大的利差，对外资的吸引力明显,FDI和热钱的持续增长仍是可期待的。因而预计外汇占款近期仍将保持较高水平。

商业银行长期以来一直是债券市场的主力军,其债券托管量占比通常超过三分之二。06年下半年以来,由于贷款增速上行,居民储蓄外流，以及准备金率的不断提高,银行体系可用于债券投资的比例不断减少,08年这一状况有望得到改善。去年在股市行情火爆而债市疲弱背景下,保险公司债券投资比例较低。但随着股市走弱和债券收益率攀升,债市对于保险资金的吸引力渐增,07年底以来保险机构有明显增仓迹象。随着保费收入的快速增长,保险机构债券投资有望较快增长。年初以来债券型基金的加速发行无疑是一大亮点。08年年初至今已有11只债券型公告发行,投资者认购热情较高。目前仍有多家基金公司有发行债券型基金的计划。近期新发债券型基金的建仓给高收益率的信用产品如分离纯债等带来活力。总体来看,债市资金面有望继续保持宽松局面。

对于2季度债券市场,我们持谨慎乐观态度。近期通胀压力仍然较大,上半年预计回落幅度有限,但债券收益率与CPI的背离现象仍将存在，同时考虑到下半年通胀放缓概率较大，债市的基本环境仍趋于转好。预计收益率曲线将有所下行,收益率曲线可能继续平坦化。中长期券种有望有较好表现，尤其是中期券种相对价值现在已经体现。

具体品种方面,我们依然看好收益率较高的信用品种。

近期企业债收益率有所下降,但信用利差仍处于历史高位,目前短融和可分离债品种的信用利差都已大幅收窄,企业债利差预计也将继续回落,企业债和公司债投资价值已经显现。目前债券型基金配置需求强烈,在可分离债价值得到发掘后,规模较大、收益率较高的企业债和公司债可能受到市场资金关注。

■ 转债点评 | Convertibles

沪深上市可转债投资建议表

转债名称	代码	正股代码	股票价格	转债价格	近5日股票涨跌幅(%)	近5日转债涨跌幅(%)	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(百万元)	剩余年限(年)	简评
桂冠转债	100236	600236	9.01	170.00	-10.88	-3.41	5.89	152.97	11.13	109.39	55.41	-35.23	250	0.26	短期震荡加大
金鹰转债	110232	600232	7.99	160.80	-9.41	0.00	6.20	128.87	24.78	95.90	67.67	-11.87	193	2.65	关注转债流动性风险
澄星转债	110078	600078	10.18	119.07	-14.67	-4.42	10.58	96.22	23.75	91.06	30.76	-2.25	397	4.12	短期估值相对合理
山鹰转债	110567	600567	6.50	114.60	-10.10	-0.75	7.31	88.92	28.88	89.95	27.40	-0.65	449	4.44	业绩低于预期,溢价率上升,抗风险性下降
恒源转债	110971	600971	35.20	119.10	-3.24	0.15	50.88	69.18	72.15	92.84	28.29	-0.40	400	4.5	转股溢价率偏高,转债增长有限
赤化转债	110227	600227	26.00	120.50	14.14	2.97	24.93	104.29	15.54	91.11	32.26	-0.92	450	4.54	短期波动加大
大荒转债	110598	600598	17.54	125.21	-5.95	-2.21	14.32	122.49	2.22	87.21	43.57	-2.27	1500	4.73	短期波动加大,上涨空间有限
五洲转债	110368	600368	9.28	112.85	-11.87	-0.46	10.14	91.52	23.31	85.90	31.37	-0.68	540	4.93	短期估值相对稳定
巨轮转债	128031	002031	10.15	149.98	-8.23	-6.25	7.55	134.44	11.56	93.96	59.62	-7.56	161	3.78	有望进行国际化合作,业绩增长空间大
锡业转债	125960	000960	37.60	142.93	-12.60	-10.67	29.30	128.33	11.38	95.88	49.07	-5.83	607	4.13	周期性行业,短期波动加剧
唐钢转债	125709	000709	15.97	119.97	5.55	5.14	20.80	76.78	56.25	90.90	31.98	-0.56	3000	4.72	转股溢价率偏高,转债上涨有限
海马转债	125572	000572	11.57	109.45	-3.98	0.08	18.33	63.12	73.40	88.80	23.25	-0.72	820	4.81	转股溢价率偏高,转债上涨受限

制表:兴业证券固定收益与衍生品部 梁华

■ 外汇市场日报 | Forex

关注美指71.80点位争夺

□应时投资研发部

美国公布的最新经济数据巩固了美联储本月将再度降息的预期,上周五美指区间波动于71.49-71.83。日本财年结算周一正式结束,美元/日元周一亚洲盘宽幅震荡。

上周五，美指维持区间窄幅波动，最高71.83,最低71.49,本周一亚洲盘,美指继续区间小幅震荡。美国密歇根大学公布的一份调查显示,3月消费者信心指数终值降至69.5,为1992年2月以来最低水平,之前市场预期为70.0,该指数3月上旬公布的初值为70.5。其中,3月消费者预期指数自2月的62.4降至60.1，为1992年1月来最低水平,当时为59.1。调查称,几乎所有的消费者均认为经济已陷入衰退中。消费占美国经济的比重近70%,消费者信心直接影响着消费者的支出水平,消费者信心低迷意味着居民的消费支出将下降,这不利美国经济成长,巩固了美联储将于4月再度降息的预期。

美国商务部公布报告称,美国2月个人消费支出(PCE)物价指数较上月成长0.1%,年率为3.4%;核心PCE物价指数亦成长0.1%,年率降至2.0%,前值为2.2%。美国2月个人所得较上月上升0.5%,预期为上升0.3%;个人支出上升0.1%,符合预期。总体上看,美国2月的通胀较1月有明显回落,且核心PCE物价指数年率降至2.0%水平，符合美联储认为适宜的目标水平，这为美联储的进一步降息扫除了障碍。

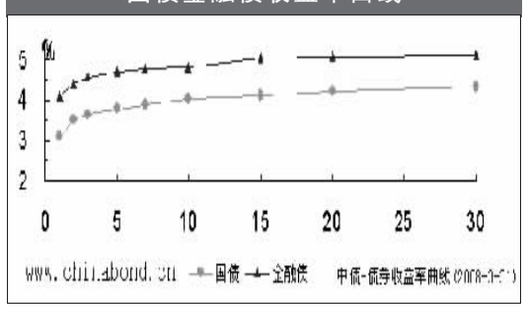
本周美国将先后公布3月ISM制造业采购经理人指数,3月ISM非制造业指数,3月失业率和非农就业人口变动等重要经济数据,建议关注。

日图上看，美指近日多次上测71.80附近阻力,但均无功而返,短期内建议关注该位的争夺,若能有效突破,则有望打开上行空间;下方支撑建议关注71.30,若失守,则历史低位70.68将受考验。

上周五,美国经济数据疲软,且金融业可能出现更多损失的疑虑令美国股市震荡下行,市场风险厌恶情绪升温,套息交易遭打击,美元/日元震荡回落,本周一亚洲初盘,汇价最低见98.93。日本财政年度会计结算将于本周一结束，市场人士急于在1:00GTM东京商业定盘前买入美元,巨大的最后一刻需求促使投机客买进美元/日元,令汇价最高一度升至100.19,之后汇价逐波走弱,回至99.80下方运行。日本3月制造业采购经理人指数自2月的50.8下降至49.5,为5个月来首次出现收缩。数据表明,美国经济增长放缓已对日本的制造业产生负面影响。但鉴于日本2月核心CPI录得10年来最大年率增幅,中期通胀风险已显现,日本央行未来面对的课题很可能是升息,而非降息。日图上看,自3月20日以来,美元/日元主要维持98.50-101.00区间波动，后市建议重点关注该区间上下轨的阻力和支撑，若能有效突破,料将产生新的趋势。

上周美元回软,拖累美元/人民币走跌,汇价在跌破7.0500关口后加速下行,最低见到了7.0096。本周一,汇价小幅波动于7.0110-7.0180。技术上,建议关注美元/日元于7.0000整数关口的支撑。

国债金融债收益率曲线



期限(年)	1	2	3	5	7	10	15	20	30
国债	3.11	3.50	3.64	3.79	3.88	4.05	4.11	4.23	4.31
金融债	4.11	4.38	4.58	4.73	4.77	4.84	5.03	5.06	5.10

中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)