本周资金回笼量或超3000亿

数量手段继续勒紧市场

□本报记者 王辉 上海报道

央行昨日发布公告，今日将发行740亿元1年期央票，发行量较上周的670亿增加70亿元，而上周四央行在3个月和3年期央票的发行上已经大幅放大。市场人士认为，本周各期限央票发行总量预计仍将在上周基础上大幅放大，在周五存款准备金率即将上调的背景下，央行通过数量手段展开调控的意图已经显现，而市场资金面将继续勒紧。

由于央行上周三宣布将再次上调准备金率50个基点，上周四央行在公开市场累计发行1080亿元央票在很大程度上已经成为强力数量手段的政策信号。分析人士表示，中期判断央行在公开市场操作上的力度将在很长一段时间内居于高位。

近期新股发行出现小高潮等多重因素影响市场。本周起至下周，将有江南化工、奥特迅等9只新股相继发行或上市，加上本周五存款机构即将按照新的准备金率上缴，短期内市场资金面将继续面临考验。

值得注意的是，由于4月为央票到期较大的一个月份，上周公开市场刚刚结束连续两周向市场投放资金的局面。而不出意外的话，本周公开市场则将有望成为连续第二周来首次净回笼。本周到期央票与正回购仅分别为630亿元和1130亿元，按照周二1年期央票的发行规模，本周市场净回收预计将达到1000亿元左右的水平。而如果考虑到存款准备金率上调会冻结2000亿元左右的资金，本周央行资金回笼水平将达到3000亿以上。

对于今日发行的1年期央票中标利率，交易员表示，目前债市现券整体运行平稳，资金面整体仍处于较为宽松的格局，预计该期央票收益率可能仍将继续持平于4.0583%。上海一国有商行交易员表示，尽管本周五存款准备率将再次上调，但难撼目前宽裕的资金面，从上周各期限央票发行利率显示，机构对短券需求仍较为旺盛，因此本期央票中标收益率仍会保持稳定。

国家统计局上周发布的数据显示，一季度居民消费价格总水平CPI上涨8.0%，涨幅比上年同期高5.3个百分点。一季度宏观经济数据公布后，央行随即便宣布了调高准备金率0.5个百分点，显示目前紧缩的货币政策仍然没有放松的迹象，控制通胀仍然是宏观政策的主要目标。在上周三央行宣布上调存款准备金率后，机构普遍预计，如果二季度通胀水平不发生太大变化，上半年央行将不会再次加息，而数量手段将成为08年央行货币政策的主基调。

紧缩政策：谨慎但难放松

□华泰证券研究所 崔红霞

一季度经济运行的国内外环境显得尤其复杂，各种因素交织在一起使得宏观调控的难度明显增大，如何在促进经济较快平稳发展和抑制通货膨胀之间找到一个平衡点，成为困扰政府决策部门的一大难点。我们认为，下一步宏观调控的力度预计将保持适中，进一步紧缩政策的出台将更趋于慎重。但考虑到以下几个方面因素的影响，从紧的货币政策力度料难有明显的放松。

一是物价涨幅在上半年仍将维持在高位水平，防止价格总水平过快上涨仍是今年宏观调控的中心工作。

3月份的CPI涨幅为8.3%，虽然较2月份水平有所回落，但从工业品出厂价格涨幅以及原材料、燃料、动力购进价格涨幅看，3月份依旧呈持续上扬态势，涨幅继续扩大。其中工业品出厂价格3月份上涨8%，原材料、燃料、动力购进价格3月份上涨了11%，分别比2月份提高了1.4和1.3个百分点。工业品出厂价格的持续上涨对整体物价水平的影响值得我们进一步关注。另外，虽然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，下半年预计将有所趋缓，但对于其趋缓的幅度目前来看也不宜过于乐观，实现全年物价涨幅控制在4.8%的预期目标难度较大。

二是4月份央行正回购到期和票据到期规模将在1万亿元以上，预计央行公开市场操作的力度难以放松。

三是贷款需求景气指数一季度明显反弹，达到68.9%的历史第二高位，并创历年同期最高值，显示贷款需求在明显回升，贷款反弹的压力较大。

四是随着灾后重建工作的陆续展开，新开工项目的不断增多，固定资产投资反弹的压力依然较大。央行货币政策委员会一季度例会也明确提出，当前固定资产投资反弹的压力较大，货币信贷投放仍然偏多，流动性过剩矛盾尚未缓解，价格上涨的压力明显。综合分析我们认为，虽然政策面紧缩政策出台将更趋谨慎，但从紧货币政策力度明显放松的可能性应该也不大。

铁道部今发两期中期票据

昨日，铁道部发布公告称，今日将发行两期中期票据。第一期中期票据期限为3年，发行规模为50亿元，采用单一利率招标，利率上下限为5.08%-5.10%；本期债券起息日为2008年4月23日，到期日为2011年4月23日。第二期中期票据期限为5年，发行总额为150亿元，招标总额为100亿元，采用单一利率招标，利率上下限为5.28%-5.30%。起息日为2008年4月23日，到期日为2013年4月23日。**(周文渊)**

“05国债(3)”本月28日付息

中登公司上海分公司将从2008年4月28日起代理兑付所托管的2005年记账式(三期)国债第3年利息，债权登记日为4月25日。本期国债挂牌名称为“05国债(3)”，交易代码为“010503”，付息代码为“010503”，期限5年，年利率为3.30%，每年付息一次。**(周松林)**

中证债券系列指数2008年4月21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	115.39	0.02	2300286.15	2310042.26	6.19	66.08	4.278
h11002	中证3债	116.68	0.04	1150848.94	1167834.44	1.62	4.47	3.761
h11003	中证7债	115.32	-0.01	1000302.42	999630.24	4.20	23.72	4.205
h11004	中证10债	111.99	0.05	112599.60	104244.02	7.25	66.47	4.681
h11005	中证10+债	110.88	0.02	36535.19	38333.56	10.74	155.46	4.395
h11006	中证国债	115.29	0.01	210689.92	212350.44	6.64	73.70	4.020
h11007	中证金融债	116.14	0.03	1955000.00	1978077.98	4.88	46.37	4.483
h11008	中证企业债	117.45	0.03	134596.23	119613.85	7.07	72.87	5.528

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(2008-4-21)

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	国寿资产	99.820	5000	3.6052	99.980	5000	3.5296
019711	07国债11	人保资产	99.820	5000	3.6052	99.980	5000	3.5296
019711	07国债11	申银万国	99.820	5000	3.6052	100.000	5000	3.5201
019711	07国债11	长江证券	99.820	5000	3.6052	100.000	5000	3.5201
019711	07国债11	广发证券	99.819	5000	3.6057	100.020	5000	3.5107
019711	07国债11	光大证券	99.819	5000	3.6057	100.030	5000	3.5060
019711	07国债11	招商证券	99.810	5000	3.6100	100.030	5000	3.5060
019711	07国债11	中金公司	99.810	5000	3.6100	100.030	5000	3.5060
019711	07国债11	中银证券	99.800	5000	3.6147	100.030	5000	3.5060
019711	07国债11	兴业证券	99.800	5000	3.6147	100.031	5000	3.5055
019711	07国债11	国泰君安	99.790	5000	3.6194	100.031	5000	3.5055
019711	07国债11	国信证券	99.790	5000	3.6194	100.100	5000	3.4729
019714	07国债14	国泰君安	100.000	5000	3.8949	100.473	5000	3.8096
019714	07国债14	中银证券	99.980	5000	3.8986	100.500	5000	3.8048
019714	07国债14	中信证券	99.980	5000	3.8986	100.530	5000	3.7994
019714	07国债14	申银万国	99.980	5000	3.8986	100.530	5000	3.7994
019714	07国债14	长江证券	99.980	5000	3.8986	100.530	5000	3.7994
019714	07国债14	中金公司	99.950	5000	3.9040	100.534	5000	3.7987
019714	07国债14	国寿资产	99.920	5000	3.9094	100.550	5000	3.7958
019716	07国债16	中金公司	99.947	5000	3.0112	99.985	5000	2.9161
019716	07国债16	银河证券	99.947	5000	3.0112	99.986	5000	2.9136
019716	07国债16	中信证券	99.947	5000	3.0112	99.986	5000	2.9136
019716	07国债16	申银万国	99.947	5000	3.0112	99.986	5000	2.9136
019716	07国债16	长江证券	99.947	5000	3.0112	99.986	5000	2.9136
019716	07国债16	国信证券	99.946	5000	3.0138	99.986	5000	2.9136
019717	07国债17	光大证券	101.000	5000	3.7472	101.331	5000	3.6668
019717	07国债17	中银证券	100.920	5000	3.7667	101.331	5000	3.6668
019717	07国债17	广发证券	100.920	5000	3.7667	101.412	5000	3.6472
019718	07国债18	中银证券	102.628	5000	3.8853	103.210	5000	3.7857
019718	07国债18	国信证券	102.626	5000	3.8857	103.212	5000	3.7854
019720	07国债20	中信证券	100.406	5000	2.9651	100.470	5000	2.8660
019801	08国债01	长江证券	100.250	5000	3.9037	100.840	5000	3.8040
019801	08国债01	广发证券	100.249	5000	3.9039	100.840	5000	3.8040
019804	08国债04	申银万国	99.740	5000	3.6497	100.010	5000	3.5524
019804	08国债04	国泰君安	99.740	5000	3.6497	100.010	5000	3.5524
019804	08国债04	国信证券	99.740	5000	3.6497	100.010	5000	3.5524
019804	08国债04	招商证券	99.740	5000	3.6497	100.010	5000	3.5524
122000	07长电债	国寿资产	100.030	1000	5.3391	101.490	1000	5.1401
122001	07海工债	中金公司	103.200	1000	5.3267	104.710	1000	5.1271
122002	07华能G1	中信证券	101.400	1000	5.3125	102.200	1000	5.1180
122003	07华能G2	中信证券	102.200	1000	5.3409	103.300	1000	5.1451
122004	07华能G3	中信证券	103.200	1000	5.4589	104.700	1000	5.2614
122005	08钒钛债	民族证券	103.341	1000	5.9770	104.186	1000	5.7771
122006	08金地债	中金公司	101.000	1000	5.3366	102.270	1000	5.1380
122007	08莱钢债	招商证券	102.850	5000	6.1534	104.300	5000	5.9594
122007	08莱钢债	广发证券	102.850	1000	6.1534	104.300	1000	5.9594

固定收益证券综合电子平台成交行情(2008-4-21)

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	99.987	99.986	99.979	25000	2.9136	2.9136	2.9311
019804	08国债04	100.000	100.000	100.000	145000	3.5524	3.5560	3.5560
122005	08钒钛债	102.510	102.480	102.480	120000	6.1829	6.1829	6.1829
122007	08莱钢债	104.000	103.350	100.670	50000	6.5454	6.0861	6.4521

非银行担保提升债券信用须思量

□联合资信评估有限公司 李振宇 刘静

CFP图片

银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》后，企业债券的信用提升方式正在发生变化，有的直接以企业信用作为信用支撑，有的以企业资产为抵押而提升债券信用，有的以其他的非银行机构提供担保来提升债券等级。目前来看，后者正成为重要的企业债券信用提升方式。

对于非银行机构提供担保的债券，如果发行人不能如期支付本息，担保人应承担责任(连带责任担保下)，如果担保人也不能如期支付本息，债券就会发生违约。也就是说，只有出现发行人和担保人同时违约时(连带责任担保下)，债券才会发生违约。

因此，债券的违约率和发行人、担保人的违约率成正比。如果发行人和担保人信用级别相同时，当两者相关系数介于0到1之间时，担保对债券有一定的信用提升作用，提升程度的大小主要视相关系数而定。如果担保人的信用等级高于发行人的信用等级时，当两者相关系数介于0到1之间时，担保对债券有一定的信用提升作用，提升程度的大小视相关系数和具体的信用等级而定。

发行人和担保人之间违约的相关性与其所处行业、地区、国家等因素有关。目前，全球经济一体化趋势、国内市场化趋势日益明显，世界各国(地区)经济的相互依赖性越来越强，违约的相关性有提高的趋势，而且违约相关性大小的分析难度也很大。

理论上，不同的信用等级对应不同的违约率，但是违约率是一个后验数据，目前国内缺少关于违约率的统计数据，国外数据能否适用有待于实践检验。

需要注意的是，上述分析中隐含了一个假定，即第三方承诺担保后对其自身信用等级没有影响。这个假定实际上可能不成立。如果企业开展的对外担保业务达到一定程度，必然会对其自身信用等级产生影响。当然，上述分析也没有考虑担保对违约后回收率的影响(一般来讲，有担保比没有担保可能在回收率上有帮助)。

我国市场实践表明，在第三方提供的担保中，由于约束机制不健全，往往会出现较长时间的拖欠问题，即在发债人不能履行其偿还义务时，提供担保的第三方往往需要法律诉讼才会履行其担保义务，这就在实践上降低了担保的信用提升作用。

根据我国以往的经验，债券甚至贷款很容易出现“担保圈”问题，即部分企业间进行“互保”或者更隐蔽的“连环保”。在这种情况下，如果评级机构轻易和无条件做出“企业间担保可以大幅提升信用等级”的结论，无疑会出现如下悖论：仅仅由于企业间的互保或连环保，在各个企业信用无变化的情况下，每个企业的债券或贷款的信用等级明显提升。进一步推论，由于担保因素，各企业发行的债券或贷款的信用风险更紧密地联系了起来，信用风险被集聚，而表现出来的却是信用风险大幅下降。

考虑到以上诸多因素，评级机构的一般看法是，如果发行人和担保人的信用等级不同，债券的信用等级可以取二者中较高的一个，而且要重视分析担保人因为担保(可预见时期内)而产生的新的偿债压力是否会对其自身的信用等级产生影响；如果发行人和担保人的信用等级相同，担保提供的信用提升作用需要慎重分析，必须重视分析担保人因为担保而产生的新的偿债压力是否会对其自身的信用等级产生影响，未必足以使债券提升至上一个信用等级。

■ 外汇市场日报 | Forex

最坏时期或已过去 美元兑日元汇率上涨

□中国工商银行 索钊

上周五，虽然花旗集团公布了继续亏损的财报，但市场认为最艰难的时期已经过去，美股上涨，市场风险偏好上升，带动美元兑日元回涨。

周五稍晚，花旗集团公布第一季亏损，为连续第二个季度报亏，受累于资产减记和信贷损失额度的增加。花旗第一季亏损51.1亿美元，合每股亏损1.02美元，第一季营收为132亿美元。上年同期则为获利50.1亿美元，每股盈余合1.01美元。市场此前预估是，第一季每股亏损0.96美元，营收为143.4529亿美元。花旗执行长潘迪特在随后的电话会议中表示不满意本季业绩，但对花旗的能力和未来很有信心，财务长Gary Cittenden则预计，花旗将在此前宣布的裁员4200人基础上，再裁员9000人。花旗虽然亏损，但投资者仍然认为该银行及其新执行长正在采取措施应对信贷问题并削减支出，市场普遍认为已经渡过最艰难的时期，因而使这只在过去一年中跌幅约半的股票重新恢复吸引力，当日收高4.49%至25.11美元，同时推动美元走升。

纽约市场，美元兑日元升至七周高点，兑欧元亦进一步远离纪录低位。尾盘，美元兑日元上涨1.1%至103.67日元，此前曾触及2月底以来高位104.64；美元兑瑞郎上触五周高点1.0283瑞郎，尾盘报1.0172，较周四涨逾1%，并录得4月1日以来最大单日涨幅。

周一东京市场，美元兑日元上涨，探向七周高点，因花旗集团财报让市场期望银行业者蒙受美国房市损失的最坏状况已经过去。苏格兰皇家银行预计本周将宣布欧洲有史以来最大的供股计划，金额最多料达120亿英镑，以稳住其资产负债表，使信贷市场不安情绪进一步舒缓，不过该公司不当投资的损失可能超过100亿美元。美元兑日元涨0.2%至103.85，距周五触及的七周高点104.66不远；欧元兑美元持稳于1.5825，脱离上周在EBS触及的纪录高点1.5985。许多交易员认为欧元仍处于升值的趋势中，因看好欧元区利率今年还有一段时间将按兵不动，美国联邦储备理事会则料进一步将利率从目前的2.25%往下调。欧元兑日元小升0.2%，至164.30日元。周五时欧元/日元高见164.68日元，为12月底以来最高。

周一稍早公布数据显示，澳洲第一季生产者物价扬升幅度创下纪录新高，引发市场预期消费者物价涨幅也可能高于预期，这令澳元获得支撑。澳元兑美元上涨0.7%至0.9397美元，澳元兑日元则是在利差交易带动下一度触及七周高点97.65，之后稍稍回档至97.50，但盘中涨幅仍有0.8%；英镑兑美元持稳于1.9992，上日在空头回补下兑欧元及日元大幅上扬。

■ 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	7.02	150.00	-16.53	-3.85	5.89	119.19	25.85	109.69	36.75	-23.75	241	0.20	流动性风险大
金鹰转债	110232	600232	6.38	116.18	-10.01	-22.21	6.20	102.90	12.90	96.20	20.77	-5.17	193	2.59	业绩下挫严重，流动性风险高
澄星转债	110078	600078	9.89	113.48	-1.98	-3.80	10.58	93.48	21.40	91.06	24.62	0.15	396	4.06	短期估值相对合理
山鹰转债	110567	600567	5.37	109.00	-5.46	-2.46	7.31	73.46	48.38	90.35	20.64	1.04	449	4.39	溢价率上升，抗风险性下降
恒源转债	110971	600971	34.30	115.00	-4.72	-3.36	50.88	67.41	70.59	92.84	23.87	0.34	400	4.44	转股溢价率偏高，转债增长有限
赤化转债	110227	600227	23.88	118.53	-0.95	-1.50	24.93	95.79	23.74	91.10	30.11	-0.61	450	4.48	进入转股期，赎回概率较大
大荒转债	110598	600598	18.22	122.93	-0.82	-1.84	14.32	127.23	-3.38	88.01	39.68	-1.45	1500	4.67	短期波动加大，上涨空间有限
五洲转债	110368	600368	7.22	107.09	-1.50	-2.00	10.14	71.20	50.40	85.88	24.70	0.85	540	4.87	转股溢价率偏高，转债上涨有限
巨轮转债	128031	002031	7.70	127.00	-21.67	-7.97	7.55	101.99	24.53	94.06	35.02	-2.75	156	3.72	短期波动加大，但长期增长可期
锡业转债	125960	000960	29.80	123.00	-11.41	-3.91	29.30	101.71	20.94	95.98	28.15	-0.82	607	4.07	周期性行业，短期波动加剧
唐钢转债	125709	000709	14.80	108.00	-7.38	-2.65	20.80	71.15	51.78	91.05	18.62	1.62	3000	4.66	转股溢价率偏高，转债上涨有限
海马转债	125572	000572	8.69	106.07	-13.01	-1.57	18.33	47.41	123.74	88.58	19.74	1.55	820	4.75	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

■ 交易所债市日评 | Bond

现券市场回落整理

□银河证券 冯琛

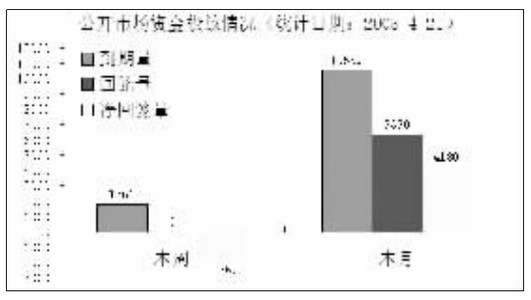
周一，交易所国债市场在上周持续上行后再次步入回落整理的走势，由于指数再度在113点以上遇到阻力，显示现券市场收益率很难有下降的动力。昨日沪市国债指数开于113.10点，该点位即为日内最高点，随后指数一路回落至112.99点，最终反弹收盘于113.06点，成交量继续维持在较高水平，成交金额7.82亿元。

从个券表现观察，市场呈现普跌行情，有9只债券上涨，2只债券平盘，22只债券下跌，其中上涨品种主要集中在剩余期限2年、4年和17年的品种中，而下行品种却覆盖了期限结构的绝大部分，显示整个市场存在收益率止跌回升的要求。从成交活跃品种观察，市场热点的剩余期限仍在1到3年之间，009908、010110、010115、010103等单只债券的成交均在1.5亿元左右，从活跃品种表现看，多数券种出现了0.1%到0.01%的价格跌幅，结合银行间主要成交品种多数出现回落的走势，可以看出市场对收益率的判断逐步谨慎。

目前从债市行情的影响因素观察，出现了些许的变化，首先前期支撑债市走强的因素是充裕的流动性和强大的债券需求，因为不论从国际热钱涌入中国的宏观角度观察，还是从银行信贷紧缩、存贷差加大的微观角度观察，以及股票市场持续缺少交易机会的对比效应观察，债券市场的强大需求都有充分的理由。但是在这个过程中，通货膨胀的持续发展这一因素一直被市场所忽略，似乎市场忽略了对实际收益率的考虑。但是伴随统计数据所显示的CPI形势，以及美联储降息空间的逐步枯竭，国内基准利率的调整以及市场对实际收益的要求都可能动摇市场对目前收益率的定位，因此市场出现谨慎很正常，而市场也将因此步入整理走势。

■ 流动性动态监测站 | Liquidity

本周到期资金1760亿



根据Wind资讯的统计，本周公开市场上到期资金量累计将达到1760亿元，其中正回购1130亿元，央行票据630亿元。下周市场到期的资金量为1200亿元。

4月份央行回笼力度呈前低后高走势，前两个星期央行分别净投放760亿元和1170亿元，不过上周再度加大回笼力度，在公开市场上净回笼710亿元；此外央行还宣布本周提高存款准备金率50个基点。截至昨日，4月份央行共回笼6350亿元，4月到期资金量为10530亿元。

本周，各大商业银行将上缴存款准备金，预计资金市场将承受一定压力，为了维持货币市场的稳定，预计从本周开始央行可能放缓回笼力度。今日央行将发行1年期票据，最高发行量740亿元，本期票据以贴现方式发行。**(周文渊)**

08开元一期ABS即将发行

昨日，平安信托投资有限责任公司发布公告称，公司将于2008年4月28日以簿记建档、集中配售的方式向全国银行间债券市场成员发行规模为37.6617亿元的2008年第一期开元信贷资产支持证券。

本期证券发起机构为国家开发银行，发行人为平安信托投资有限责任公司，中信证券为主承销商；分为四档，分别为优先A1档、优先A2档、优先B档和次级档证券，其中优先A1档5亿元，优先A2档27.03亿元，优先B档3.43亿元，次级档证券2.2017亿元。优先A1档为AAA级，优先A2档AAA级，优先B档A级，次级档证券未予评级。优先A1、A2、B档采用公开招标方式发行，次级档采用定向方式发行。优先A1档为固定利率，优先A2档和优先B档为浮动利率，票面利率为利率基准+利差，利差根据招标结果确定。次级档证券为无票面利率，投资者获得收益账下和本金账下的剩余资金。**(周文渊)**

人民币中间价回落

国际市场美元走强使得人民币对美元汇率中间价连续第二天回落。昨日，银行间外汇市场人民币对美元的中间价为7.0078，较上一交易日回落72个基点。

花旗集团首季亏损低于市场预期，以及上周五美股大幅上涨引发了市场上套息交易热情，美元在国际市场上强劲反弹。欧元对美元跌92个基点收1.5817%，跌幅0.58%，美元指数上涨0.46%至72.01。美元反弹，使得各主要货币走软，人民币也不例外，在突破7.0关口之后，人民币波动幅度可望加大。

此外，昨日外汇中心的数据显示，1欧元对人民币11.0909元，100日元对人民币6.7409元，1港元对人民币0.89911元，1英镑对人民币14.0023元。**(周文渊)**

勘误致歉

因数据采集偏差，本版2008年4月18日文章《Shibor相关产品面临市值重估风险》一文中所援引的中信银行报价并非最新数据。作者对此次失误给有关方面所造成的影响深表歉意！