7年期国开行金融债遭遇寒流

□本报记者 王辉 上海报道

8日银行间市场迎来了两期重要的新债发行，财政部30年期超长期国债和国家开发银行7年期金融债分别在当日招标。发行结果显示，在30年期国债利率落在市场预测区间之内的同时，当日招标的开行金融债却几乎流标，3.50%的中标利率也显著高于此前主流机构的预期。分析人士表示，债市短期承压是造成机构认购冷淡的主要原因，市场未来仍有较大下行风险。



CPF图片

开行债勉强足额发行

国开行8日下午在银行间债市招标发行了200亿元7年期固息金融债，发行结果显示，本期金融债中标利率3.50%，明显高于此前主流机构3.30%至3.45%的预测区间。而值得注意的是，本期金融债扣除基本承销总量后的171.3亿元招标总量，仅获得202.1亿元资金参与投标，几乎是勉强足额发行，这在当前机构资金面普遍充沛的背景下，有些出乎意料。认购汇总情况显示，邮储银行以36亿元居认购额首位，工商银行和建设银行分别以25.5亿元和21亿元列认购额第二、三位。

对于本期金融债的发行情况，国泰君安交易员夏阳表示，3.50%的中标利率要明显高于市场预期，这其中主要原因仍然是近期市场的弱势。在3月信贷数据预计继续走高、经济回暖预期的共同作用下，近期二级市场上现券收益率水平均有所上行。

此外，8日上午银行间市场还发行了今年年内第五期国债，本期国债为30年期记账式附息国债，规模220亿元，4月16日起上市交易。不过其4.02%的中标利率却完全符合市场预期，属于机构预测区间的中下端。分析人士表示，由于本期国债属于超长期限，大行配置需求较为旺盛，因此收益率水平并未受到当前市况太大影响。

债市风险凸显

3月下旬以来，债券市场就始终受到经济转暖、通胀水平可能抬头的负面影响，而昨日国开行金融债投出3.50%的利率水平则很有可能加剧市场的压力。分析人士表示，尽管由于本期债券认购资金较少，利率有一定失真因素，但其对二级市场短期内仍将构成较大负面影响。

除此之外，此间的市场消息显示，3月份信贷数据继续保持高增长态势，预计当月新增贷款数将在1.3万亿-1.8万亿。信贷数据显示出的经济回暖预期，预计将在较长时期内对市场产生负面影响，而与此同时，央行降息或调准备金率的可能性也将大幅降低。

国泰君安昨日发布的一份债市报告认为，今年以来债市出现大幅下跌的主要导火索是去年11月份以来银行信贷出现持续急剧增长，市场对我国经济过度悲观预期开始扭转，同时股市连续走强使基金、保险等机构开始集中减持债券，因此触发债市收益率大幅度反弹。不过，从宏观经济来看，第2季度CPI和PPI负增长状态将继续维持，出口形势仍较严峻，内需拉动主要发挥防守作用，经济全局仍难谈反转。因此，从短期来看，债市确实存在一定调整压力，但类似年初大幅急跌方式预计不会出现。

央行9日发行950亿央票

□本报记者 葛春晖 北京报道

人民银行8日公告称，为保持基础货币平稳增长和货币市场利率基本稳定，2009年4月9日（周四）中国人民银行将发行2009年第十二期中央银行票据。

第十二期中央银行票据期限3个月(91天)，最高发行量950亿元，缴款日为2009年4月10日，起息日为2009年4月10日，到期日为2009年7月10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。

据统计，本周到期资金量为1950亿元，央行周二通过正回购回笼1600亿元，加上本次发行的950亿央票，本周央行在公开市场将实现至少600亿元的净回笼。分析人士指出，在目前资金面保持充裕、新增信贷继续放量的情况下，两率下调的必要性继续下降，预计近期央行仍将以公开市场操作作为主要货币调控手段。

多个Shibor品种创出历史新低

货币市场资金面保持充裕

□本报记者 葛春晖 北京报道

在资金充裕的背景下，4月8日货币市场利率继续在低位徘徊。

上海银行间同业拆放利率（Shibor）8个报价品种1平7跌，1月期以上品种均创出历史新低。其中，隔夜品种已连续三日持平于0.8021%，这一利率水平与超额存款准备金利率利差仅为8.21BP。全国银行间债券市场质押式回购加权平均利率为0.8451%，亦处于历史低位。其中，主流的1天期品种加权利率下跌0.08个基点，报0.8087%，距0.8077%的历史低点仅差0.1个基点。

货币市场利率处于历史低位的同时，银行间质押式回购的日加权平均交易量也保持在3000亿元左右的高位水平。分析人士指出，较低的回购利率与较高交易量表明市场资金面非常宽松，预计充裕的流动性将持续整个二季度。(葛春晖)

■ 交易员札记 | Trader Notes

债券收益率已进入上行通道

□长江证券固定收益总部 斯竹

本周一级市场招投标发行的债券较多，周三上午发行的30年国债，最终中标利率为4.02%，边际利率为4.08%，投标倍数达1.97倍，基本符合市场预期，市场反应平淡，据悉配置型机构仍是以寿险公司为认购主力，再加之基本承销额的压力，投标利率大多落在比较低的标位。下午招标发行的7年国开债则出乎市场意料之外，3.5%的中标利率远超之前普遍预期的3.4%，投标倍数仅1.18倍。据分析，由于招标之前银行间机构对该期限债券普遍持看空态度，先期已采取举措提前予以应对，再加之招标结果的意外走高，继而出现以基金为主的机构大规模抛券现象。

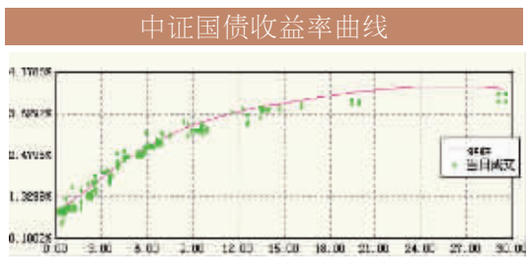
从二级市场交投情况来看，各期限券种收益率均有不同程度的上涨，10年以上的长期债券收益率收盘较为稳定。央票位居抛压券种之首，各期限收益率纷纷出现小幅上涨，1月期的央票成交于1.06%，半年期央票成交于1.08%，8月期央票成交于1.13%。金融债继续成为机构抛售重点，5年以内的金融债收益率有小幅上行，3年期金融债收益率略涨，在2.05%有成交；4—5年期金融债普遍成交在2.82%，7年期金融债收益率上涨幅度较大，上升10BP至3.5%水平；10年期金融债受抛售，早盘时段曾一路上行至3.9%，后收于3.88%，与前一交易日收益率持平。国债也遭受抛压，3—7年期收益率出现微幅上行；5年期国债在2.46%附近有成交，7年期国债收益率上涨6bp到达2.86%水平；10年期收益率则稳定在3.17%左右。

基于通胀预期可能在二季度显现，银行间机构纷纷缩短投资久期以应对利率风险，近期大多以观望为主，金融债抛售较多，从而导致金债收益率领涨，进而波及央票及其他券种。未来走势看，接下来一段时间是宏观经济数据密集发布时间窗，从前期市场传言及部分已发布的数据看，仍将可能继续对债市形成打压，不排除收益率进一步上涨的可能性。但另一方面讲，在待发布的众多经济数据中，银行间机构关注焦点的转移将是引起未来市场变动的主要力量，如已发布的先行指标如PMI，3月份发电量等都曾明显打压了机构的做多情绪。未来数据中较值得关注的莫过于CPI和PPI，目前来看，二者继续在负值区域下行的可能性较大，但问题是市场对非领先指标的认可度正有下降的趋势，未来市场的唱空力量预计仍占主力。总体而言，债券市场收益率已进入上行通道。

“08国债04”本月14日付息

中证登上海分公司将从2009年4月14日起代理兑付2008年记账式(四期)国债第1年利息，债权登记日为4月13日。本期国债挂牌名称为“08国债04”，交易代码为“019804”，付息代码为“019804”，期限3年，年利率为3.56%，每年付息一次。(周松林)

中证国债收益率曲线



数据来源:中证指数有限公司

■ 记者观察 | Observation

安徽债上市首日“零成交”

市场缘何对地方债“不感冒”

□本报记者 王辉

继首期地方债——新疆债上市首日即遭遇跌破发行价的尴尬后，昨日第二只登录交易所债市的安徽债，更是出现了全天无一单成交的“雷人”表现。曾经被有关监管部门视为09年我国债券市场“重头戏”的地方政府债券，为何会陷入如此窘境？在总规模达2000亿元的地方债发行刚刚拉开帷幕的时刻，这个问题无疑值得好好反思。

地方政府债，是一国地方政府为了本地的大型公用设施，如交通、通讯、住宅、教育、医院和污水处理系统等建设而发行的债券。在西方发达国家，这种形式的政府债券已经有相当历史，并且在发行、投资、交易等各方面均已较为成熟。与某一国家中央政府发行的国债一样，地方政府债券一般也是以当地政府的财政收入作为还本付息的保证。财政部3月17日就代理发行地方政府债券答记者问时表示，“由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费”。这就意味着，地方债信用水平与现行国债基本没有差异，因此相对国债的信用溢价可以忽略。但事实上，目前地方债所面临的窘境却正是来自于此。

在首单新疆债刚刚发行之时，以大行为代表的主流机构观点就普遍认为，地方债的发行及还本付息既然是全权交由财政部这个“大保姆”代理，其利率水平也就自然要向同期限的国债看齐。虽然说这其中不排除有大机构“积极响应国家政策”的特殊因素，但作为一个市场化的投资标的，其利率价格最终仍然还是要“市场说了算”。由于地方债在规模、期限上与国债仍有显著差距，并且发行主体的财政状况也各不相同，因此并不能简单等同于国债。而在较低的发行利率水平下，市场对其的冷淡，也就完全在情理之中了。

以交易所债市为例，新疆债自本月3日正式挂牌以来，债券价格连续三个交易日节节下挫，目前已有效跌破面值水平。而7日挂牌的安徽债，投资者给出的报买价则齐刷刷地均在100元以下。而当日该券种的零成交，则更是令人感到市场的阵阵寒意。

对于地方债目前面临的尴尬境地，有分析人士观点鲜明地表示，机构与地方债之间的“蜜月期”已经结束，目前地方债正面临“流动性折价”的重新定位问题。尽管地方债的发行利率会受到市场供需、信用因素的影响，导致中标利率几乎等同于国债，但这并不意味着地方债不需考虑地方政府的流动性风险。即使在发行时没有体现出信用利差，但在二级市场上，交易型机构仍会对此做出反应。而目前虽然地方债已经发行了四期，但市场仍然没有在利率水平上达成共识。不过积极的因素是，随着近期类似河南债、四川债等发行利率的逐步走高，这一问题正在得到更市场化的解决。在总规模达2000亿元的地方债发行刚刚拉开帷幕的时刻，地方债利率水平逐步得到合理定位，将有利于地方债市场的整体长远发展。

人民币对美元汇率中间价连跌两日

累计回落50BP

□本报记者 葛春晖 北京报道

在美元指数反弹的影响下，人民币对美元汇率中间价被连续两日设低。中国外汇交易中心公布的数据显示，4月8日人民币对美元汇率中间价为6.8370，较7日回落30个基点，两日累计下跌50个基点。

隔夜纽约汇市上，美国最新零售销售和消费信贷等经济数据依旧低迷，加上通用公司很有可能会申请破产、美股连续第二日下挫，都使投资者意识到经济衰退不会很快见底，避险情绪刺激美元买盘继续涌入，令美元指数连续第二日收阳。美指走强成为人民币对美元汇率中间价走低的主要因素。

询价市场上，美元兑人民币尾盘报6.8371元，较7日微升3个基点。交易员表示，在目前海外汇市剧烈波动、经济形势仍不明朗的背景下，投资者都很谨慎，预计未来几个月人民币汇率仍将在当前区间内窄幅波动。

而长期来看，人民币对主要货币的汇率仍将稳中有升。分析人士指出，中国物流与采购联合会发布的数据显示，我国PMI指数连续4个月上升，表明中国经济出现一定程度的积极变化，这从基本面上对人民币汇率构成支撑。另外，G20公报呼吁防止竞争性贬值，人民币区域化和国际化的进程在加快，中国在汇率问题上一向保持负责任的发展中大国形象，这些都在一定程度上降低了人民币继续贬值的空间。

■ 外汇市场日报 | Forex

美指受益于季报披露

□天利恒丰 丁勇恒

周三亚洲交易时段主要股指普遍下跌，风险厌恶情绪蔓延于各大交易所，避险资金推动美元、日元暴涨，其他货币则在抛盘打压下大幅下跌。

美国铝业在周二美国股市收盘后公布第一财政季度业绩，拉开了季报的序幕同时也引发了大量的避险资金涌动。美国铝业弱于预期的业绩以及悲观的前景预期引发市场对其他公司业绩的担忧，风险偏好情绪急速下降。美元指数自周二开始发力上涨，虽然下行压力线对美指的上涨形成了一个较强的压力带，但随着逐渐升温的风险厌恶情绪美指成功越过85.16一线向上进发，至亚洲汇市尾盘美指一度测试85.75一带阻力线。

据德国联邦统计局周三公布的数据显示，德国2月贸易盈余87亿欧元、经常账户盈余56亿欧元，二者均超出前值和预期。虽然数据在一定程度上说明德国的经济实力依旧强劲，但同时开出的进出口数据却难掩德国经济的衰退，同时公布2月出口年率大幅下降23.1%，进口年率下降16.4%，全球需求滑坡给该国工业部门带来的冲击可见一斑。另一欧洲经济强国法国贸易赤字比预计要好，但二者却难以令欧元止跌。至周三下午欧元兑美元本周累计跌幅达3.01%，至截稿时，欧元兑美元报于1.3183附近，欧元兑日元报于99.63附近。

据日本内阁府周三公布的调查结果显示衡量经济现况的经济观察家现况指数从2月的19.4升至28.4。12月该指数触及记录低点15.9。衡量受访者对未来经济信心的3月经济观察家前景指数从2月的26.5升至35.8。内阁府表示，尽管经济状况仍很严峻，但政府计划向市民发放一次性消费券提振市场活动性使经济恶化程度有所缓和。日本经济面好也为日元重拾避险货币本色增添筹码，前几个交易日受资金外流影响涨势良好的美元兑日元在风险厌恶情绪升温的情况下也迅速下跌，至周三亚洲交易时段后半段美元兑日元测试99.02附近的趋势较为明显，至亚洲尾盘美元兑日元稳步下行至99.51一带。

关注防御性品种 推荐子弹式组合

□招商证券债券研究小组

1季度全球主要发达经济体利率周期已触底，在全球利率周期筑底和国内短期通缩的背景下，2季度国内央行降息的空间极为有限；随着经济的逐步复苏和企业盈利的日趋改善，信用风险与溢价将逐步下降，AA无担保企业债和A+级短融等中低等级信用债利差将会进一步缩窄；在2季度国债和政策性金融债供给压力增大的情况下，基于1年期定存利率的浮息债具有较好的防御收益率风险价值。

国内降息空间有限

美联储自去年12月份以来已经将基准利率降至接近零利率的历史底部；因经济陷入深度衰退，且通胀远低于目标，欧洲央行4月份宣布将指标利率调降25基点至纪录新低的1.25%，这也是欧盟成立10年来的利率低点。同日英国央行也决议再度降息50个基点至0.5%，该利率为英国央行自1694年成立以来的历史新低，至此英国央行已加入由美联储、日本央行和加拿大央行组成的利率水平接近于零的四个发达经济体；一季度全球主要发达经济体利率周期已触底。

从国内通胀来看，按照不同CPI环比假设推算，2月份CPI下降1.6%可能是年内CPI同比低点，最快5月份CPI同比就有望走出通缩。在全球利率周期触底和国内经历短期通缩的背景下，2季度国内央行降息的空间极为有限，预计2季度至多有27BP的降息空间。

信用风险与溢价将逐步下降

从各信用等级企业债利差看，目前AA级企业债对AAA级的息差平均为83BP，处于07年以来的历史高点，无担保的AA-AAA级企业债息差在1季度开始从历史高点回落，1季度AA-AAA级无担保企业债息差降34BP。从短期融资券利差看，1季度A级短融与央票利差骤降80BP，AA对AAA级短融利差大幅降155BP，A级对AAA级短融利差降68BP。

随着经济的逐步复苏和企业盈利的日趋改善，AA无担保企业债和A+级短融等中低等级信用债利差将会进一步缩窄。

逐渐关注浮息债的防御价值

1季度在固定利率国债和政策性金融债收益率大幅上行的同时，浮动利率国债和政策性金融债收益率却小幅下行。1季度基于1年定存利率的国债收益率平均下行7BP，基于1年定存利率的政策性金融债收益率平均下行10BP，浮息债的防御价值已经有所显现。

目前基于1年期定存利率的浮息国债收益率中隐含的降息预期平均在21BP，与预计的降息预期基本一致；由于中长期收益率持续上升，目前5-10年固定利率政策性金融债收益率已高于同期浮息债，而1-3年浮息政策金融债隐含降息预期平均为32BP。

在2季度国债和政策性金融债供给压力增加和收益率风险增大的情况下，基于1年期定存利率的浮息债具有较好的防御收益率风险的作用。

建议子弹式组合

按照二级市场各类型债券资产存量为参照基准，我们推荐2季度组合配置比例为国债15%(低配)、政策性金融债15%(低配)、央票20%(低配)和信用债(包括短期融资券、中期票据、分离债、公司债、企业债)50%(超配)。

由于2季度经济进一步企稳复苏的概率较大，我们认为收益率曲线进一步陡峭化的趋势仍将持续，同时2季度短期国债供给的增加可能带来短端收益率的抬升，集中配置中端的子弹式组合的收益将优于哑铃式组合。因此我们建议采取子弹式组合，组合久期推荐为3-5年。

由于企业盈利低谷和信用风险高峰已经在1季度过去，2季度配置信用债的信用级别，建议以中低等级为主，以获取信用利差下行过程中的超额收益机会。我们建议配置短融以主体评级A+为主，配置企业债(包括中期票据、分离债、公司债)以主体评级AA无担保的为主。

今年第六期国债15日招标

□本报记者 朱宇

财政部4月8日透露，2009年记账式附息(六期)国债将于4月15日招标。

本期国债为7年期固定利率附息债，计划发行面值总额240亿元，全部进行竞争性招标。甲类成员在竞争性招标结束后，有权追加当期国债。本期国债4月15日招标，4月16日开始发行并计息，4月20日发行结束。4月22日起上市交易。招标方式采用多种价格(混合式)招标方式，标的为利率。本期国债上市后，可以在各交易场所间相互转托管。通过试点商业银行柜台购买的本期国债，可以在债权托管银行质押贷款，具体办法由各试点商业银行制定。

固定收益证券综合电子平台成交行情(2009-4-8)

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	最高收益率	加权平均收益率
07国债11	103.100	103.040	103.040	80000	1.1006	1.1006	1.1006
07国债17	107.657	107.656	107.656	10000	1.7465	1.7465	1.7465
08国债09	100.457	100.440	100.428	30000	0.8037	0.8037	0.8722
08国债11	105.881	105.760	105.760	10000	1.3176	1.3176	1.3180
08国债16	101.064	101.032	101.004	30000	0.8371	0.8371	0.9026
08国债25	100.000	97.109	97.109	48000	3.2505	3.2505	3.2506
08莱钢债	106.324	106.800	106.800	3000	5.5646	5.5646	5.5646

中证债券系列指数2009年4月8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	127.50	-0.17	7622355.10	7769713.10	6.19	64.05	3.118
H11002	中证3债	125.77	0.07	1088029.20	1119597.52	2.02	6.45	1.862
H11003	中证7债	127.93	-0.05	3414380.17	3484523.57	4.28	24.41	2.872
H11004	中证10债	126.35	-0.24	2771021.32	2800785.44	7.09	63.02	3.578
H11005	中证10+债	121.78	-0.44	348924.41	364806.58	10.72	155.66	3.903
H11006	中证国债	127.05	0.03	767018.53	785084.57	6.93	77.77	2.902
H11007	中证金融债	128.84	-0.06	4885400.00	4970550.15	5.26	49.09	2.877
H11008	中证企业债	129.99	-1.06	1969936.57	2014078.38	5.42	45.61	4.292
H11010	中证1债	117.76	0.00	385634.50	395954.22	0.50	0.80	1.244
H11011	中证央票	109.75	-0.02	8210500.00	8340039.77	1.00	2.49	1.375
H11012	中证央票1	107.82	-0.04	5814000.00	5788748.33	0.43	0.68	1.180
H11013	中证央票1-3	110.71	-0.02	2396500.00	2551291.43	1.67	4.59	1.601
H11014	中证短融	109.51	0.00	1313500.00	1333595.91	0.50	0.80	1.506
H11009	中证综合债	123.44	-0.12	17531989.60	17839302.99	4.15	40.27	2.446
H11015	中证短债	119.12	-0.02	7513134.50	7518298.46	0.46	0.73	1.241

数据来源:中证指数有限公司