

## 两只债券本月13日上市

□本报记者 周松林

据上交所消息,2009年百联集团有限公司公司债券和2009年镇江市城市建设投资公司企业债券将于2009年4月13日起在该所交易市场竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市交易,并可进行质押式回购。

百联集团公司债券简称为“09百联债”,证券代码为“122977”,质押券申报和转回代码为“104977”。镇江城建投资公司企业债券简称为“09镇城投”,证券代码为“122974”,质押券申报和转回代码为“104974”。

“09百联债”发行总额10亿元,为3年期固定利率债券,票面年利率为4.15%。“09镇城投”发行总额10亿元,为6年期固定利率债券,票面年利率为5.85%。

## 两公司债券10日起发行

□本报记者 葛春晖 北京报道

9日,两家公司分别发布公告称,将于4月10日起发行公司债券,发行金额合计23亿元。

公告显示,2009年绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司公司债自4月10日至2009年4月16日发行,其发行总额15亿元,为6年期固定利率债券,同时附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权,存续期内前3年票面年利率为4.95%。本期债券主承销商为国泰君安证券股份有限公司,副主承销商为中海信托股份有限公司和第一创业证券有限责任公司。绍兴城市建设风险准备金为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。发行人的主体信用级别为AA-,本期债券信用级别为AA+。

公告显示,2009年吴江市东方国有资产经营有限公司公司债自4月10日至4月16日发行,总额8亿元,为7年期固定利率债券,附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权,存续期内前5年票面年利率为5.18%。本期债券主承销商为国泰君安证券股份有限公司。发行人以吴江市东太湖综合开发有限公司对吴江市财政局的应收账款为本期债券提供质押担保。发行人的主体信用级别为AA-,本期债券信用级别为AA+。

招标结果符合市场预期

## 农发行3年期债票面利率2.05%

□本报记者 葛春晖 北京报道

中国农业发展银行2009年第五期金融债券(简称“09农发05”,债券代码“090405”)9日上午发行招标,最终票面利率2.05%,符合市场预期。

本期债券为3年期固定利率(附息)金融债券,计划发行总量为150亿元。招标结果显示,最终票面利率为2.05%,这一水平较二级市场同期限品种2.10%左右的收益率水平低5个基点,符合市场预期。本次招标有效投标量为219.3亿元,认购倍数1.46倍,较3月23日该行发行1年期金融债时的2.90倍有所下降。分析人士表示,近期随着有关经济形势转暖的预期加强,二级市场金融债收益率有所下降,一季度宏观经济数据即将公布之际,机构在一级市场投标也更为谨慎。另外,本次招标当期追加发行25亿元,最终总发行量达到175亿元。

## ■ 交易员札记 | Trader Notes

## 债市最坏时候可能已到尽头

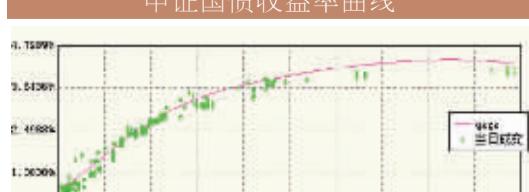
□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四银行间现券市场抛盘有所减轻,市场对3月份信贷数据的利空已基本消化完毕,对国开行新债发行的担忧也暂时有所减轻,只是国开债与另外两家政策性银行金融债的二级市场利差正在被逐渐拉开。周三7国开债3.50%的招标利率,更应该看做是对国开行债券定位上的迷茫,以及对国开行未来两年中长期固息债发行较多的担忧。

去年下半年,基金的快速建仓曾导致收益率迅速下行;但是股票型基金和债券型基金的出货,却只能通过二级市场完成。股票型基金的清仓,在今年前两个月已经完成;由于股市行情的活跃,债券型基金被赎回后导致的被动减仓,也已经在3月份完成一半左右。经过长达3个月的消化,市场浮筹已经得到了较好的消化。由于债市一路下跌,导致各家机构交易账户鲜有建仓09年的新债,目前交易账户的仓位也有所降低。这意味着市场买卖双方的力量正在发生着微妙的变化,虽然市场反转不知道何时出现,但是最坏的时候可能已经到了尽头。

历史上金融危机后的高通胀,其发生时间有较大不确定性,其发生的原因也很复杂,但是债市投资者等待的成本是很高的。目前债券的收益率,尤其是金融债的收益率,无论是相对于银行付息成本,还是与历史数据做比较,都显示出了很高的价值。就经济而言,投资和信贷的高增长是不可持续的,投资也很难独立支撑起经济的增长。今年以来债市已经经历了多轮利空的洗礼,在目前的估值水平上,一旦利好消息传来,市场的反转也许会比较迅速。

## 中证国债收益率曲线



数据来源:中证指数有限公司

□本报记者 王辉 上海报道

央行9日在公开市场操作中招标发行年内第十二期央票,在近期公开市场操作力度显著加大的背景下,本期央票利率继续与上期持平。

分析人士表示,由于年内1年及3年期央票的停发,第一季度正回购大量到期,使得市场释放资金压力较大。与此同时,在3月信贷预计将保持高速增长的大背景下,中短期内央行预计将继续加大资金回笼力度,不过市场整体资金面状况仍将保持宽裕。

## 央票“量增价续平”

中国人民银行周四在公开市场招标发行了950亿元人民币三个月期央票,该期发行量较前一期的800亿元放大近两成。发行情况显示,尽管数量有显著增加,但发行价仍持平在99.76元/百元,对应收益率继续保持0.9650%水平。市场人士表示,虽然近期债市现券收益率在经济转暖预期下有显著走高,但整体宽松的货币政策基调仍无变化。央票发行利率作为短期利率的风向标,近期变动可能性不大,因此本期央票利率的持稳也完全在预期之中。

值得注意的是,进入4月以来,央

行在公开市场操作中就开始逐步显出加大倾向。央行本周二(7日)除进行800亿元28天期正回购外,还同时进行了800亿元91天期正回购。这就使得当日资金回笼总量达到1000亿元以上。相比前期央行较为温和的市场操作力度,央行本周的“出手”无疑显得更为“大气”。对此,上海一券商交易员向中国证券报记者表示,3月信贷的放量以及一季度正回购的集中到期,是造成央行加大资金回笼力度的主要原因。这位市场人士同时表示,在信贷保持高增长的背景下,央行短期内将以公开市场操作为流动性调控的主要工具,准备金率目前基本不存在变动的理由。

## 资金回笼力度预计继续加大

来自WIND的统计数据显示,本周公开市场到期资金总量为1950亿元。在本周二央行通过正回购回笼1600亿元和9日本次发行950亿元央票后,本周央行在公开市场将累计实现600亿元的净回笼。来自Wind的统计显示,整个二季度公开市场到期央票总量为910亿元,其中4、5、6月分别为3660亿元、2520亿元和3330亿元。尽管相对于一季度没有太大变化,但在目前的整体流动性形势下,央行仍然有较强的力度加大资金回笼力度。

分析人士表示,由于前三个月,央行在暂停1年及3年期央票发行的同时,明显加大了短期限正回购的操作力度,这在一定程度上使得二季度到期资金总量仍然偏高。一些机构交易员表示,中短期内央行在资金回笼上将继续保持较高力度。不过,对于债券市场而言,来自主流机构的观点显示,目前对市场形成考验的并不是央行在流动性的有所收紧,而是随着投资者对经济回暖预期的加强。事实上,在近期公开市场操作力度加大的背景下,包括SHIBOR、回购等为代表的市场主要利率,都出现了下行势头。

货币政策料将微调  
存款准备金率可能二季度末下调

□国信证券 林松立

虽然一季度宏观数据还没公布,但在大规模经济刺激计划的作用下,经济止住进一步下滑趋势,宏观政策和货币政策也到了一个关键时期。在信贷持续高速增长、M2增速远高于央行目标17%的背景下,对下一阶段货币政策进行微调是必然的。

窗口指导转向:从鼓励到审慎

信贷投放量在短短一个季度内爆发式增长,必然蕴含着较大的潜在风险,相信货币当局很快就会着手深入调查和研究,以提早发现其中的风险。而“贷款大增集中”将是其中最主要的潜在风险。

从中国银行业协会最新收集的数据来看,目前,全国19家主要银行中,5000万元以上的大客户贷款占贷款总额比例约60%,大大超过40%左右的市场通常标准,意味着目前银行业存在贷款集中度过高风险。同时,在这19家银行中,部分银行在单一客户贷款和集团客户贷款上突破了目前贷款不能超出银行资本金余额10%的监管红线,有的银行超过一两个甚至两三个百分点;有的银行对企业集团的贷款超过资本金余额竟达到17%,突破15%的规定。

窗口指导,历来为货币当局所重视,去年年底窗口指导的主要方针是鼓励各家银行大胆放贷,对风险因素的关注明显不够重视;但短短三个月后,窗口指导将完全转向:货币当局将转为重视信贷投放的风险,同时,还将倾向于鼓励商业银行加大对中小企业的信贷投放。

## 平滑资金供应

08年年底以来,由于担心信贷风险,商业银行普遍存在惜贷的现象,导致央行宽松的货币政策被微观主体所对冲。但4万亿政府投资计划出台后,银行纷纷争抢项目,惜贷的心理只存在于私人部门。从金融体系的资金面来看,主要是“内”和“外”两个方面,“外”是指贸易顺差以及资本项目下资金流入而造成的人民币投放;“内”是指央行的公开市场操作和贷款派生出的存款。

由于09年央票到期的衰减,以及一季度贸易顺差的急剧下降,由



CFP图片

## 二季度末下调存款准备金率

07年由于贸易顺差高居不下,加上资本项目的大量顺差,造成央行通过提高存款准备金率大量回收过剩资金。目前,情况已经发生变化,在外汇占款收缩的背景下,存款准备金率下调必要性上升。而对点方面,由于2009年6、7月份央票到期量急剧萎缩,虽然央行会通过诸如3个月的央票或者正回购推移资金的注入,但低于正常值的可能性很大,我们认为很有可能在这个时间窗口下调存款准备金率,幅度在0.5-1%之间。

## 人民币小幅贬值

从经济的角度来看,人民币贬值或许不是最佳选择,因为虽然短期内贬值本币将提振出口,但从长期来看,贬值的负面影响大于正面影响。但一季度出口增速回落的幅度明显超出政府的预期,从最近一季度的出口政策来看,提振出口主要依靠行业振兴规划,尤其是提高出口商品出口退税率。但显然在诸多刺激出口的备选政策中,人民币小幅贬值是最佳选择。人民币贬值1%的效果,相当于出口退税率上调1.5%至2%。即使考虑到美联储大量收购国债发放美元货币对美元贬值的冲击,以及欧盟关于启动欧元印钞机的信息,世界主要几个经济体面临着较大的通货贬值的压力,但我们认为中国通胀压力更大。中国由于金融机构的稳健,在这次金融危机中资产负债表未受到明显的冲击,同时人民币货币供应的增速远超其他主要经济体,人民币贬值的压力更大。

## 降息空间不大

各国利率体系因中央银行调控方式、金融制度及金融市场状况不同而存在差异。我国的利率市场化改革仍在进行中,市场利率与管制利率并存,利率体系与发达国家存在较大的差异。在比较国家利率水平时,需要比较分析利率的性质和期限等特点。整体来看,中国目前存在一定的降息空间,但是降息的空间并没有想象的那么大。

我们认为近期可能不会降息,CPI虽在2月份同比负增长,但是随后一个季度逐渐回升的可能性正在明朗,从环比来看,物价下跌动力并不足,基于CPI负增长对实际利率偏高的判断无多大依据。

全年新增贷款乐观估计为8万亿  
信贷高速增长恐无法持续

□东海证券 谌世光

近期,对3月份新增信贷传闻较盛,之前为1.3万亿,最新则高达1.87万亿,若以此计算1季度新增信贷将超过4万亿,对应的广义货币供应量增速将达到24%左右。

从数据传闻中可以判断的是,3月份信贷以及货币供应量继续高速增长,且超过市场预期。反映出银行争夺优质项目资源,逆势扩张的需求强烈,也体现出中央政府经济刺激政策效果正在逐步显现。我们认为信贷高速增长容易引发更多矛盾和系统性风险,后续几个月季度无法持续。全年新增贷款乐观估计为8万亿,谨慎估计在7万亿左右。监管机构后续对贷款控制将体现在结构管理及调节投放节奏。

## 信贷高速增长无法持续

信贷高速增长无法持续。其一,监管层有可能会进行适当调控。目前央行的政策思路为:“认真执行适度宽松货币政策,进一步理顺货币政策传导机制,保持银行体系有充足的流动性,促进货币信贷合理平稳增长”,“争取广义货币供应量M2增长17%左右”。今年“两会”上提出的今年新增贷款目标为“不高于5万亿”。而从目前来看,1季度新增贷款可能超过4万亿,达到最低信贷目标的80%;在信贷高速增长的刺激下,1季度货币供应量同比增速可能达到24%左右。可见,从新增贷款规模以及货币供应量增速上来看,目前都出现过快增长的迹象,监管层有可能会对此进行必要调整。

其二,信贷过快增长暴露出一些问题。这些问题主要包括:第一,贷款集中度过高。根据银行业协会最新披露的数据,19家主要银行5000万元以上客户贷款集中度占比为60%左右,而这个比率超过50%就意味着进入风险区。此外,银行业协会还披露了目前存在一些单一客户以及集团客户贷款超标的情况。这些都说明目前银行在进行贷款投放时,行为趋同,过于集中于一些大型企业、优质企业。第二,投放结构不合理。前期贷款项目主要流入国有大型企业,而这些企业往往不缺资金,真正需要资金的中小企业贷款难问题仍未有效解决。而且,贷款资金投向主要为铁路、公路、基建等项目,其周期相对较长,而且相关产业被提升。

其三,银行自发调节。银行今年计划额度剩余空间不多,在风险承受意愿不强的前提下,不会无限制地进行信贷扩张。银行每年的计划信贷额度应该与央行货币政策以及政府信贷目标相适应,因此不会出现较大偏离。而且目前宏观经济形势虽然出现好转迹象,但仍不明朗,在风险承受意愿不强的前提下,银行业不会无限制地大规模放贷。

## 结构优化势在必行

银行后续工作重点将在优化信贷结构方面,主要表现为:其一,票据融资占比将逐步下降,中长期贷款和短期贷款占比相应将逐步上升。由于票据融资期限较短,一般为3-6个月,从去年年底至今的约2万亿票据融资将在剩余3个季度逐步到期,而随着经济形势逐步明朗,部分票据融资将转向收益更高的中长期贷款项目。另外,我们认为未来还有降息的可能,这会直接压缩票据融资套利空间,减少票据融资“水分”。

其二,消费类贷款上升。实际上,中央政府的4万亿投安排及一季度将近4万亿的新增贷款扩张绝大部分流入了基础类项目,其直接作用效果主要体现在:消化部分行业库存(如钢铁石化等)及刺激相关的制造行业增加供给,消费类信贷增长反而缓慢,2月消费类贷款同比增速为13.1%,远低于去年2月的33.5%,因此总需求和总供给依然还未匹配。如果消费不激活,经济复苏态势就无法巩固,因此,我们认为消费类贷款占比有望在后续三个季度被提升。

■ 外汇市场日报 | Forex

## 亚洲尾市美元走势突变

□天利恒丰 丁勇恒

周四亚洲交易时段,美元指数自盘内高点85.40附近下跌,至亚洲尾盘跌幅扩大至84.95附近,后受欧央行行长特里谢言论支持回涨至85.12附近。亚洲交易时段主要股市普遍走强被认为是美指下行的重要原因。日K线图上看,美指的下跌依然处于长期均线系统之上边缘,而其下方的支撑相对而言较强,借助周末因素分析,美指短线下跌的几率较小;然周三大师罗杰斯对记者表示由于美国发行了大量的货币以拯救市场,这可能给美国带来严重的通胀,而通胀压力则会限制美元走势,长期来看

美元走下行路线可能性较高。

股市走好直接煽动风险偏好情绪升温,高收益货币获得支持上涨,澳元兑美元在亚洲时段的反弹幅度一度受到限制。

德国国家统计局周四公布的数据显示,德国3月消费者物价指数(CPI)终值年率和月率均和前值持平,低于预期。欧央行行长特里谢表示,欧洲经济在2010年起开始稳步复苏,欧央行可能会循序渐进的进行利率下调,5月的会议上欧央行就非常规举措做出决定,其声明过后,欧元兑美元转涨为跌,带动美指在亚洲盘末回涨,至亚洲尾盘,欧元兑美元报于1.3291附近,美元指数报于85.18附近。

## 固定收益证券综合电子平台成交行情(2009-4-9)

债券简称	昨日收盘价	最新价	加权平均价	成交量	开盘收益率	最高收益率	加权平均收益率
07国债11	103.40	103.041	103.041	80000	1.0945	1.0945	1.0953
07国债17	107.656	107.556	107.556	10000	1.7729	1.7729	1.7729
08国债09	100.440	100.425	100.425	10000	0.8517	0.8517	0.8517
08国债11	105.760	105.730	105.730	10000	1.3275	1.3275	1.3279
08国债16	101.032	101.007	101.007	10000	0.8803	0.8803	0.8803
08美钢债	106.800	106.786	106.786	3000	5.5662	5.5662	5.5662
09铜城投	100.000	99.542	99.542	10000	7.0435	7.0435	7.0435

## 中证债券系列指数2009年4月9日收盘行情

指数代码	指数名称	指数值	指数涨跌幅	成交量	结算金额	修正	凸性	到期收益率


<tbl\_r cells="9" ix="2"