

进出口行第三期金融债获青睐  
发行利率略低于市场预期

14日,中国进出口银行在银行间市场招标发行了年内第三期金融债。发行情况显示,本期为6个月期的金融债获得了机构的青睐,其100亿元招标基本总量共获得210.4亿元有效认购资金参与投标,认购倍数达2.104倍,为近期新债发行中的较高水平。首场发行结束后,本期金融债还获得了50亿元的追加发行。

本期进出口银行金融债最终确定的发行价格为99.44元/百元,参考收益率为1.1232%,该利率较此前市场预期的1.13%至1.15%左右的区间要低。市场人士表示,半年期政策性金融债与半年期央票基本相当,因此,本期债券投标主要参考标准为相应期限、市场流动性非常好的央票收益率。目前在二级市场上6个月央票的收益率在1.10%左右,双边买价集中于1.13%,卖价在1.07%,而本期金融债投出1.12%,仍属于较低水平。分析人士表示,该投标结果仍反映出当前机构回避长端、青睐短期的谨慎观点。(王辉)

## 84亿江苏省地方债将发行

财政部14日公告,由财政部代理发行的江苏省地方债将于4月17日招标发行。本期地方债期限3年,计划发行面值总额84亿元,为今年以来第9只招标发行的地方政府债。

发行公告显示,江苏地方债将于4月17日招标,20日开始发行并计息,24日起上市交易,各交易场所交易方式为现券买卖和回购。本期债券上市后,可以在各交易场所间相互转托管。江苏地方债利息按年支付,每年4月20日(节假日顺延)支付利息,2012年4月20日偿还本金并支付最后一年利息。

此前招标发行的新疆、安徽、河南、四川、重庆、辽宁、天津7期地方政府债期限均为三年,发行利率分别为1.60%至1.78%不等。对于本期江苏债,有交易员表示,发行利率仍将维持在1.75%以上的高位,不排除利率水平继续走高的可能。(王辉)

## 三期国债将上市交易

据上交所消息,2009年记账式附息(五期)国债将于4月16日在该所固定收益证券综合电子平台上市。同时,2009年记账式贴现国债一期和二期将于4月17日在该所固定收益证券综合电子平台上市,交易方式均为现券和回购。

2009年记账式附息(五期)国债上市交易的现券证券名称为“09国债05”,证券代码为“019905”。2009年记账式贴现国债一期的现券证券名称为“09贴债01”,证券代码为“020001”。2009年记账式贴现国债二期的现券证券名称为“09贴债02”,证券代码为“020002”。(周松林)

### ■ 外汇市场日报 | Forex

## 经济利好打压美元汇率

□中天嘉华研究员 王睿

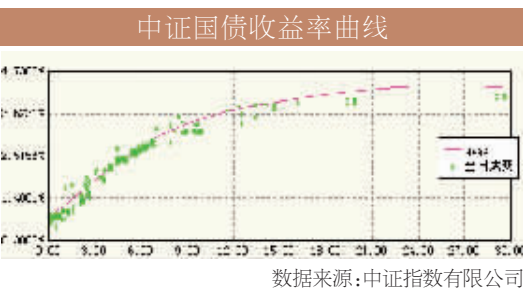
近期,市场对经济前景的预期影响着美元汇率的走向。美国总统奥巴马乐观认为,经济正在逐步走出困境;银行向小企业所提供的贷款数额增长了20%;巨额经济刺激计划也正给房地产市场、建筑市场和消费等领域带来曙光。另外,高盛集团第一季度净利润为18.1亿美元,每股盈利3.39美元,远远好于此前预期的每股盈利1.64美元。这些利好在一定程度上缓和了市场的避险情绪,加上其他发达市场出现的利好消息,美元在13日外汇市场上受到打压,下跌明显。美元指数以85.66点小幅高开并曾短暂触及86点,之后便一路下滑,最终收于84.52点,日跌1.34%。

然而经济前景仍然不甚明朗。3月份美国非农业部门就业岗位比前一个月减少66.3万个,失业率上升至8.5%,为1983年年底以来的最高水平。此外,2009财年前6个月里,美国政府的财政赤字已高达9568亿美元,为前一财年赤字总额的2倍多,创下历史最高记录。这些都可能再次推升避险需求从而促使美元反弹。

最新数据显示,日本经济急剧恶化。3月日本国内企业物价指数为104.3,同比下降2.2%,连续第三个月下降,创自02年5月以来最低价位。在金融领域,截至2008财年,日本投资信托基金的净资产总余额比上年减少26.2%,缩水幅度创历史之最。日本去年第四季度GDP创下了同比萎缩12.1%的记录。日本央行行长白川方明14日再次暗示,日央行可能将在4月30日公布新的经济前景报告时下调其对该国经济增长的预期。大量利空的数据和消息一定程度上刺激了避险需求,使日元汇率在14日外汇市场上小幅升值。截至北京时间18时收稿,美元兑日元汇率最大下跌0.63%,处在10日均线下方。

近日欧央行理事表示,受困于目前疲软的经济形势,欧洲央行在5月之后可能会继续放宽货币政策,以减轻欧元区内的通货紧缩风险。这一消息使得欧元汇率出现下跌,收稿时欧元兑美元汇率最大下跌0.76%,重新回到10日均线下方。

受益于英国财政大臣关于英国经济将会在半年内结束下滑的表态,英镑汇率在14日早盘继续小幅上升,收稿前一度上涨超过0.4%。



□本报记者 周文渊 北京报道

一季度4.58万亿的新增贷款极具震撼力,央行对于信贷规模的快速扩张可能已经出现担忧情绪,公开市场的操作思路或将生变。

### 单日回笼1400亿元

继4月7日进行1600亿元正回购交易后,央行14日在公开市场再次大举回笼资金。当日央行在公开市场上进行了两期正回购操作,累计回笼1400亿元。其中91天期正回购交易600亿元,中标利率为0.96%;28天期正回购800亿元,中标利率0.9%,两期中标利率均与前期继续持平。

WIND资讯统计显示,上周央行在公开市场中发行了950亿元票据并进行1600亿元正回购交易,累计回笼2550亿元;当周到期资金量为1950亿元,央行净回笼600亿元。本周公开市场上到期资金量为1970亿元,基本与上周持平。在回笼1400亿元之后,本周剩下570亿元可供对冲。

截至目前,年内各月中到期量最高的为3月份,其资金到期量达到8210亿元。4月份将有7760亿元资金到期,到期量为年内第二高点。4月份截至14日,央行回笼了4750亿元,



本报资料图片 合成/尹建

仍剩下3010亿元需对冲。

央行操作思路或生变

目前公开市场操作面对的外部环境有两个明显的特征。首先是信贷持续增长。2009年1-3月份各月

# 通胀预期来袭 关注浮息债防御价值

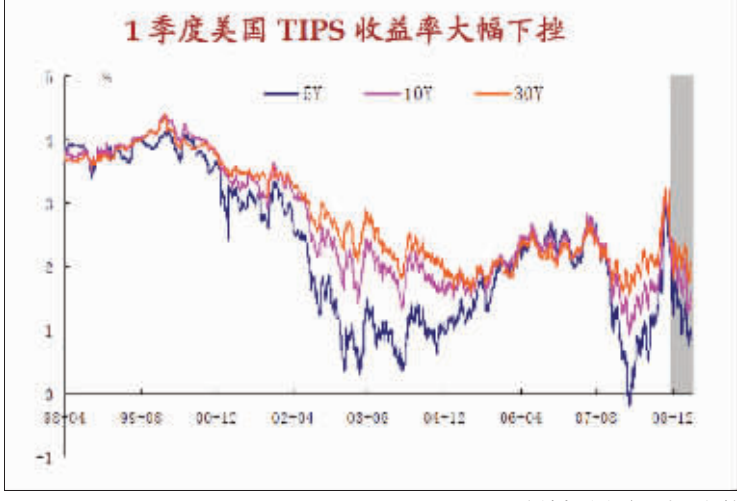
□招商证券债券研究小组

从1季度全球主要发达经济体的通胀指数债券收益率趋势看,全球通胀预期卷土重来。在债市即将接近反转之时,浮息债具有较高的相对价值。

伴随着全球主要央行推行宽松政策的深化以及降息周期的筑底,全球主要发达经济体公债收益率开始触底反弹。1季度美国、欧元区、日本和英国的10年期基准国债收益率分别上行45BP、5BP、18BP和15BP,从中可以看出,美国经济将领先于欧元区和日本等其他发达经济体率先复苏。

在全球经济缓慢走向复苏之时,全球通胀预期又死灰复燃。今年1季度,美国5年、10年和30年期通胀指数债券与国债息差分别大幅飙升93BP、116BP和137BP;日本10年期通胀债券与10年期基准国债息差,较其历史低点已经大幅上升205BP;10年期英国通胀挂钩债券收益率下行74BP,10年期公债对通胀债券息差大幅涨89BP。

在固定利率债券和浮动利率债券分类中,浮动利率债券的未来现金流=利差+参考指数。当参考指数与通货膨胀相关时,这类债券就可以称为通胀指数债券。通胀指数债券可使本金和利息的购买力不受通货膨胀侵蚀,规避固定收益



资料来源:招商证券研究所

投资者的通货膨胀风险。通胀指数债券收益率也提供了考量通胀预期的有用信息,从而为有效的货币政策制定和实施创造条件。

在国外市场上,通胀指数债券是规避通胀的利器。以美国为例,美国于1997年开始发行通货膨胀指数债券,简称TIPS(Treasury Inflation Protection Security)。目前TIPS存量占美国国债存量的8.2%。

3月份,美联储宣布购买3000亿美元长期美国国债,并将旨在降低抵押贷款利率的贷款项目规模进一步提高7500亿美元。这一定量宽松政策公布后,投资者涌入TIPS市场,1季度美国通胀保护债券

## 交易所债市14日出现异动

市场疑为利益输送

14日国债市场早盘成交不温不火,但下午13:30分后,个券05国债(9)(交易代码:010509)忽然出现大笔买单,其价格更是拔地而起,最大涨幅达25.46%。在经过一个多小时的密集买单、卖单交投后,05国债(9)价格归于平静,收盘涨幅仅为0.30%。而在此期间,国债指数最高上冲至121.56点的历史新高,最大涨幅0.69%。

对此市场异动,有机构交易员

表示,单一券种在市况较为平和的背景下出现如此剧烈的波动的确十分罕见,这其中很可能是机构操盘进行利益输送。不过这种手法可能过于“明目张胆”,超过1个小时的异常上涨,以及价格多次的剧烈涨跌,的确吸引了市场的眼球。

对于当前债市场的走向,市场人士表示,经过前期的连续调整后,目前部分债券收益率已跌至价值区域,但市场弱势仍将延续。(王辉)

### ■ 交易员札记 | Trader Notes

## 债市维持盘整 需求略有回升

□潍坊农信 徐珂

2009年4月14日(周二),银行间债券市场成交额较周一增加74.63亿元。二级市场整体依然处于盘整格局,但非信用类券种需求略有回升,信用类产品则继续遭到市场冷遇。

双边报价方面,报买被点主要集中在信用类产品,也折射出目前市场该类产

需求略有回升。其中10年期债券收益率有所下降,9.5年国债080018成交于3.13%;非国开政策性金融债成交于3.84%-3.86%;国开行债收益率略高,约在3.86%-3.89%。30年国债080020成交在4.055%。

周二公开市场上,央行通过正回购操作共计回笼1400亿元。本次公开市场除了例行28天正回购操作800亿元外,再次利用91天品种适当加长了流动性锁定期限,91天品种的交易量为600亿元。第一季度信贷投放量的高速增长,成为公开市场回购业务加大力度和拉长期限的重要影响因素之一。

的新增信贷额度分别达到1.62万亿、1.07万亿和1.89万亿;一季度累计达到4.58万亿,逼近2008年全年4.93万亿的水平,与央行制定的5万亿以上的年度目标相差不远。信贷的爆发性增长,使得流动性持续保持充裕格局。其次是公开市场各月到期资金分布不均衡。根据WIND的14日统计,2009年全年的到期资金量仍呈现前高后低的特征,三季度和四季度的到期资金量大幅缩减,分别只有9525亿元和2050亿元,与前两个季度17045亿元和17410亿元的到期量有天壤之别。

2009年以来,央行在公开市场业务中一直在采取措施平滑各个月份的到期资金量。国信证券宏观经济分析师林松立指出,从到期品种的明细情况显示,4月份到期资金中有大约一半左右是通过央票和正回购从前三个月转过来的;从央行的资金净投放来看,2月份大量回笼春节投放的资金,3月份净投放量760多亿元。预计4月份央行还将会通过正回购以及3月期央票来调节4

月份的资金供给。

“平滑到期资金的分布可能会继续,不过鉴于信贷的持续暴增,央行的公开市场操作思路可能会发生变化,极有可能由净投放资金转化为净回笼资金。”瑞银证券中国首席经济学家汪涛在接受中国证券报记者采访时指出,目前来看央行采取的宽松货币政策效果已经显现,鉴于如此高的信贷数据,央行可能会在货币政策上做出一些调整。

国海证券研究员邹璐则在其最新研究报告中表示,信贷激增可能带来央行货币政策微调,但是从货币政策委员会一季度例会的情况来看,货币政策大幅转向以及在年内出现收紧信贷和加息等紧缩性政策的可能性较小。央行可能会在原有目标表述为“新增贷款5万亿元以上”的基础上,提出明确的预期信贷规模,并以此来指导各家银行未来的信贷投放。同时,央行可能通过提高正回购或者央票利率引导短期利率水平小幅上升。

# 谨防滞胀

□中国人民大学金融学博士生 王雪

目前国际国内市场都出现了局部回暖的气象。数据显示美国实体经济表现出部分回升的态势;中国方面,反映实体经济状况的发电量、房地产与汽车销售量、新开工项目计划投资、制造业PMI均呈现反弹,同时货币条件处于相对宽松的状态。

笔者认为,我们更应关注的是未来增长的可持续性,如果短期经济回暖仅仅是货币幻觉带来的,那么在未来不长的时期内,经济很可能陷入滞胀。

从中国的外需来看,对于全球经济,特别是对东亚的新兴经济体来说,依赖美国过度消费的增长模式并不可持续。

美国经济的问题本质上并不是来自金融市场,而是整个国家经济增长方式和消费模式的不匹配造成的。若想彻底治理本次经济危机,需要改变美国现有的消费模式和经济增长方式。美国率先改变的将是本身的经济再平衡增长,而不是像以前那样不可持续的高消费模式。因此,就算美国经济迅速走出衰退并开始回暖,对于中国等依靠出口的新兴市场经济国家来说,也不会像以前那样受益于美国消费的大幅增长。没有足够外需,仅仅依靠财政刺激或银行信贷的“准财政刺激”,中国将很难维持过去几年的两位数增长。因此,在未来一段时间内外需明显消极的情况下,我国经济增长应该谨防“滞”。加快经济增长方式的转变,现在已经时不我待。

从中国的内需来看,今后一段时间内,如果还不能有效撬动私人投资和消费,不能有效启动内需的自发性扩大,中国的经济增长将很难依靠内需来保持高速增长。

去年十二月到今年前几个月,政府主导投资增速在40%以上。从里昂证券的PMI和物流协会的PMI的分歧也能看出,目前经济的增长主要归功于政府的主导投资,私人投资并不旺盛。我国的财政状况在世界范围内是非常良好的,但是在

外需持续不振的情况下,一味依靠财政刺激或银行信贷是不可持续的,对经济长期增长也会带来扭曲。在内需拉动并不具有显著持续性的情况下,我国经济增长更应该谨防“滞”,从制度创新上寻找长期增长的动力。

另一个重要问题是,我国经济将面对潜在的通胀。

首先,从外部环境和未来的发展趋势看,我们要谨防“胀”。美国政府正在努力推高本国通胀预期,降低利率,从而使实际利率为负刺激经济回暖。虽然目前的美国货币乘数不高,但是美联储向市场注入过多流动性,仍然埋藏了未来通胀高企的货币性因素,而这也将影响我国的通胀预期。同时,美联储的“赤字货币化”将使美元短期汇率不稳,长期内将降低美元汇率。以美元标价的国际大宗商品价格也将被推高,使未来我国通胀压力加大。

其次,从国内的财政刺激计划和信贷宽松政策来看,我国也面临国内因素造成的通胀压力。目前的动态货币条件指数反映我国货币政策处于历史上相对宽松的阶段,财政刺激也大量投入在基础设施建设上。我们的计量模型显示,基础设施建设的投资将在9个月后将提高我国的核心通胀。虽然我国近几个月呈现出通缩的态势,但这主要是去年的翘尾因素影响,属于通缩的惯性。在向经济体大量注入流动性的情况下,我国应该未雨绸缪,谨防未来经济的“胀”。

经济困难会发生,也会结束,但中间的过程会因我们的政策是否适当而不同。综合分析国内外经济形势和未来走势,笔者认为,中国不能被短期的经济稍缓和通缩幻觉所迷惑,现在制定政策的同时,应该及时注意到未来经济可能出现的“滞胀”,留下政策操作空间,以避免“滞胀”情况的发生或缩短“滞胀”的时间。通过调整经济结构,大力改善民生和加强国家的各项软件建设,比如教育和医疗,在短期内避免可能发生的“滞胀”,并将在长期内提高我国经济的增长潜力。

固定收益证券综合电子平台成交行情(2009-4-14)								
债券简称	昨日收盘价	最新价	加权平均价	总成交量(万元)	开盘收益率	最新收益率	加权平均收益率	
07国债11	103.023	103.003	103.003	245000	1.0991	1.0991	1.0991	
07国债14	106.500	106.300	106.416	25000	2.5826	2.6215	2.5992	
07国债17	107.253	107.253	107.253	10000	1.8502	1.8502	1.8505	
08国债09	100.403	100.389	100.389	10000	0.8582	0.8582	0.8582	
08国债11	105.720	105.729	105.729	10000	1.3134	1.3134	1.3134	
08国债16	100.993	100.971	100.971	10000	0.8861	0.8861	0.8861	
02武钢(7)	100.000	100.000	100.000	3889	3.9503	3.9503	3.9503	
中证债券系列指数2009年4月14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	127.38	-0.25	7770589.03	8010315.26	6.18	63.93	3.151
H11002	中证3债	125.73	0.03	1069257.70	1095707.52	2.00	6.37	1.887
H11003	中证7债	127.62	-0.07	4011249.98	4117085.69	4.26	24.23	2.945
H11004	中证10债	126.21	-0.36	2482717.75	2585539.57	7.07	62.73	3.601
H11005	中证10+债	121.87	-0.56	207363.60	211962.47	10.72	155.54	3.905
H11006	中证国债	127.04	0.01	547101.10	552706.45	6.92	77.64	2.913
H11007	中证金融债	128.46	-0.09	5538000.00	5753291.45	5.24	48.82	2.947
H11008	中证企业债	130.00	-1.40	1665487.93	1702317.36	5.41	45.70	4.328
H11010	中证1债	117.84	0.00	752202.20	774573.93	0.48	0.76	0.965
H11011	中证央票	109.77	0.00	8044150.00	8184674.22	0.99	2.45	1.360
H11012	中证央票1	107.90	0.01	5821650.00	5810413.17	0.42	0.65	1.128
H11013	中证央票1-3	110.67	-0.01	2222500.00	2374261.05	1.66	4.53	1.630
H11014	中证短债	109.53	0.00	908000.00	924781.28	0.48	0.76	1.497
H11009	中证综合债	123.39	-0.15	17474941.23	17894344.69	4.14	40.17	2.444
H11015	中证转债	119.19	0.01	7481832.20	7509768.38	0.44	0.70	1.137

数据来源:中证指数有限公司