

## 农业银行将发400亿元次级债

本报记者 王辉 上海报道

中国农业银行11日发布公告，将于2009年5月18日至2009年5月20日发行规模为400亿元的2009年中国农业银行股份有限公司次级债券(第一期)。本期债券发行对象为全国银行间债券市场全体成员(国家法律、法规禁止购买者除外)，由主承销商组织承销团，通过簿记建档集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行。中国国际金融有限公司作为主承销商，负责组织承销团并通过簿记建档确定发行利率。

本期债券包括3个品种，品种一为10年期固定利率品种，在第5年末附发行人赎回权；品种二为15年期固定利率品种，在第10年末附发行人赎回权；品种三为10年期浮动利率品种，在第5年末附发行人赎回权。以上品种中，品种一的计划发行规模为人民币200亿元；品种二的计划发行规模为人民币150亿元；品种三的计划发行规模为人民币50亿元。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，发行人主体信用等级为AAA级，本期债券信用等级为AA级。

## 人民币对美元汇率小幅走高

本报记者 王辉 上海报道

中国外汇交易中心11日公布，当日银行间外汇市场美元对人民币汇率的中间价为1美元对人民币6.8220元，该中间价较上周五小幅下降1个基点。市场人士表示，在近期美元持续疲软的背景下，人民币汇率或出现新一轮强势，但短期内出现较大幅度升值的可能性仍然较小。

上周五，国际外汇市场上各主要非美货币普遍大幅上涨。尽管美国公布的非农就业数据为减少53.9万人，好于预期的减少60万人，但美元指数仍然节节败退，纽约市场尾盘收报82.444点，击破83点整数关口。

分析人士表示，美元的弱势短期内仍可能延续，人民币汇率相应预计会继续走高。不过，短期内人民币没有大幅升值迹象，可能仍在一定区间窄幅盘整，突破前期高点的可能并不大。有大行交易员表示，人民币汇率08年最高曾逼近6.80，但在目前缺少明确政策引导的情况下，人民币汇率更大程度上仍将保持稳健。

## ■ 外汇市场日报 | Forex

## 经济形势好转促美元下跌

□中天嘉华研究员 王睿

近期美国经济触底迹象日益明显。上周美国“压力测试”最终结果显示，虽然部分银行需要进一步集资746亿美元，但第一季度业绩强劲反弹后，多数银行表示可以用盈利来弥补资本缺口。AIG今年一季度净亏损43.5亿美元，为六个季度以来最小亏损额。美国劳工部数据显示，4月份就业人数降幅略有减缓，预示经济可能开始企稳反弹。在这些利好消息的带动下，美股上周五大涨，使得外汇市场上对美元的需求大大降低，资金从美元流出明显。受此影响，周五美元指数出现大跌，以83.855点低开，最后收于82.486点，大幅下挫1.68%，逼近年内附近。

虽然利好数据压低美元汇率，但出现利好并不一定意味着危机的离去。4月份非农就业人数好于预期，但是失业率仍上升0.4个百分点至8.9%，为1983年9月以来的最高水平。制造业活动指数和服务业活动指数均达到去年秋天以来最高，但仍与正常水平相差很远，而且通用集团破产案悬而未决。当前美元指数已处在年线附近，美元汇率或已接近再次反弹。

日本经济形势恶化强化了日元的避险属性。日本4月进口车销量同比减少了30.5%，创下了1988年新低，进口车单月销量已连续12个月同比减少。截至2008年度末，日本国家债务总额达846.4970万亿美元，预计09年度将首次突破900万亿。财政状况的趋于恶化加之社会需求萎靡，使日元避险需求得以强化。日元在周一早盘升值明显，美元对日元汇率在北京时间19点收稿时最大跌幅达0.82%。

英格兰银行决定维持0.5%的利率不变。由于在进一步降息以刺激经济方面已经没有太多余地，英国央行决定采用扩大货币发行量的方式刺激经济复苏，决定在6月之前为市场注入1250亿英镑流动性。该消息虽然短暂刺激英镑上涨，但严重的衰退风险还是在周一早盘拖累英镑汇率，收稿前英镑兑美元汇率最多下跌近1%。

其他方面，欧元汇率先涨后跌，收稿时欧元兑美元下跌0.4%左右。澳元在连涨超过一周后也出现回调，收稿前澳元兑美元的最大跌幅近1%。

## 三期国债本月15日付息

本报记者 周松林 上海报道

中证登上海分公司将从2009年5月15日起代理兑付2005年记账式(四期)国债第4年第2期利息、2005年记账式(十二期)国债第4年第1期利息和2006年记账式(十九期)国债(以下简称“本期国债”)第3年第1期利息，债权登记日均为5月14日。

2005年记账式(四期)国债挂牌名称为“05国债(4)”，交易代码为“010504”，付息代码为“010504”，期限20年，票面利率4.11%。2005年记账式(十二期)国债挂牌名称为“05国债(12)”，交易代码为“010512”，付息代码为“010512”，期限15年，票面利率3.65%。2006年记账式(十九期)国债挂牌名称为“06国债(19)”，交易代码为“010619”，付息代码为“010619”，期限15年，票面利率3.27%，每半年付息一次。

## ■ 记者观察 | Observation

## 货币供给增速动力不足

央行仍可“高空加油”

本报记者 周文渊

尽管货币供给增速连续上扬，但是其增长已出现动力不足迹象；央行结构性下调存款准备金率或可为其“高空加油”。

5月11日，央行公布2009年4月份货币供给数据。数据显示，4月份M2同比增速达到25.95%，连续5个月上扬，同时也创出1996年10月份以来的新高。同时，4月份M1同比上涨17.48%，连续3个月上扬，同比增速也是自2008年5月份以来的最高点。央行的数据还显示，4月份M0同比上涨了11.26%，3月份为10.83%。

观察狭义货币M1的走势可以发现，从2005年3月份前后起始，M1同比增速开始从10%附近向上攀升，直至2007年1月份上升至20%附近；2007年1月份至2008年1月份则维持在20%上下；2008年1月份开始，M1增速从20.72%逐步下滑，直至2009年1月份创出6.68%的阶段低值。

从2005年至2008年1月份，货币供给增速的上升区间非常明显，其得益于人民币升值预期、贸易顺差导致的外汇占款增加以及央行货币政策等多方面因素的共同作用。

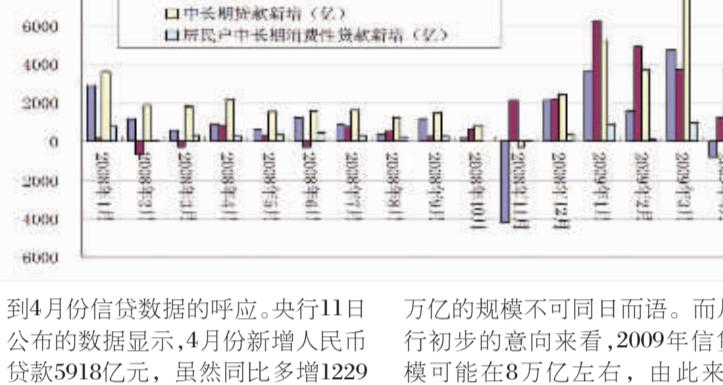
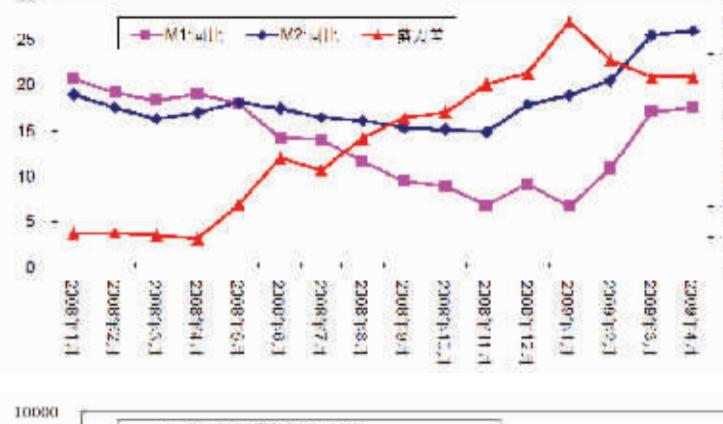
货币供给增速环比差收窄也得

用；从2008年1月份开始，最初是因央行紧缩性货币政策，随后则是次贷危机导致出口受挫和人民币贬值预期上升，使得货币供给增速进入下降通道；而从2008年12月份开始，由于4万亿经济刺激计划的推出，银行信贷开始狂飙。根据最新的数据，2009年1月至4月份，新增信贷额度达到5.17万亿元，已超出2008年全年的规模。得益于信贷放量，货币供给增速从2008年四季度再次掉头向上。

目前，4月份M2同比增速已连续5个月上扬；M1同比增速连续3个月上扬。持续上扬的货币供给增速对经济的反弹十分重要，然而，现在一个值得关注的问题是，货币供给增速上扬的动力是否是强弩之末？

从2009年4月份和3月份之间的数据可以看出一些端倪。4月份M2增速为25.95%，3月份为25.51%，2月份为20.43%，增速之间的环比差已经大幅度缩小；M1的走势同样如此，其在2009年前四个月的增速分别为6.68%、10.87%、17.04%和17.48%。4月份和3月份增速环比差也是大幅度下降。

货币供给增速环比差收窄也得



到4月份信贷数据的呼应。央行11日公布的数据显示，4月份新增人民币贷款5918亿元，虽然同比多增1229亿元，但是环比来看，与3月份1.89

万亿元的规模不可同日而语。而从央行初步的意向来看，2009年信贷规模可能在8万亿元左右，由此来看，2009年剩下8个月的平均信贷规模将不会高于4000亿元；可以预见，虽然2009年新增信贷将较2008年大幅增加，但是信贷数据在一季度的井喷，将使得随后8个月中，月度新增信贷将逐步收缩。从这一角度讲，货币供给增速持续上涨的动力将削弱。

既然预期信贷渠道对货币供给增速上扬的边际推升作用是递减的，那么是否可以判断随后几个月内货币供给增速将走稳，甚至出现一定程度的回落呢？

这取决于多个方面，其中最主要的是进出口数据、贸易顺差和外汇占款以及央行的货币政策。进出口方面，尽管美国已经出现复苏迹象，但是其恢复恐怕还需要时间。虽然3月份的进出口数据出现环比反弹，但是多数经济学家将其看作从低位的修复性反弹。最有可能的状况是，进出口数据将在低位维持一段时间。因此，其对货币供给增速的正面作用将难以显现出来。

不过，从4月份物价数据、一季度末银行超储率来看，不排除央行有再次结构性下调存款准备金率的可能。倘若果真如此，则可以预期货币供给增速将获得空中加油，进而会继续上扬。

## 通缩压力挥之不去

## 上证国债指数创4个月收盘新高

本报记者 王辉 上海报道

受当日宏观物价数据影响，11日交易所国债指数放量上行，上证国债指数收盘创下近4个月以来新高。

上证国债指数小幅高开，早盘有所回落，在宏观物价数据公布后，随即展开较大幅度上扬。最终上证国债指数收盘报121.19点，上涨0.16%，创下自2009年1月9日以来的收盘新高；全天成交5.61亿元，较上周五有所放大。

国家统计局公布的数据，4月份居民消费价格总水平同比下降0.8%。

从券表现方面，当日市场普涨特征较为显著，涨幅最高的03国债(11)仅上涨0.26%，04国债(7)和05国债(1)列涨幅第二三位。跌幅榜上，02国债(15)、03国债(1)、06国债(3)列跌幅前三。

## 信贷政策将延续“调结构 保增长”

□光大证券首席经济分析师 潘向东

从已公布的数据来看，目前决策当局已经开始对信贷进行“调结构”。预计后续的信贷政策仍将继续“调结构，保增长”，信贷的投放将逐步回归至每月3000—5000亿的水平，M1和M2之间的剪刀差会逐步缩小。

## “调结构”已初见成效

央行公告显示，2009年4月末，广义货币供应量(M2)同比增长25.95%，狭义货币供应量(M1)同比增长17.48%，市场货币流通量(M0)同比增长11.26%。人民币贷款当月增加5918亿元。从分部门情况看：非金融性公司及其他部门贷款增加4446亿元，同比多增490亿元，其中，短期贷款减少786亿元；中长期贷款增加3744亿元；票据融资增加1257亿元。

从数据来看，目前决策当局已经开始对信贷进行“调结构”。原因是：其一，4月份的新增信贷相对于前3个月而言，已经开始平稳回归；其二，中长期贷款投放依然比较平稳，但票据融资和短期贷款相对于前3个月而言已经大幅减少。预计后续的信贷政策仍将继续“调结构，保增长”，信贷的投放将逐步回归至每月3000—5000亿的水平，全年的信贷投放维持在8万亿元左右，M2的走势未来将呈现出下滑，而M1和M0将呈现上升，即未来M1和M2之间的剪刀差会逐步缩小。

## 信贷高投放具有持续性

尽管前期信贷的投放较高，但后续的信贷投放仍然具有持续性，主要是：

其一、基础货币投放加大所带动的货币供应量回升会导致实体经济的回暖，从而引起货币乘数回升。货币乘数的回升又会对信贷产生正反馈，引发后续与民间投资相关的信贷增速回升；

其二、信贷投放的方式将慢慢由被动式放贷演变为主动式放贷。目前，“保增长”已成为商业银行2009年工作任务的第一要务。在经济状况较差阶段，需要银行放贷来“保增长”，这种放贷更多的是一种与政府投资

现在M2同比增长25.95%，假若

这一增速持续半年多，那么意味着通货膨胀会比预期的来得更快。由于外需的萎靡和房地产的低迷，今年我国的经济增速若能回归至9.5%以上已经是比较乐观，这就意味着货币增速和经济增速之间的缺口将有两位数以上。假若货币增速没有出现快速下降，或者经济增长缺乏持续的回升，这一缺口都将依赖通货膨胀去弥补。显然我们的经济体很难承担两位数以上的通胀，这就使下一阶段央行在投放货币的时候不敢再像一季度一样的放任，这种高信贷投放只能适时而止。

## 短期仍需持续投放“保增长”

从一季度发电量的指标、出口增速的环比指标、物价的环比状况来看，经济已经开始步入复苏。同时，1—4月份房地产和汽车的销售状况显示，内需已经表现较为强劲的势头，这会为后续的工业复苏提供有力支持。

但尽管如此，从复苏所处的阶段来看，目前仅仅是摆脱了继续下滑的风险之后开始转折向上的初期，这种复苏并不稳定。4月份的部分工业指标也说明了这一点，如发电量仍然处在负增长，3月份发电量同比下降0.71%，4月份同比下降3.55%。钢铁行业面临二次去库存化等等。这就要求经济的激励政策仍需保持持续性，否则带给经济的将是大起大落。而且，一旦由于调控的原因使经济再次下滑，那么经济再次回升的成本和难度将变得更为艰巨，因为全社会的预期都将变坏，消费者和投资者的信心将面临再次打击。因此，短期内，仍然需要强劲的信贷为实体经济提供有力支持。

既然信贷的大幅扩张会留下后遗症，而短期控制信贷的措施又不太适合，那么下一阶段信贷的投放将延续信贷“调结构，保增长”的政策，以保证信贷的投放是逐步减少，而不是急缩式的下降，以让更多的信贷资金投向实体经济。以政策微调的方式达到化解短期货币增速和经济增速之间的缺口的目的，从而避免未来经济出现稳步复苏时，经济体涌现出较高的通货膨胀。

## 短期内通缩风险依然存在

□上海证券 许瑾

统计局数据显示，今年4月份，我国原材料、燃料、动力购进价格指数(RMPII)同比下降9.6%；工业品出厂价格指数(PPI)同比下降6.6%；消费者价格指数(CPI)同比下降1.5%。从1—4月份累计情况来看，RMPII同比下降7.7%，PPI同比下降5.1%，CPI同比下降0.8%。

从4月份的数据看，三大物价指数的数据均符合市场之前的预期。RMPII由2月份的-7.1%到3月份的-8.9%，再到4月份的-9.6%，我们认为这主要与3月下旬以来国际大宗商品价格的快速回升有关。在当前国际大宗商品价格回升势头仍较强劲的局面下，短期内RMPII虽仍在负区间运行，但同比降幅将会继续趋缓。

CPI环比数据连续两个月下降，主要是食品价格下降所致，其中猪肉价格连续12周下跌是食品价格下跌的重要原因。随着甲型H1N1流感的继续蔓延，预计食品价格特别是猪肉价格短期内仍存在较大的下行压力。从PPI细项数据来看，4月份同比下降较快的为煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业，这可能是因为近期国外的价格低于国内，导致对金属和煤炭等基础原材料大量进口，进一步压低国内PPI所致。

从商务部对生产资料和食用农产品价格的监测情况看，4月份的生产资料价格指数先升后降，5月初又回到3月底时候的水平。而食用农产品价格指数则是连续下降，并于5月初创下08年以来的新低117.65点。结合去年同期较高的基数，我们判断，后期PPI和CPI无论是环比还是同比都有可能会继续下降，三大指数仍然在负区间运行，短期内通缩的风险难以消除。

在宏观经济形势并没有出现大的转折的情况下，我们判断央行宽松货币政策的取向不会发生实质性的转变。从具体政策来看，虽然三大物价指数的持续下降进一步提供了降息的空间，但我们认为在信贷增

## 交易员札记 | Trader Notes

## 宏观数据基本符合机构预期

□海通证券固定收益部 杨洋

银行间市场上，国债收益率没有出现明显变化，银行在10年国债方面有持续的需求。金融债市场热点集中在中长端品种，5年的080311成交在2.765%和2.77%，较上周五上行2个BP；7年的收益率水平和上周五持平，成交在3.27%；10年非国开金融债略有回升，卖盘在3.71%附近，而买盘在3.72%，买卖双方僵持。2年央票成

交在1.62附近，较上周五下行2个BP，市场需求表现活跃。

信用类产品以快到期的短期

融资券和3年的中期票据交投较为

活跃，市场有持续的买盘。

回购市场资金依旧充裕，其中1

天期品种利率为0.8201%，7天品种利

率为0.9265%，14天品种为0.9581%，