

Currency·bond

■热点聚焦

快速大幅降息值得期待

◎兴业银行 鲁政委

作为敏感时点,连续两个周末市场的降息预期都最终落空。但笔者认为,快速降息仍然应当是前瞻性的央行所必须做出的选择。

预期两度落空有原因

国际因素影响降息时机选择。在正常情况下,如果有政策调整,一般均在经济数据公布前或公布当周即出台。然而,这次在数据公布的随后两周,虽然市场预期强烈,但政策依然未能出台。笔者认为,很可能是国际因素影响了国内政策出台时机的选择。因为在G20会议开幕前夕,国内先行出台了4万亿元经济刺激计划,却被外部一些外国媒体误读为“中国想把钱留在国内,而不愿意为陷入困难国家伸出援助之手”。因此,为使政策能够同时在国内和国外取得良好效果,时点的审慎选择也是相当重要的。

大幅降息仍可期待

大幅降息,早已有之。在1980年代中期央行正式开展货币政策操作以来,单次降息幅度超过0.27%的情形共出现过12次,其中6次即50%的情况是出现在1997年-2003年间的通货紧缩时期。从上述资料显示的我国大幅降息历史来看,我国央行曾采取过的降息行为的激进程度,不仅超过了美联储最大75bp的水平,也大大超过了英格兰银行

最大150bp的幅度。

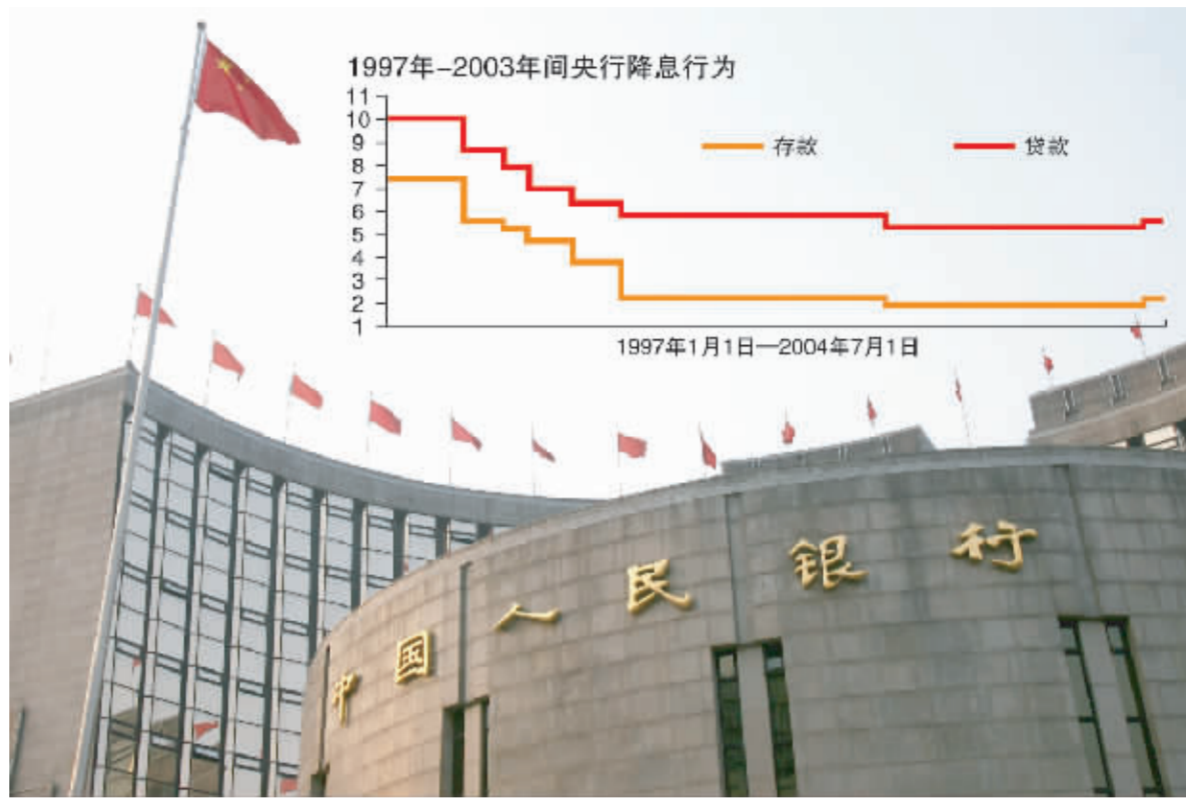
上轮历史经验显示,未来仍有继续较大降息空间。如果我们认为1997年-2003年间与目前最具可比性的话,那么,观察那段时期央行的利率调整行为,不难发现,未来仍有较大继续降息空间。因为在那段时间,央行在多次大幅降息将1年期定期存款利率降至3.78%之后,依然在1999年6月10日大幅降息153bp至2.25%;随后继续降息至1.98%。1年期贷款利率则最低降至5.31%。

不仅当年经验显示未来还有继续大幅降息空间,而且大幅降息似乎也是当前的国际潮流。此前英国央行曾大幅150bp,欧洲央行50bp;即使是已接近极限,美联储依然在多次以75bp、50bp大幅降息至1.50%之后,毅然再度选择大幅降息50bp至1.00%。虽然通常看来,日本央行20bp的基准利率下调并不算大,但考虑到其此前的基准利率仅为0.50%,应该说幅度就非同小可。

风险极度厌恶下的利率政策选择

面对金融危机冲击,全球主要央行均大幅降息,可能中间不仅只有国际协调因素,而是完全可能蕴含着正确货币政策导向的内在逻辑。

如果以更为开阔的视野来审视,费雪公式(名义利率=实际利率+通胀率)其实已经将“风险因子”包含在“通胀因子”之中了。因



张大伟 制图

为风险偏好、经济活动活跃、总需求上升,则往往通胀水平趋于上升;反之,风险厌恶、经济活动疲软、总需求不足,则往往通胀水平趋于下降。这意味着,相对于既定的名义基准利率水平,当市场风险厌恶时,意味着实际利率水平升高;反之,则意味着实际利率水平趋于下降。

基准利率的变化固然不应因短期的波动而进行频繁调整,但是,如果这种变化是一种趋势性的调整,货币政策就应快速对其作出反应。也就是说,最优的货币政策目标应当是对风险调整后的实际利率水平进行调控,以便使其保持在均衡水平上。而如果是维持现实的通胀指标(比如CPI)与名义基准利率之间关系的稳定,则其最终结果必然是政策调整滞后,加大经济波动,在面对罕见的经济冲击时,尤

其可能如此。

至此,我们已可理解全球央行不顾所谓的市场通常认为的负利率而大幅降息的内在逻辑了。面对百年一遇的金融危机,人们的风险倾向由此前十年的风险偏好,急剧转变为趋势性的极度风险厌恶。这在地要求前瞻性的货币政策及时加以应对,以避免因此而出现的实际利率过高而对经济造成伤害。

风险厌恶与实际利率之间关系的一个极端而生动的案例,出现在近期的香港地区。由于全球金融市场动荡带来极高的交易对手风险,一些机构为了保证自身资金安全,竟然愿意主动支付一定成本以便能够将资金存入获得对所有存款均全额担保的香港金融机构。如果我们承认这种行为是理性的,那么,这就意味着,形式上的负利率,其实依然对应着非负的收益。

抓紧时间大幅降息 避免经济陷入通缩

考虑到当前经济活动不断趋于疲软,银行信贷情绪日益严重,债券市场收益率大幅降低,这些均鲜明反映了经济主体风险厌恶倾向正在不断强化。我国应当抓紧时间,大幅降息,以便对冲因风险厌恶情绪而带来的实际利率攀升,起到维持宏观经济稳定的目的。否则,如果等到CPI与基准利率相当,降息的最佳时期恐怕就已过去。而一旦未来通胀率接近0或者为负,利率对于刺激经济就会陷入束手无策的境地。

而当前的大幅降息,在未来是否可能诱发通胀,则取决于未来风险厌恶倾向缓解之后,全球央行能否再次前瞻性地调整基准利率和调整的速度。

■市场观察

打新券:机会大于风险

◎西安商行 胡文斌

在连续两周的降息预期没有兑现之后,现券市场出现了较大幅度的回调。期间,除10年期国债外,中长期债券发行利率均超出市场预期,认购倍数也明显下降,体现投机性需求降温。本周三、四080023和080312将继续发行,综合各方面因素后,我们认为,这两期债券存在波段性操作空间,后市机会大于风险,仓位较轻的机构可积极参加投标。

债市牛市运行根基依然良好

国际方面,发达国家近期经济数据呈现进一步恶化的趋势。日本三季度GDP下降0.4%,同时10月份出现639亿日元的贸易逆差,显示日本经济已陷入衰退;美国10月份CPI环比跌幅扩大至1%,核心CPI环比出现首次负增长,预示通缩风险加大。鉴于各国央行纷纷将提振经济作为当前货币政策的主要目标,并注重政策的联动性,因此12月份全球极有可能出现新一轮降息,并在较长时间内保持低利率环境。

国内方面,央行刻意回避“利率工具”信号,并特意指出“近要防通缩,长要防通胀”,可见央行对长期物价走势仍保持警惕,这令我们预测降息时点、幅度的难度加大,但央行副行长易纲指出今后会适时适度根据情况变化对利率进行调整,可见降息是迟早的事情,而且在经济未复苏前都将保持低利率环境。

回购利率存在较大下降空间

资金面方面,三季度金融机构超储率上升至2.07%,国有和股份制银行分别上升至1.68%和2.04%,但农信社的超储率下降至3.83%,显示市场资金面趋于宽松,但流动性分布仍不均衡。

由于经济形势的严峻,财政存款将在未来一段时间集中大量投放,就算央行不大幅降低准备金率,市场资金面也会进一步宽松,回购利率受此影响亦会进一步下降。根据央行28天正回购1.8%推算,未来7天回购利率有望下行至1.5%附近,达到或接近06年水平。

两期新债发行利率都将走高

从需求看,预计这两期债券都以配置型需求为主导,相比080312,080023的需求群体更加窄小,其定价权主要掌握在大型商业银行手中,发行利率走高的可能性更大。

从市场成交情况看,受长假抛压的影响,招标前080002的最优买、卖价分别被上调3.58%和3.4%,成交收益率上升至3.5%,7年期金融债交投稀少,仅有050214最近在3.2%处成交。综合考虑后,我们预计,这两期债券的发行利率分别落在3.5%和3.3%附近。

鉴于牛市运行根基依然良好,且回购利率存在较大的下降空间,因此,我们认为,回调并没有改变债市上涨的趋势,从明年布局考虑,仓位较轻机构应积极介入。但就两期债券比较看,080002面临的流动性风险更大,波段操作的难度也相对较大。

人民币对美元汇率继续上行

◎宗永

欧美股市上扬、国际油价反弹,给了非美货币喘息机会,人民币对美元汇率也维持上行走势。来自中国外汇交易中心的最新数据显示,11月25日人民币对美元汇率中间价报6.8284,较前一交易日小幅走

高20个基点。

中国外汇交易中心人民币兑美元11月25日在询价系统收报6.8260元,较上日收盘价6.8284元略涨。在与上日收盘价相同的中间价指引下,机构基本围绕其展开交投,汇价波动幅度偏窄,人民币兑美元总体变动有限。

■市场快讯

公开市场正回购利率九连阴

◎本报记者 秦媛娜

昨日,央行通过公开市场进行了50亿元正回购操作,中标利率为1.81%,比上期下降了9个基点。本次正回购仍为28天期,规模比上周减少了10亿元,利率则是连续第九期下降。本周,仅有上个月28日进行的100亿元正回购到期释放资金,因此目前央行向市场净投放资金量为50亿元。

“08云投债”11月27日上市

◎本报记者 王璐

据上交所公告,2008年云南省投资控股集团有限公司公司债券将于11月27日起,在该所竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市交易。证券简称为“08云投债”,证券代码为“Y22994”。本期债券发行总额15亿元,期限为5年,票面利率5.40%。

“08国债22”11月28日上市

◎本报记者 王璐

2008年记账式(二十二期)国债将于11月28日在上交所固定收益证券综合电子平台上市,交易方式为现券和回购。该国债上市交易的现券证券名称为“08国债22”,证券代码为“019822”。本期国债为7年期国债,票面利率2.71%。

■每日交易策略

进入通缩?

◎琢磨



国际金融危机仍在蔓延,并向实体经济传导,全球主要经济体纷纷面临衰退,国内从政府到媒体严阵以待应对经济衰退。不少报告认为,目前我国经济环境比1997年-1998年还要恶劣,很多学者认为通缩可能再次降临。央行三季度货币政策报告认为,短期防通缩,长期还要防通胀。

笔者认为,目前的经济环境和1998年相比虽然有很多相似之处,但也有很多特殊时期和特定经济发展阶段的不同之处。那时我国还没有加入WTO,外贸依存度不到20%,出口主要是退税补贴产品,资源类商品和规模有限的来料加工产品。因此,1997年-1998年经济衰退的原因主要是内部问题。

1997年-1998年是改革力度较大的一年。国企改革,企业自负盈亏,允许效益不好的企业倒闭,所有的企业都进行减员增效,下岗成为社会普遍现象,居民收入普遍下降。

1997年-1998年还实施了影响深远的住房、医疗和教育改革,短期内破坏了社会收入、分配制度的内部平衡。原来只要保证日常生活需要的工资需求,突然增加了远远超出承受能力的住房、医疗和教育费用,居民只能停止消费。这一过程持续了近10年,也是中国1998年后通缩的主要原因之一。

1997年-1998年,由于信贷坏账不断增加,各项治理始终无法根治银行资产质量问题,于是实施了贷款责任终身制,即每笔贷款与相关信贷员及行长终身挂钩,如果出现逾期和坏账,无论是调转工作还是退休,都要负责追究。由于工作人员的不作为,银行信贷业务几乎停滞,直到该制度停止实施后,信贷才逐渐恢复活力。

现在我国经济规模和实力与1997年-1998年不可同日而语了,居民财富水平和消费方式也有了根本的变化。从国内经济形势看,通缩威胁不大,即使出现,也是在翘尾因素和国际金融市场在解杠杆过程中造成价格雪崩等外力共同作用下的短期现象。比1997年-1998年的经济环境恶劣的主要威胁是国际经济格局混乱造成外需大幅萎缩、出口产品的局部过剩和外向型企业失业等问题。因此,是否进入通缩,主要看国际经济危机发展的程度和持续时间。投资者如果出于通缩的预期,大幅降低未来债券收益率的预期可能为时尚早。

■汇市观察台

风险偏好上升 美元下跌

◎刘汉涛

周二美元兑欧元和一篮子主要货币下跌,因投资者避险意愿减退,此前美政府同意向陷入困境的花旗集团注资200亿美元。全球股市普遍上涨,迹象显示市场风险偏好上升。美国候任总统奥巴马承诺明年将推出大规模刺激计划,以推动经济增长。

欧元兑美元上涨至1.28美元上方。Ifo经济研究机构称,德国11月企业景气指数由前月的90.2降至85.8,为1993年2月以来最低,且创下“9.11”事件以来最大单月降幅,因制造业和零售业对经济前景的看法越来越低迷。该数据强化了对欧洲已陷入深度衰退、可能持续至明年大部分时间的担忧。

日元兑欧元周二小升,上日则挫跌约5%,兑美元跌至96日元。美国政府同意注资200亿美元援救花旗,带动美国股市上日反弹,进而打击日元。日本央行周二调降对出口的评估,称出口正在下滑。

澳元兑美元上扬至0.64美元附近,英镑兑美元上涨至1.51美元附近。英国将举债数十亿英镑,以弥补减税影响并支撑支出,避免衰退转变成萧条。(作者系中国建设银行总行交易员)

交银基金超市

基金定投 安心理财

基金定投 前端8折优惠

现在申请 低至8折

- 基金定投前端8折优惠。
- 2008年6月16日起长期费率优惠。
- 新老客户均可享受。
- 网银柜面均可办理。

具体优惠基金请见公司公告

40多家公司 200多只产品 基金定投 任您选择

交通銀行

BANK OF COMMUNICATIONS

百年 知交 相融 相通

客服热线: 95559 www.bankcomm.com