

Currency·bond

# 数据预期不利 债市连续回调

◎本报记者 秦媛娜

去年12月的金融数据给正暖意融融的债市泼了一盆冷水。信贷的反弹、货币供应量的快增,这让债券市场感到了冷意,担心资金的外流和经济的复苏将成为债券牛市终结的先兆。本周市场的连续下跌也验证了市场的这种担心。

昨日央行公布的数据显示,去年12月份金融机构新增信贷达到了7718亿元,成为2008年1月份以来的单月新增最高额,同比多增7233亿元。

信贷数据传递“坏消息”的同时,货币供应量也在“雪上加霜”,去年

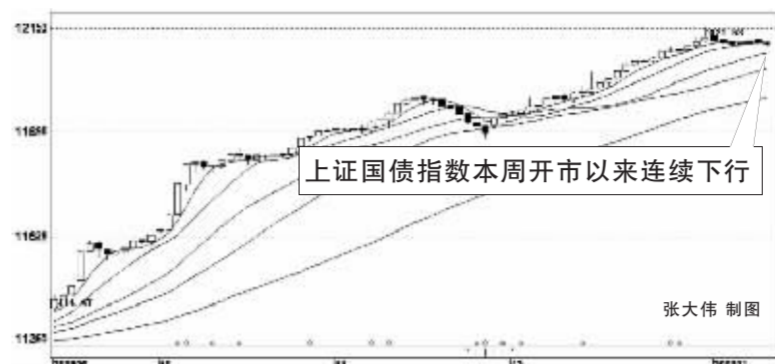
12月份M1和M2的增速均有反弹,同比增长分别达到9.06%和12.65%,比前一个月高2.26和3.02个百分点。

一位货币基金基金经理认为,信贷数据的反弹对于债市无疑是个比较可怕的消息。虽然从周期性经验来看,银行在每年年初突击放贷是惯例,但是信贷资金进入实体经济之后,企业除了用于生产经营活动,也会沉淀一部分资金进行资本市场投资,股市肯定会有所反映。

货币供应量数据的利空作用也是同理,市场传闻代表活期存款规模变化的M1增速在去年12月份增长到了9%以上,较去年11月的6.8%

有显著增加。银行存款活期化意味着资金活跃度的提高,这对于股市有利,对债市不利。”上述基金经理称,信贷和货币供应量数据都成为投资者心头之重。

事实上,在数据公布之前,受到预期的影响,不少投资者在市场上就已经开始主动“出货”。债券市场本周前两个交易日均告下跌,上证指数连续下行至昨日收于112.14点。而从具体的债券品种来看,中长期债券对于利空数据的反应最为激烈。中债收益率曲线显示,5年、10年和15年期固定利率国债的收益率在周一和周二共攀升了8.5、15.35和9.65个基点,



收益曲线重回陡峭化趋势。但是也有分析人士认为,信贷和货币供应量数据的波动并不足以造成债市趋势性的转变,债市还具有明显的风险,调整反而是买入的机会。

## 信贷放量 对债市资金影响不大

◎申万研究所 屈庆 张睿 张磊

我们认为,对信贷扩张比较关注的焦点应该是:其一,信贷的结构。如果中长期贷款规模扩张快,那的确需要警惕;如果只是短期贷款规模的扩张,则对债市负面影响不大。其二,信贷扩张能否持续。由于政府基础设施项目的上马,银行对这些项目是敢于放贷,但不能就此否认银行整体惜贷的态度,惜贷会更多地体现在对非政府主导的投资项目和中小企业的信贷支持上。另外,由于预期贷款基准利率还有较大的下降空间,银行也倾向近期大量放贷。但是,随着政府项目资金的到位,贷款基准利率下调空间的兑现,以及实体经济难以持续反弹导致银行对信贷投放的谨慎,我们估计2009年贷款规模可能会前高后低。其三,辩证地看,一季度债市到期资金多,这个时候信贷多投放,其实对债市资金面影响甚小。实际上,去年12月份我们看到的是回购利率大幅下降。而且如果需要银行放贷,央行的货币政策也会创造流动性宽松的环境,因此总体看即使一季度信贷投放多,可能对债市资金影响不大,至少是好过在整体市场资金不多的又大量放贷的环境。

此外,宏观数据料继续向下,我们认为央行近期继续降息的可能性较大。

目前机构担忧经济反弹对成长债负面影响。我们认为,经济反弹主要来自四个方面:1.企业库存消耗的结束后重新开始生产,月度宏观数据不再继续往下;2.政府财政刺激计划执行后的效果显现;3.美国经济企稳后对全球经济的正面影响;4.经济周期的复苏。第1、2点是目前正在经历的,但由于库存消耗还没有完成,财政刺激计划也需要时间,因此短期内经济不会反弹。第3点则需要更长一点时间才能体现,目前看可能还需要等到三季度甚至年底。第4点则可能是今年难以兑现的。综合分析,我们认为目前债市还不具有明显的风险。另外,即使第1、2点逐步兑现,由于我们不认为经济阶段性的反弹能够持续,经济最终还是回归下降通道,因此即使在经济反弹时期,债市面临调整但空间会相对比较有限。

## 信贷滚滚而下 宽松货币政策缘何立竿见影

◎第一创业 王皓宇

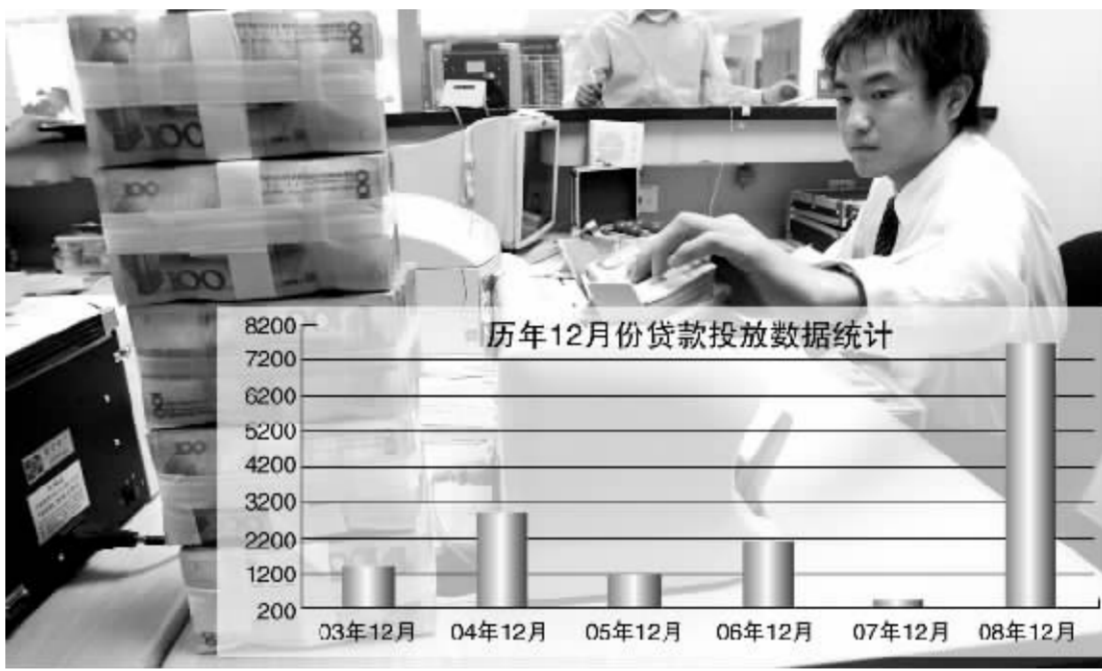
两个星期前,我们在标题为《贷款会反弹么?——来自两则“草根信息”的启示》一文中指出:2008年12月份的信贷数据存在大幅度反弹的可能性。从昨日央行公布的数据来看,我们的这一预测已成现实,去年12月份全国的新增信贷规模同过去五年内任何一年的12月份,都可谓“大幅度”的、数倍的反弹。

信贷是经济的血液,是最需要重视的宏观经济先行指标之一,无信贷,则经济必然不活;而有信贷,则可以启动经济。以我们所见,2008年12月份大规模的信贷投放下去后,对最近几个月急剧下滑的宏观经济形势,无疑是一针及时的强心剂,将非常有助于改善未来几个月的宏观经济数据。

2008年末货币政策放松引起的贷款大幅度反弹,让我们联想到了2005年央行实行的宽松货币政策。

2005年的宽松货币政策,源于2004年上半年的宏观经济过热。当时,政府为了治理经济过热,采取了严厉打压投资的措施(代表性的事件为整顿江苏铁本钢铁投资项目),宏观经济在2004年三季度开始逐渐失去活力,到2005年底,政府调整货币政策方向,将紧缩性的货币政策改为宽松的货币政策。

当时,宽松的货币政策体现为两点:一是在公开市场操作中,央行不断下调1年期央票发行利率。1年期央票发行利率从2004年四季度3.50%的平台上一度回落到2005年三季度的1.33%,回落幅度达到217bp;二是在银行间市场堆积流动性,增加银行体系的可贷资金,同时使债券收益率大幅度下降,促使商



银银行减少债券资产的配置,主动增加贷款投放。从2005年二季度开始,银行间市场7天回购利率便一直在1.3%以下,甚至一度回落到1.05%的水平。

业银行减少债券资产的配置,主动增加贷款投放。从2005年二季度开始,银行间市场7天回购利率便一直在1.3%以下,甚至一度回落到1.05%的水平。

为什么2005年的宽松货币政策没有达到启动信贷的效果,而2008年末的宽松货币政策却“立竿见影”呢?

以我们所见,原因有二:其一,是2008年11月份确定下来的积极财政政策起到了明显的效果,政府主导的投资,见效非常快。2005年,没有政府主导的投资,简单来说,就是没有政府投资这颗种子基金,贷款启动自然是比较困难;其二,是当前中国的实体经济仍然有一定的活力,所以对贷款有需求,宏观经济恶化的程度被“去库存化”所夸大。

现在市场上有一部分观点认为,

积极财政政策需要到2009年下半年才能看到效果,这是不对的。实际上,依据2008年12月份的贷款投放数据来看,在经历了2008年10月、11月、12月的糟糕经济数据后,2009年1月份后,投资、工业增加值等数据将回升。

“去库存化”的时间将少于市场预期。库存调整是一个动态而不是静态的概念,如果贷款启动,则市场的需求见好,消化能力增强,库存调整结束的时间不会晚。我们认为,库存调整的结束时间将早于人民银行此前调查数据所显示的2009年一季度末。也就是说,在2009年一季度末之前,大部分的企业可能就会完成库存调整,道理显而易见,因为信贷市场的情况显示银行贷款没有障碍,闸门已经打开,信贷将滚滚而下,大量的信贷投放将带动一轮对企业库存的消

费需求,而随着库存消化结束,工业企业生产将复苏,发电量,用煤量将上升。

历史上的多次经验都显示,政府主导的财政投资在施行期间内可以短期的提高一国的经济增长速度,但启动不了该国的内需,最终也拯救不了宏观经济的萧条。中国的房地产市场不复苏,在出口市场萧条的情况下,未来1-3年,中国宏观经济没有支柱,消费也无法启动。

长期的因素看,有低利率和人民币币值长期低估;短期的因素看,政府正在不遗余力的、全心全意的出台政策刺激房地产市场,再配合当前信贷市场的强劲反弹,企业和居民的收入流有望改善,这些因素都支持中国房地产市场在2009年复苏,一如1986年出口崩溃后的日本和2002年科技崩盘后的美国。

## 汇市观察台

### 新一轮避险买盘令美元上涨

◎刘汉涛

美元兑欧元触及一个月高位1.3220美元,因投资者为本周稍后预期的欧洲央行(ECB)降息做准备,且标准普尔宣布可能下调西班牙债信评等,欧元回到1.30美元上方。美国总统当选人奥巴马向国会争取动用金融纾困资金中余下的3500亿美元,而企业获利下滑和疲弱的中国贸易数据,均凸显出经济衰退的深度。

日元走强,兑美元升至三周高位88.90日元,兑欧元触及一个月高点,因担心全球经济衰退恶化,令投资者规避风险,转投低风险和

低收益的日元计价资产。避险买盘同时拖累英镑,英镑兑美元、欧元和日元周二在欧洲市场进一步走低,兑美元一度跌至1.4620美元。调查显示,去年12月英国零售销售创下统计该数据14年来的最大降幅,凸显经济衰退形势下英国零售面临的困境。

避险情绪升温,投资者降低股票和高收益货币等风险资产部位,澳元兑美元周二跌至四周低位0.67美元附近。商品价格下跌亦波及澳元,同时国内数据表现低迷,加剧经济衰退风险。澳元兑美元自上周触及三个月高位后已下滑逾6%。(作者系中国建设银行总行交易员)

### 风险情绪袭来 日元趁机上扬

◎蕙穗投资 符娟

酝酿数周后日元再度突破重要支撑90关口,其原因归纳为上周五公布的美国非农数据超过100万,英国近期的疲弱数据使得投资者对全球经济深度衰退的担忧加剧,加之上周欧元区公布的数据显示工业产出大幅下降,使得市场加大欧洲央行将大幅降息的预期。这一预期得到了国际货币基金组织(IMF)主席卡恩的回应,他还预计欧元区的利率将进一步下调。如此,使得近日来被压制的风险厌恶情绪暴发蔓

延开来,这一点我们从全球重要的几大股市近两日的跌幅中得到印证。

本期操盘建议空欧元/日元:技术图表显示欧元/日元周线MACD零轴下方有死叉粘合迹象,KID,RSA均在50轴下方粘合;日线图显示:汇价移动均线正进行多翻空排列,并构建一小圆弧顶。MACD也死叉并向零轴下方运行,只是布林显示汇价日内波动会受下轨支撑,使得波动会因此反复。本期建议121.10-121.60入场沽空,止损1.2210。第一目标位116.30第二目标位114.60。(操作建议,仅供参考)

## 每日交易策略

### 交易盘与投资盘的对接

◎脉搏

自2008年8月份开始的债券牛市,是一个令人啧啧称奇的牛市。这不仅仅因为它的规模和力度堪称巨大,也因为它的速度和节奏完全出乎意料,上半年还在深担忧通胀风险的机构们,突然面对的是快速下降的经济增速和大幅回落的通胀水平,以至于当众多主流机构还需要时间逐步接受市场的突变时,市场已经腾空而起。

回过头看,本轮大行情机会的挖掘者和重要推动力量,当是最敏锐的各类交易型基金,主流机构大规模的投资资金直至行情后半段才全力出击。由此,交易型资金的先知先觉使其成为本轮牛市的最大赢家,而它们的一举一动,也成为市场广泛关注的中心。

但债券市场行情的发展有其特殊性,交易型基金能够引领一波大的多/空行情的初始方向,而在行情发展起来后,交易型资金的动向却可能无法表现未来趋势。其内在原因,是因为债券市场实际是表现宏观经济发展趋势的市场,债券市场中、长周期的波动,反映的是宏观经济几年(短周期)和几十年(长周期)的周期性趋势。在这种市场特征和背景下,追求阶段性收益的交易型基金在获得足够利润后会逐渐撤离,并进入诸如资本市场等其他投资领域;债券市场投资型资金则与此不同,在基准利率、经济周期预期、通胀预期和宽松货币政策带来的大量寸寸的共同作用下,投资型资金的操作,最终演化为与经济周期适应的节奏和步伐。而由于投资型资金的资金量的庞大和密集,其大规模持续的趋趋势性操作,才最终代表着整个债券市场的主流和运作方向。

本轮牛市发源于交易型基金,行情初始阶段也基本由交易型基金推动,但是行情发展至今,虽然其发展速度和格局完全出乎大家预料,交易型基金在本轮行情的前期也起了巨大作用,但行情未来的主导权,却在转移至投资型资金手中。近期,在资本市场仍充满不确定性的(可能)筑底行情吸引下,交易型基金明显有着兑现利润、落袋为安的巨大冲动,而此时的投资型资金,虽然面对巨大的资金投资压力,却仍然在亦步亦趋按着自己对市场的预期和看法在操作。众多因素集合在一起,导致了当前的行情演变为交易型基金和投资型资金衔接债券市场趋势主动权的波动行情。目前的债券市场,应当正处在一个接力棒的交接过程中。但这毕竟是两种不同风格资金间的对接,而行情的发展仍然充满了不确定性,因此近期债券市场的波动,甚至大幅波动是完全可以理解的。在波动之后,行情将在充分反映宏观经济发展趋势、货币政策和市场资金情况的投资型资金的主导下发展运行。

## 市场快讯

### 央行昨进行300亿正回购操作

◎本报记者 秦媛娜

昨日,央行在公开市场进行了300亿元的28天期正回购操作,中标利率为0.90%,与上周持平。本周共有1400亿元央票到期,比上周增加470亿元,但是本周二的公开市场操作资金回笼量却比上周减少了200亿元。

### 2009—2011年 国债承销团组建完毕

财政部、中国人民银行、证监会昨日发出《关于确认2009—2011年记账式国债承销团成员资格的通知》,称2009—2011年记账式国债承销团组建工作已经完成,并将于1月16日召开承销会议。

据悉,记账式国债承销团组建遵循公开、公平、公正原则,在保持原有成员基本确定基础上实行优胜劣汰;成员数量控制在60家以内,其中甲类成员不超过20家。2006—2008年记账式国债承销团中违规超限和排名居后的6家成员不再进入本次承销团,其余54家保留。吸收新申请机构6家,甲类成员资格的审核以2008年记账式国债业务综合排名前25名为条件,其他申请甲类成员资格的机构均作为申请乙类成员资格受理。(宗禾)

### 今年国债还本付息事宜排定

为规范管理、简化程序、保证国债工作顺利运行,财政部日前就2009年记账式国债、特别国债和储蓄国债(电子式)还本付息有关事项发出通知。

通知称,记账式国债和特别国债到期或付息日(以下简称兑付日)前6个工作日,暂停办理该期国债的转托管业务。到期记账式国债债权登记日为兑付日前3个工作日,债权登记日后即行摘牌;付息记账式国债和特别国债债权登记日为兑付日前1个工作日。凡于债权登记日闭市后仍持有当期国债的投资者,为当期国债本息所有者,中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记结算有限责任公司上海、深圳分公司等,应于兑付日当日营业开始前,将兑付资金拨至各投资者资金账户。储蓄国债(电子式)到期付息和兑付资金的申请办法比照上述记账式国债规定办理。(宗禾)

### 人民币对美元继续走低

◎新华社电

来自中国外汇交易中心的最新数据显示,1月13日人民币对美元汇率中间价继续走低,报6.8395,较前一交易日回落13个基点。

市场预期本周欧洲央行将继续采取降息举动,美国则会有救市方案出台。在这一背景下,美元保持强势,人民币对美元汇率中间价维持回落态势。

**世盈创投**  
SINOCHEM GROWTH

公司隶属于17次入选全球500强企业的央企——中国中化集团公司,主要从事以自有资金进行股权投资,提供创业投资咨询以及向所投资企业提供管理咨询等业务。公司注册资金1亿美元,初期投资规模3亿美元。公司依托中化集团全球500强的良好市场声誉和品牌,致力于培育中国本土创新型经济的发展力量,与被投资企业一道健康发展。我们视员工为公司最宝贵的财富,愿意吸纳资本市场最优秀和最具有潜力的人才与公司一起成长。

<p><b>市场部经理(1人)</b> 岗位职责: 1.参与公司投资业务市场拓展的策略制定、市场营销方案策划,负责部门日常管理工作; 2.参与公司股权投资市场价值发现体系建设,负责客户资源及外部合作渠道管理; 3.参与制定、完善公司股权投资市场拓展业务的流程、标准和管理工具; 4.参与公司股权投资项目的过程管理; 5.负责本部门年度工作计划的具体制定与执行,完成部门年度工作目标。 <b>岗位要求:</b> 1.经济类(金融、财经、投资或市场营销)硕士以上学历,兼具理工科学习经历者优先; 2.五年以上企业并购、投资或投行业务相关工作经验; 3.两年以上部门管理经验; 4.熟悉中国资本市场,有一定市场渠道关系,了解国家相关政策和背景。</p> <p><b>高级市场经理(1人)、市场经理(1人)</b> 岗位职责: 1.负责公司股权投资业务市场拓展、市场营销方案实施; 2.负责公司客户资源、合作伙伴及中介机构的渠道建设和关系维护; 3.负责公司股权投资项目的实施开展。 <b>岗位要求:</b> 1.经济类(金融、财经、投资或市场营销)</p>	<p>硕士以上学历,兼具理工科学习经历者优先; 2.三年以上企业并购、投资或投行业务相关工作经验; 3.熟悉中国资本市场状况,有一定市场渠道,了解国家相关政策和背景。 <b>业务部经理(1人)</b> 岗位职责: 1.参与公司股权投资业务价值评估体系建设,负责部门日常工作管理; 2.参与制定、完善股权投资价值评估体系所涉流程、标准和管理工具; 3.参与公司股权投资项目的过程管理; 4.组织实施公司拟投资项目价值评估与投资决策; 5.负责本部门年度工作计划的具体制定与执行,完成部门年度工作目标。 <b>岗位要求:</b> 1.经济类(金融、财经、投资)硕士以上学历,兼具理工科学习经历者优先; 2.五年以上企业并购、投资、投行或企业评级业务相关工作经验; 3.两年以上部门管理经验; 4.牵头实施过三项以上股权投资项目; 5.对中国经济运行特点、资本市场状况、相关政策与法规有深刻认知。 <b>高级业务经理(1人)、业务经理(1人)</b> 岗位职责: 1.负责目标客户尽职调查和投资价值分析,制定投资计划方案; 2.协调投资业务合作者,中介机构开展对接; 3.参与公司拟投资企业合作谈判工作; 4.负责对所投资行业的行业分析和研究; 5.负责投资企业的后续治理、整合和价值提升工作。 <b>岗位要求:</b> 1.经济类(金融、财经、投资)硕士以上学历,兼具理工科学习经历者优先; 2.三年以上企业并购、投资、投行或企业评级业务相关工作经验; 3.直接参与两项以上投资项目; 4.了解中国经济运行特点、资本市场状况和相关政策与法规。 <b>法律经理(1名)</b> 岗位职责: 1.建立与完善公司法律保障体系; 2.负责各类协议、合同的审查、核准,以及重大合同、协议的起草及谈判工作; 3.对公司拟投资项目所涉环节提供法律支持; 4.负责与相关政府机关、法律事务中介机构的工作关系维护。 <b>岗位要求:</b> 1.法律专业硕士以上学历; 2.五年以上相关工作经验,熟悉、了解各项金融法规、政策; 3.有企业改制、并购、上市工作经验者优先; 4.有律师事务所工作经历者优先。</p>
---	---

以上人员工作地点均为上海 简历投递地址:上海市延安东路550号1603室(200001)  
邮箱地址: syhr@sinochem.com 谢绝来访,公司将为所有应聘者个人资料保密。