10年国债大卖 预示债市进入上行期？

⊙本报记者 秦媛娜

在银行、券商为主力的资金追捧下，10年期国债昨日大卖，发行利率3.05%，符合市场预期。银行配置资金的出动成为推高本期债券认购倍数的重要原因，而同时表现不佳的外贸等数据给预期经济快速复苏的部分投资者浇了冷水。市场人士认为，未来债市可能受资金推动和经济基本面利好的双重驱动，进入一个明显的反弹区间。

“10年国债的发行结果表明银行配置压力还是很大的，”商业银行人士表示，从认购机构的分布来看，以四大行为代表的银行资金中得了较大的认购规模，这和今年前两期国债的发行情况相同。

同时，证券公司的表现也相当踊跃，中标规模并不输给银行。但是市场人士指出，券商历来以为其他机构代投为主，其背后更多的可能是代表了银行和保险资金的需求。

本期国债共发行260亿元，实际投标总量为514.2亿元，超额认购倍率为1.98倍，虽然不及前两期高，但是资金纷至沓来的表现却是显而易见的。

10年国债招标结果出来之后，二级市场受到了带动，中长债表现渐趋活跃，收益率也有小幅下行。而这可能还只是一个开始，随着外贸等数据的公布，市场认为，经济复苏短期难以出现，这可能成为推动债券市场继续回暖的又一股力量。

昨日海关总署公布的2月份外贸数据大大出乎市场预期，其中顺差规模仅为48亿美元，比1月份的391亿美元骤减，其中进出口均出现同比下降，且降幅超过20%，这让投资者对于中国经济的前景更添一分悲观。

今日，国家统计局将公布2月份工业数据，市场传闻工业增加值数据也“不好看”，因此会让对经济复苏寄予希望的投资者感到失望，“对投资信心打击可能比较大，”中行全球金融市场部分析师董德志称，这对于债市来说，则是利好消息。他预计，债市的反应会比较明显，进入新的回暖区间。

今日发行700亿央票

⊙本报记者 丰和

今天，央行将在公开市场发行700亿元央行票据。

本期央行票据的期限为三个月，与上周相比，发行量增加了200亿元。

铁道部16日发100亿元短融券

铁道部2009年度第二期短期融资券将于3月16日招标发行，发行额为100亿元，期限为365天。

经大公国际资信评估有限公司综合评定，发行人主体长期信用级别为AAA级，评级展望为稳定，本期短期融资券信用级别为A-1级。（宗禾）

■业界专访

做债券，宏观经济研究再强调也不为过

——访中国人保资产管理公司固定收益部总经理崔斌

⊙本报记者 秦媛娜

近年来国内保险公司保费收入飞速增长，直接带来了保险资金运作业务的扩张和深化。而这其中，固定收益投资作为保险资金运用最传统的方式，也是规模最为庞大的一部分，更是发展迅猛。中国人保资产管理公司切身感受了这一过程，本次对话的人物就是人保资产固定收益部总经理崔斌。

今年债市不会出现趋势性变化

记者：目前市场对于未来经济走势的分歧比较大，您持什么看法？信贷等数据所传递出的积极信号是否值得重视？

崔斌：信贷规模连续超过万亿，这在意料当中。我个人认为，短期经济确实会受到一定的刺激，延缓经济下降的速度，甚至带来经济短暂的反弹。但我们认为，导致经济反转的各种因素还不完全具备。

从历史数据来看，无论是中国还是美国，经济起落都有一定的周期，这个经济规律是客观的，目前为止还没有被打破过，因此经济复苏需要有一定的过程。

记者：在这样的预判下，今年债券市场会怎么变化？固定收益的投资应该采取什么样的策略？

崔斌：在2009年的宏观经济环境下，消息面的各种多空因素作用，债券市场不会出现趋势性的变化。对于市场短期波段的把握要依赖于我们对影响债券市场各种短期因素的正确研判。

我曾经在组合管理部工作，也做了这么多年的固定收益投资，有一点体会：对于市场涨跌的判断是很重要的，我们的投资策略不能仅仅建立在对于市场走势判断的基础上，还有很多其他的因素要考虑。特别是对于宏观经济的研究，再怎么强调都不为过，因为它是我们进行资产配置和投资决策的基础。

影响债券市场走势的因素是多种多样的，其中一个重要因素是投资者对于利率预期判断的变化，而利率走势又直接和CPI、货币政策相关，由整个宏观经济运行决定。也就是说，经济波动的规律决定了整个资产价格的波动，决定了市场的走势。任何人、任何机构，在趋势面前永远都是渺小的，永远要敬畏市场。

理论上讲，债券投资能够提供最高收益率的最佳投资阶段是在经济周期的萧条时期，一旦确定经济进入了经济周期的扩张阶段，应逐渐增加短期债券的投资比例，缩短债券组合的久期。但什么时候是经济的顶部区域，什么时候从底部开始复苏，这需要我们进行多方的验证和深入的研究。我们经常看到，同样的宏观经济数据，市场上有时候会得出完全相反的结论。因此，做投资自己一定要通过深入细致的研究，而不能人云亦云。

记者：近些年保险资金规模膨胀很快，可用资金的快速增加是否带来了你们在市场中话语权的明显提升？保险、基金等资金可以在股市债市的互转给债券市场带来的影响如何看待？

崔斌：有时候市场的短期行为确实是由资金量来说话的，但是长期走势还是要根据宏观形势的判断。

从股市和债市的历史表现情况来看，其实他们并没有一定对应的反向走势关系。虽然短期内资金的流动可能会使两市互相产生影响，但是这背后归根到底还是宏观经济在起作用，资金的流动只是加剧了市场的波动。比如1月份以来债市的下跌，就不能仅凭股债市跷跷板的理由来解释，更多的还是对经济回升的预期在起作用。

风险可控下寻找高收益品种

记者：现在各种机构都面临着资金配置压力的问题，你们是否也有同样的困扰，如何化解？

崔斌：确实有这样的压力。首先可以通过久期控制来缓解；同时，还可以通过整个公司资产配置的结构调整来获得更高的收益，比如股票投资、债权计划、存款以及其他投资渠道的放开，通过整体资产配置的调整来提高收益率。

但是对于保险公司来说，在资金安全性、流动性和收益性的三个诉求中，安全性是首位的，所以最终主要的配置力量还是在固定收益。

记者：目前收益率曲线已经非常陡峭，要纾解投资压力，是否可以考虑中长期的债券？

崔斌：做投资，我们当然希望债券收益越高越好。不过对于长债，作为配置类投资，我们还是持谨慎的看法，今年买入的长债交易性机会的价值更高。

一级市场今年会有很多的长债供应，我们会根据市场的情况决定参与力度，如果收益率合理，会加大投资力度。

记者：此前市场传保监会研究放开保险资金投资中期票据，这一消息给市场的影响不小。对此你们是什么态度？信用产品的投资在你们整体的策略中是扮演什么样的角色？

崔斌：保险资金的性质决定了它是风险厌恶者，属于偏保守的投资风格，不会盲目追求高收益，因此对于信用产品，一定是在信用风险可控的前提下，寻找相对高收益的产品。

因此，如果保险能够投资中期票据，我们是非常欢迎的，将有利于缓解我们的投资压力和改善我们的资产质量。

■每日交易策略

通缩恰似浮云

⊙浩子

历经12个月，从高通胀到通缩，显得那么不可思议，但事实就是如此。大多数人都认为通缩只是暂时的，主要是受到去年春节假期的高基数和去年2月份雪灾的影响，消费价格指数的环比增长也支撑了这个说法。看来在资本市场通胀远比通缩可爱多了，但我们不得不强调的是目前全球前四大经济体中，欧洲去年6月出现通缩，日本在去年8月，美国是去年11月，现在是不是轮到中国？虽然中国经济出现了可喜的复苏迹象。

产业振兴计划和重民生的制度改革给了我们勇气，外部市场特别是出口贸易的打击让我们不能盲目乐观，走一步算一步是对当前市场走势最好的判断。值得庆幸的是，市场已经预判到了这次通缩，但央行为什么不继续降低利率来对抗通缩，刺激消费来降低储蓄呢？

很简单的回答，因为零利率现在已经没有用了。如果倒退几年，可能有用，但如今全球都是零利率了，继续降息，只是意味着在未来我们会花更长的时间，多印数量不为外人所知的钞票，来增加流动性及刺激信用，但效果却可能相反。

那么什么有用呢？看看我们的市场，信用产品分级明显，国字号门庭若市，民字号避而不见，信用利差越拉越大，无论货币政策把利率水平降到哪儿，由于处于信用急冻状态，都不会产生任何作用力。当全球经济即将进入通缩周期的时候，我们怎么办？最好的办法就是继续降低法定存款准备金率，用数量型的货币政策继续向市场注入数以亿计的人民币。

可能有人担心通胀会过度反弹，但现在明显还不是时候。最近几年我们是靠着粮食及能源创下通胀的纪录高点，说句时髦的话概括，就是结构性通胀。虽然去年央行心里清楚但行动却与意愿不一致，现在不一样了。因为央行知道，一旦经济情况不能恢复正常，投入的流动性就会消失，这种情况下宽松货币政策所造成通胀预期非常有限。如此下来，不如大量投放货币，关键需要控制的是所投的方向。

■市场观察

人民币汇率或游离当前宏观经济

⊙海通证券研究所 于建国

去年下半年以来人民币对美元双边汇率相对平稳，但笔者认为，其实质是回归盯住单一美元，人民币盯住单一美元使人民币汇率游离于当前宏观经济。

去年7月以来人民币事实上回归了盯住单一美元

首先，人民币有效汇率升值节奏已完全取决于美元升值要求。2008年下半年美元指数升值10.7%。由于人民币盯住美元，按照国际清算银行公布的数据，人民币有效汇率同步升值9.1%。与2008年上半年升值2.7%相比，在国际贸易需求下降的情况下，下半年人民币有效汇率非但没有企稳，而是升值步伐明显加快了。

其次，人民币对非美元货币汇价水平完全被动地追随美元对该货币的汇价变动。以欧元为例，2008年下半年的人民币对欧元汇率曲线，其基本上是紧跟着美元对欧元汇率曲线亦步亦趋。在人民币盯住美元的情况下，由于下半年美元对欧元超常升值，人民币对欧元也经历了巨幅震荡。2008年上半年人民币对欧元的最大振幅发生在2月中旬至3月下旬，振幅仅为5.4%。下半年最大振幅发生在7月初至10月底，振幅高达24.0%。显然，下半年央行实行人民币对美元双边汇率稳定，该汇率政策换取的是人民币对中国主要贸易伙伴国更为剧烈的汇率震荡。

保持汇率稳定并非要求退回盯住单一美元

人民币回归盯住单一美元使得人民币汇率游离于当前的宏观经济。这主要表现在：

第一，削弱了出口企业对国际贸易环境恶化的应对能力。2008年全年出口退税额为5865.9亿元，比2007年增长4.1%。同年，人民币对美元升值6.8%。因此，扣除出口退税以后，出口企业净汇兑损失仍高达777亿元。2008年下半年人民币回归盯住单一美元，使人民币有效汇率升值幅度比上半年提高了2.37倍。我国出口下滑幅度陡然加大，11月份开始出口连续三个月出现负增长，2009年1月出口负增长高达17.5%。由于人民币有效汇率与出口之间存在时滞，所以，从人民币有效汇率角度来看，出口下降预计到4月份才能企稳。

张大伟 制图

第二，汇率已丧失了对我国国际收支的调节功能。2008年下半年在人民币保持基本稳定的情况下，我国国际收支不平衡状态并没有得到改善。

2008年第4季度我国出口出现大幅下降，但为什么进口能以更大幅度下滑，从而使该季度贸易顺差达到当年最高水平。我们可以从两个角度进行分析：首先，比较进口与出口和GDP增长关系。与第3季度比较，第4季度进口增长下降大于出口和GDP增长下降14个百分点。这意味着第4季度出口下降并非是国内经济调整内在作用结果，也不是经济增长下降引起进口需求减少所能解释的。其次，我们以进出口数量为权数，按进出口价格求得的第4季度实际进口增长下降，其下降幅度要大于实际出口下降5.2个百分点。这又意味着，我们不能简单地以加工贸易下降来解释我国进口下降。笔者认为，政府对进口的超市场干预行为是当前我国国际收支不平衡的主要原因。否则，我们就难以理解政府多次组织贸易投资促进团，出国采购商品的现象。

第三，贸易顺差和外资净流入与外汇占款的关系已经松懈，人民币升值压力减弱。2008年外汇占款逐季度减少，但是，在各季外商直接投资没有发生大的变化情况下，贸易顺差却逐季大幅增加。因此，贸易顺差和外商直接投资引起的外汇流入已经难以解释外汇占款的变化。由于外汇流入与外汇占款的配比下降，人民币升值压力也相应减弱。

保持人民币汇率稳定的积极意义可能在于：从长期看，有利于发挥人民币在推进多元国际货币体系建设中的作用；从近期看，有利于配合国际双边货币互换和人民币国际贸易结算中心试点工作。但是，保持汇率稳定并非要求退回盯住单一美元。

笔者认为，人民币汇率稳定应该是指人民币汇率指数稳定。类似于美元指数，我国可以创设人民币综合指数、人民币主要贸易伙伴国指数和人民币亚太地区指数。汇率指数的建立也将有利于引导人民币汇率回归宏观经济。