

# currency·bond

聚焦存款准备金率上调

## 资金面重显宽松苗头

### 昨存款准备金率上调首个交易日银行间回购利率猛涨,抛压明显减小

□本报记者 秦宏

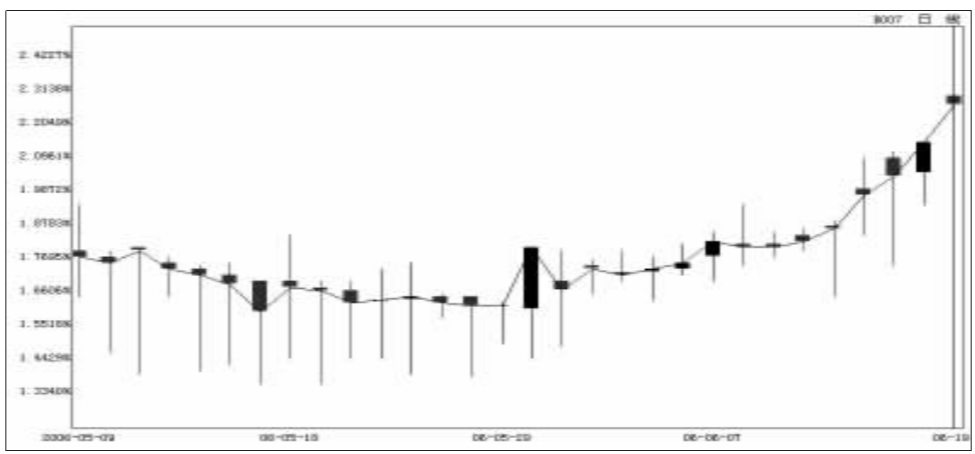
昨天是宣布上调法定存款准备金率后的首个交易日,然而这一信息发布后,市场紧绷的神经似乎反而松懈了下来。昨天,银行间市场的回购价格虽然猛涨20个基点,但是全天市场却充斥大量的逆回购,整个市场资金面显露宽松迹象,同时连日遭到抛售的现券市场昨天有机构反手买入。

#### 恐慌仅持续半个小时

0.5%的准备金率上调,意味着银行体系被抽离1500亿元左右的资金,银行的流动性无疑将首当其冲受到冲击。

今天上午9点,在紧缩心态作用下,不少机构一开盘就急切地在银行间市场挂出了正回购准备继续融入资金,这一行为导致7天回购利率飙升到2.4%的高位,较前一交易日上升了35个基点。但是高利率随后即引来了机构进场大量投放资金,逆回购品种报价品种从1天延续至3个月,覆盖了短、中、长三个不同期限的资金需求。

大约半个小时后,市场对流动性紧张的恐慌情绪被一扫而空,回购市场的报价几乎转为清一色的逆回购。显然,高企的价格引发了机构投放资金的动力,上调存款准备金率对流动性的影响并非如想象中的那样巨大。



短期资金价格代表7天回购利率昨一步到位,大涨21个基点 资料来源:中国货币网

#### 短期资金价格一步到位

市场对流动性恐慌的情绪虽然消失,但是资金的价格昨天却实实在在地被推高了。昨天回购市场的加权平均利率水平为2.1882%,较上周猛升26.14个基点。其中,7天回购的加权平均利率水平达到了2.2674%,比前一交易日上升了21.09个基点。

而期限14天以上的回购利率水平已经超过了一年期央行票据,回购市场与短期债券利率水平形成倒挂。其间,2个月回购的利率水平达到了3.3%,上涨幅度达到了40个基点,成为当日升幅最大的品种。

此前,业内研究机构预测受存款准备金率上调的影响,短期资金利率水平的升幅会在20-30个基点。以这一标准

判断,昨天以7天回购利率为代表的短期资金价格水平已经一步到位。

#### 债券抛压减弱

昨天新发行的农发行一年期金融债成为紧缩性货币政策下首个“受害者”。发行利率高达2.8%,创下了2005年以来一年期金融债发行利率的最高水平。受存款准备金率上调的影响,发行所国债市场全线下跌,上证国债指数跌幅达到了0.17%;成交9.22亿元,为前一交易日的3.5倍。

但是,作为主交易市场,银行间债券市场的状况却显示,昨天市场的抛压还不如上周。“出售债券的增量明显少了。”一家商业银行交易员表示,昨天由于卖方抛售量减

少,债券市场的成交收益率并没有明显提高,基本上与上周五持平。其中,作为短期债券基准的一年期央行票据的报价虽然高达2.6%,但是大部分成交价处在2.45%左右的水平。

业内人士认为,这从侧面反映机构的流动性压力得到减轻。由于抛售量下降,昨天银行间现券市场的成交量较前减少了41亿元。最值得关注的是,包括基金、证券公司在内的其他金融机构昨天交易状况表现为净买入量。而近两周以来,由于备战中国银行A股发行,其他金融机构的交易状况均为净卖出量。

同时,一些大行交易员表示,存款准备金率上调开始被一些机构视为适当进入债市的机会。从昨天盘面看,已经有机构在介入中期债券。

## 板子打在谁身上?

□大力

上周五晚上八点,市场“期待”已久的上调存款准备金率的政策终于在央行网站上公告了。虽然投资者对此政策已经早有预期,但是在调升贷款利率之后如此短的时间内再度出台紧缩政策,还是有些出乎意料。这也是10年以来央行首次在两个月之内连续出台紧缩政策,被市场分析者看作是紧缩性货币政策序幕的开启。

政策一出,市场还是做出了相应的反应。昨日回购市场的逆回购报价都上调了近20个BP,短期债券的买卖收益率也相应有所上调。一年期农发债的招标成为最大的受害

者,2.80%的中标利率创下了近期的新高。但是,在回购的公开报价上几乎全是融出资金的需求,而短债方面的卖盘很少,在高收益上的成交并不多。整个债券市场整体上都比较清淡,呈现出“有高价无成交”的僵持局面。

由此看来,此次政策出台并没有给债券市场带来多大的负面影响。从表面上的原因来看,央行的此次调整存款准备金率政策早在投资者和市场分析人士的预料之内,而且调整的力度低于市场预期预期的1%至2%。正如央行公告所称,“目前银行体系流动性总体充裕,不会对金融市场造成太大的影响。”

但更深层次的原因在于,此

次政策的指向并不对债券市场构成威胁,反而有可能成为利好。

在人民币汇率不断向市场预期远期水平升值的过程中,国内资金充裕、流动性充足的情况将会长期持续下去。从日本、东南亚、拉美等国的历史经验来看,汇率上升的过程必然伴随着投资过热、房地产价格上涨、股票飞涨、资金利率走低等各类现象,这与国内当前的情况非常相似。

而央行此次调高存款准备金率的政策意图非常明确,就是要解决“当前经济运行中仍存在固定资产投资增长过快、货币信贷增长过快、对外贸易顺差扩大等突出矛盾和问题”。而对于债券市场和资金利率问题没有足够的提及。因



此,在资金充裕和流动性充足的前景不变的前提下,被政策驱动的投资市场和房地产市场资金,必将有一部分会进入债券市场领域。

因此,此次政策的板子是打向银行贷款的,一板子下去反倒可能对债券市场形成利好。既然板子没有打在自己屁股上,债券市场的投资者又何必哇哇大叫呢?

## 再施紧缩手段 市场影响几何

距离再度发行具有惩罚性质的千亿元定向票据仅一周,上周五央行又施紧缩手段。央行此次上调存款准备金率的政策背景是什么?其政策影响和后续的政策预期将如何?种种这些疑虑是市场普遍关心和揣测的。

#### 加大紧缩属意料之中

湘财证券胡伟东:5月份的最新数据显示,自4月28日央行宣布上调27个基点的贷款利率,启动新一轮宏观调控以来,调控效果并不理想。为了防范经济出现过热,货币政策有继续加大调控力度的必要。因此,央行在5月份数据出台后很快宣布上调存款准备金率0.5%,实属意料之中,也体现了央行货币政策前瞻性和主动性的要求。

#### 德邦证券莫凡:尽管推出准备金率工具对资本市场有影响,但从长期看,回收市场过剩的流动性是央行既定不移的目标。我们认为,目前的宏观经济政策的目标已经转移到了控制投资和信贷的增长速度,防止资产泡沫的出现和蔓延。而目前的货币政策

的重点应该是降低金融体系的流动性,无论从源头上遏制,还是在货币市场主动的对冲。央行副行长吴晓灵上周演讲时就明确表示,“控制贷款扩张最好的办法就是收紧流动性,要收到商业银行没有能力继续贷款。”从各种货币工具的效果看,目前调节准备金率能比较好地从供给和需求环节控制流动性的扩张,起到“釜底抽薪”的效果。

#### 债市深跌可能性不大

湘财证券胡伟东:短期内持续下跌应属于债券市场行情的基调。

首先,上调存款准备金率将直接影响债券市场的后期资金供给。商业银行是债券市场最大的机构投资者,债券托管比例超过60%。而存款准备金率调整虽然旨在收缩银行信贷扩张速度,但银行投向债券市场的规模必将减少,债券市场的后续资金供给的目标。我们认为,目前的宏观经济政策的目标已经转移到了控制投资和信贷的增长速度,防止资产泡沫的出现和蔓延。而目前的货币政策

其次,上调存款准备金率上调将加大货币市场的利率水平上行的压力和预期。本次上调存款准备金率一次性冻结资金1500亿元,信贷创造效应,将减少货币供应6500亿元以上。货币供应的减少将直接影响货币市场资金的供求格局,市场利率存在着较大的上行压力。央行此次调高存款准备金率已向市场传出收缩的信号,如果此次调整对商业银行贷款行为没有产生明显的约束,或者投资增速仍然较快,那么不排除央行出台进一步紧缩措施的可能性,这些因素将加大投资者对未来利率上行的预期,从而加大投资者对债券市场利率上行的预期。

最后,债券市场深跌的可能性不大。债券市场前期的调整已经一定程度上消化了此次紧缩的政策效应,虽然央行上调存款准备金率,对于债券市场可能造成短期冲击,甚至可能会持续到7月5日正式实施以后,但从中长期来看,在央行整体货币政策目标没有调整,在人民币汇率改革的进度没有发生大的变化,在外汇占

款持续增加、商业银行资本充足率压力不减的情况下,此次紧缩的政策效应经过释放和消化后,市场将重新恢复资金相对充裕状况,债券市场不太可能出现2003年下半年和2004年上半年时期的大跌行情。

#### 预留后续政策空间

湘财证券胡伟东:本次上调存款准备金率0.5%,从6月16日宣布到7月5日正式实施,期间有近20天时间。笔者认为:一方面,央行在制定和实施这种影响较大的货币政策调整时,也在考虑最近IPO的启动和大蓝筹中行上市因素,尽可能减少政策效应对刚刚启动的直接融资的负面影响;其二,央行也在期间观察政策宣布后的市场影响,如果市场反应过大,可以利用公开市场进行调控对冲,甚至不排除央行降低甚至取消存款准备金率的可能;其三,央行上调存款准备金率0.5%,力度适中,为央行后续货币政策预留空间,如果信贷增长过快的局面没有大的改变,央行不排除进一步提高存款准备金率的可能。

■市场快讯

## 人民币重回“8元”关口上方

□本报记者 夏峰

人民币汇率未能延续上周的上涨势头,重新回到“8”元关口以上。昨天,人民币兑美元尾盘下跌,中间价再次升至8元的关键水平上方。

在昨日的银行间外汇市场上,人民币中间价报8.0018元,较上一交易日下跌42个基点;撮合交易市场方面,收盘价报8.0048元,较上一交易日下跌66个基点;询价交易系统人民币

兑美元收报8.0060元,较上一交易日上升40个基点。

上周,人民币中间价连拉5根阳线,累计上升幅度为204个基点,并于上周五创下汇改以来的新高7.9976元。

有交易员表示,虽然央行上周五宣布上调存款准备金率0.5个百分点,但由于各大银行已经持有较多准备金,购买或抛售美元的能力并未受到影响,因此存款准备金率上调不太可能影响人民币兑美元汇率。

## 央行公开市场操作力度不减

□本报记者 秦宏

央行今天将在公开市场发行150亿元一年期央行票据。存款准备金率上调后,央行公开市场操作的力度并没有表现出明显的减弱迹象。

## 农发行一年期债券发行利率创新高

□本报记者 丰和

农发行一年期金融债创下了2005年以来同期限新债的最高发行利率,2.8%。

本期金融债为农发行第6期债券。昨天,这只债券的发行利率水平比三个月前农发行

同期限债券高出73个基点。

本期债券的发行结果主要是受到上周五央行上调存款准备金率的影响。由于市场担心流动性紧张,昨天该期债券获得了1.86倍的超额认购利率,低于农发行前次发行的一年期金融债。

## 记账式(八期)国债周四上市

□本报记者 王璐

2006年记账式(八期)国债将于6月22日起在上海证券交易所上市。该国债上市交易的现券证券名称为“06国债(8)”,证

券代码“010608”;新质押式回购对应的质押券申报和转回代码为“090608”,简称“0608质押”。

本期国债为固定利率附息债,期限为1年,票面利率为1.924%。

## 沪天化发行7亿元短期融资券

□本报记者 袁小可

沪天化今日发布公告称,公司已于6月15日成功发行7亿

元短期融资券,期限为365天,票面利率为3.34%。此次短期融资券采取贴现方式发行,扣除利息后实际收到6.7662亿元。

■汇市观察台

## 日元大幅下挫

□刘汉涛

周一中国外汇交易中心人民币兑美元在询价系统收于8.0060元,较上日的8.0020元继续下跌。虽然上周人民币快速破8,但在8元整数关口市场观望心态明显,加上海外日元大幅下挫,也拖累人民币走弱。后市人民币的走势主要还是看市场的即期供需情况,预计本周人民币会在8元上方震荡。

由于朝鲜可能即将试射核弹,引发日元下跌,致使美元上涨,同时带动美元兑主要货币上涨,美元兑欧元重回1.26美元下方,兑日元在欧洲时段升至115.75日元附近,兑英镑则升100点至115.75美元附近。上周五晚间公布的消费者信心上升,反映人们认为FED的加息不会损害及经济增长;第一季度经

常赤字有所下降,不过分析师表示经常赤字意外缩窄并不意味着赤字状况会发生显著改变。日元在周一大幅下跌,兑美元在亚洲时段最低跌至115.75日元,兑欧元跌至历史低点114.85日元,兑英镑跌至8年低位。市场预期FED将在6月升息,且8月可能再度加息,将使日本与美国利差加大,致使日元下跌明显。

英镑在周一大幅下跌,下跌100个点至1.8430美元附近。近期公布的英国数据均颇为强劲,升高了央行年内再度升息的预期,部分投资者甚至认为可能在8月调高利率。受此影响,英镑兑日元升至8年高位,兑欧元接近三周高点,但是受到强势美元的影响,英镑兑美元下跌幅度较大。(作者系中国建设银行交易员)

■一周汇市

## 数据归于清淡 汇市走向稳定

□刘汉涛

上周人民币兑美元月初稍作回调,之后受到国内美元供求影响,接连冲高,连续两天盘中冲破8元整数关口,并创下7.9970元汇改以来的新高,预计本周人民币仍会围绕8元附近波动。

近来美国经济数据徘徊而出,本周则归于清淡,投资者可能趁机放松一下紧张的心情,这有助于一个多月以来动荡的金融市场走向稳定。尽管美国经济增长放缓,但通胀加剧的迹象意味着美国联储管理理事会(FED)几乎肯定会在本月末进行第17次升息,把基准利率调升至5.25%。但人们很想知道,FED其后是否会继续升

息。由于本周有待公布的美国重要数据只有5月房屋开工和耐久材料订单数据,上述疑问可能得不到答案。

在欧元区,法国消费者支出、德国消费者物价指数初值以及意大利消费者信心数据,都可能影响市场人士对于欧洲央行(ECB)未来数月加息速度的预期。日本央行和英国央行将分别在周二与周三公布会议记录,也将受到投资者的关注。一些人士表示,日本升息的时机或许取决于股市的复苏情况,因为央行可能不愿在股市还很脆弱时收紧政策。在英国方面,市场注意力将集中在英国央行是否愿意倾向于升息,英国央行在过去10个月中均维持利率不变。

### 债券指数

中国债券总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证企业债指数
113.551	109.46	114.245	119.06
-0.01%	-0.17%	-0.06%	-0.01%

### 银行间回购定盘利率(6月19日)

品种	期限(天)	回购定盘利率(%)
FR001	1	1.7950
FR007	2-7	2.2800

### 货币市场基准利率参考指标

6月19日	B0: 2.2678%	B2W: 1.8728%
-------	-------------	--------------

### 交易所债券收益率

代码	名称	最新收盘价	收益率	涨跌幅	利率年率
009704	09国债(4)	0.178	0.02%	1.214	
009905	09国债(5)	2.098	0.14%	1.177	
009908	09国债(8)	0.078	0.04%	2.263	
010004	20国债(4)	2.978	0.11%	3.926	
010010	20国债(10)	2.558	0.10%	1.405	
010013	21国债(3)	2.908	0.19%	1.547	
010107	21国债(7)	3.678	0.04%	15.116	
010110	21国债(10)	3.338	0.05%	6.268	
010117	21国债(17)	2.928	0.05%	3.664	
010118	21国债(18)	2.968	0.10%	2.499	
010203	02国债(3)	3.348	0.04%	8.823	
010210	02国债(10)	3.668	0.07%	3.184	
010213	02国债(15)	3.568	0.05%	11.256	
010214	02国债(14)	2.598	0.14%	1.348	
010215	02国债(15)	2.438	0.15%	3.466	
010301	03国债(1)	2.708	0.13%	3.271	
010303	03国债(3)	3.628	0.03%	16.877	
010307	03国债(7)	2.908	0.04%	6.477	
010308	03国债(8)	3.418	0.07%	7.247	
010311	03国债(11)	2.818	0.14%	4.419	
010403	04国债(3)	2.548	0.14%	1.819	
010404	04国债(4)	2.678	0.05%	4.932	
010407	04国债(7)	2.778	0.06%	5.184	
010408	04国债(8)	2.548	0.14%	8.823	
010410	04国债(10)	2.908	0.19%	5.456	
010411	04国债(11)	0.808	0.02%	0.49	
010501	05国债(1)	2.968	0.03%	6.634	
010503	05国债(3)	2.718	0.04%	3.854	
010504	05国债(4)	3.648	0.03%	18.904	
010505	05国债(5)	3.098	0.14%	5.923	
010507	05国债(7)	3.298	0.04%	6.477	
010508	05国债(8)	2.458	0.01%	2.156	
010509	05国债(9)	2.938	0.03%	6.104	
010511	05国债(11)	3.798	0.04%	4.347	
010512	05国债(12)	3.578	0.04%	14.408	
010513	05国债(13)	2.958	0.02%	6.436	
010514	05国债(14)	2.328	0.02%	1.439	

### 银行间债券收益率

代码	名称	最新收盘价	收益率	利率年率
040212	04国债12	1.748	-0.58%	0.104
0881011	05央行CP01	2.978	-0.03%	0.126
0881014	05央行CP01	2.388	0.08%	0.137
0881016	05央行CP01	2.098	0.14%	0.164
0881019	05央行CP02	2.928	0.54%	0.195
060007	06国债07	1.928	-0.14%	0.216
060009	06国债09	2.028	-0.01%	0.247
0881020	05央行CP01	3.128	0.40%	0.233
0601041	06央行票据01	2.288	0.05%	0.241
010115	03国债15	3.028	0.07%	0.254
0881021	05央行CP01	3.568	0.72%	0.255
0881023	05央行CP01	3.098	0.09%	0.259
0881027	05央行CP01	3.028	0.14%	0.26
0881037	05央行CP01	3.118	0.27%	0.334
0881041	05央行CP03	3.138	0.18%	0.356
0881057	05央行CP01	3.218	0.14%	0.427
060404	06央行04	2.718	0.28%	0.433
060303	06央行03	1.998	-0.26%	0.433
0881062	05央行CP01	3.748	0.11%	0.435
0881061	05央行CP02	2.928	-0.04%	0.434
060417	06央行17	2.148	-0.13%	0.471
030228	03国债28	2.128	0.06%	0.483
040501	04国债01	2.138	0.14%	0.483
0681076	06央行07	2.758	0.04%	0.526
0601033	06央行03	2.028	-0.11%	0.527
0601035	06央行票据05	3.458	0.05%	0.948
0881089	06央行CP01	3.218	-0.06%	0.981
0881090	06央行CP01	3.608	0.06%	0.983
0881091	06央行CP01	3.118	0.13%	0.983
0881098	06央行CP01	3.538	-0.13%	0.992
040211	04国债11	2.838	-0.13%	1.053
090101	09央行01	2.928	0.06%	1.076
020210	02国债10	2.908	0.62%	1.17
060415	06央行15	2.308	-0.65%	1.325
040217	04国债17	2.818	-0.41%	1.436
0501008	05央行票据08	0.018	0.65%	1.572
050201	05央行01	0.438	0.00%	2.182
0881001	05央行CP01	2.678	0.33%	2.365
040003	04国债03	0.248	0.03%	0.836
020219	02国债19	0.678	-0.41%	3.353
040116	04国债16	0.418	-0.41%	3.353
040220	04国债20	0.318	-0.10%	3.488
030301	03国债01	0.608	0.06%	3.671
050207	05央行07	0.678	0.01%	3.951
050406	05央行06	0.618	0.07%	4.129
050011	05央行01	0.638	0.11%	4.337
050222	05央行22	2.418	0.03%	4.389
030311	03国债11	0.748	0.07%	4.418
060208	06央行08	0.638	-0.09%	4.932
040007	04国债07	0.658	0.05%	5.184
020214	02国债14	0.458	0.23%	6.323
030301	03国债01	0.218	0.00%	6.323
030302	03国债02	0.808	0.00%	6.805
0881024	05央行CP01	3.938	0.20%	6.915
040202	04央行02	4.448		