

# Currency·bond

关注央行货币紧缩政策

## 进一步紧缩悄然启动

定向紧缩 + 大规模常规回笼,本周公开市场净回笼资金量猛然突破千亿大关

□本报记者 秦宏 秦媛娜

就在市场还在揣测货币政策的下一步动向时,紧缩措施却已经随之悄然启动;本周央行通过公开市场锁定资金 1300 亿元,接近本月初上调法定存款准备金率所锁定的资金量,创下了 20 周以来的新高。

定向票据或成惯例

昨天,央行在公开市场发行了 500 亿元定向央行票据,这已经是央行今年以来第三次启动定向票据。本期票据的期限仍为一年,收益率为 2.1138%,比市场利率低约 55 个基点,定向央行票据的惩罚特性没有改变。

实际上,根据市场流传的 6 月份金额数据显示,信贷增速已有所收敛。而央行仍然坚持发行定向票据,显然在向市场表明,眼下信贷增速放缓的基础并不扎实,因此每月对信贷投放大户的“惩罚”将可能成为惯例。此次定向票据的发行对象均是 6 月份信贷增长突出的银行。四大行中的建行和中行再度成为定向紧缩对象,合计占了定向票据量的 60%。

除了大行外,定向票据的发行对象还转向了约 6 家股份制银行和城市商业银行。业内人士认为,这表明定向紧缩的逻辑将不论银行“出身”,也不论资金规模,只看信贷增速,谁增长快就收谁的资金。

常规操作不手软

其实,就算本周公开市场发行定向央行票据,常规操作力度已经相当突出。本周常规的央行票据和正回购量已经合计达到了 1850 亿元,比上周额外增加了一半以上,净回笼资金量达到了 700 亿元,为上月单月净回笼量的 43%。

更值得关注的一个信号是,银行间市场研究人士



谁信贷增长快央行就收谁的资金 资料图

表示,本周一央行票据量不加价,将是下一步央行票据将大量发行的信号。

数量型工具仍是主流

定向票据发行和加大的常规操作力度,使本周公开市场资金回笼量突破 2000 亿元,达到 2350 亿元,创下自今年 3 月上旬以来的新高。本周净回笼量达到 1300 亿元,接近本月初央行一次性上调法定存款准备金率所锁定的 1500 亿元资金。

近一时期以来,围绕下一步政策的启动,准备金率、利率、汇率,逐一成为理论界讨论和猜测的对象。然而,本周突然增加的资金回笼量,无疑表明新一轮紧缩已经开始启动。

虽然,对于下一步政策将动用数量手段还是价格手段仍然在争议。但是,业内人士认为数量型操作工具仍将成为主流。毕竟,货币供应失控是经济过热的温床,而其根源则在于汇改。在汇改无法一步到位的情况下,下半年外汇占款量仍将维持在高位。除此之外,下半年财政存款的季节性投放和约 1 万亿元央行票据和正回购到期释放,将继续加剧银行体系的流动性。而对抗流动性过剩的最佳手段,还是数量工具。

## 央行说到做到

□大力

央行果然说到做到,市场对政策的推断也没有落空。昨日央行再度定向发行票据,而这一次的主要对象,的确换成了二季度新增贷款的新主力——股份制商业银行和城市商业银行。据悉,四大行中只有中行和建行成为定向发行的对象,不少被定向的银行都是首度“入围”。

这一消息打破了市场投资者本已岌岌可危的心态平衡,上午还基本均衡平稳的银行间债券市场中午过后立刻变了脸。前天还备受追捧的短期债券到昨天下午开盘明显萎缩,抛盘迅速增加。回购市场的资金面也骤然感受到了些许紧张气氛,正回购的需求方明显增多。昨天的股票市场也颇为配合,全天放量下跌 84 个点。背后的理由,除了大秦铁路 IPO 发行占用大量资金之外,无非还是本周末加息的传言动摇了市场的信心。

历史总是不断地被重复,债券市场又到了这样一个关键时期。紧缩性的货币政策就在眼前,几乎所有的投资者都明白这只是个时间问题。但是由于政策的可预见性偏低,紧缩性政策的



内容和推出的时间都难以在投资者中达成共识,使得市场往往会在紧缩性政策实际推出前,处于迷惘和惊恐边缘的境地。这一时期的债券市场特征表现为流动性明显降低、成交量大幅下跌、价格波动幅度扩大。而等到政策一旦明确,反倒会让投资者心态安定下来,有利于市场走稳甚至反弹。

而当下,市场就在等着那一双鞋快点落地。大规模的发行央票和有针对性地定向发行已经为投资者所共识,接下来就等着刚性的紧缩性政策出台。按照以往的经验,越是言之确凿的加息传言到最后越容易落空,因此本周末加息的可能性倒真是不大。不过,这个周末之后不知道又会有什么新的传言出来,而投资者也不知道还要度过多少个这样端端不安的双休日。

## 回笼再创新高 利率高位整理

□特约撰稿 王凯

公开市场货币回笼力度在本周忽然提高,但相关利率并未受到明显影响。周二和周四的央行票据发行规模均较上周翻倍,共计 900 亿元的票据发行没有拉高其利率水平,一年期票据发行利率停留在上周 2.67% 的附近,而周四的三月期票据利率则在市场传言的影响下小涨一个基点。本周正回购规模继续上升至 950 亿元,创最近十三周来的新高,其利率则呈现加速下跌的态势,本周招标结果为 1.96%,较上周下跌近十个基点。扣除本周到期的票据和回购,本周公开市场操作回笼基础货币 800 亿元,是最近八周来的新高。

据来看,我国贸易顺差再创新高。今年上半年累计贸易顺差已经超过去年全年的六成,人民币小幅的升值到目前为时还没有对我国净出口口的持续增长构成显著的影响。值得注意的是,贸易顺差的加速上涨并未刺激外汇占款的增长,这一现象可能有两种解释,如果不是人民币升值预期减弱,那么央行很有可能在连续通过货币互换

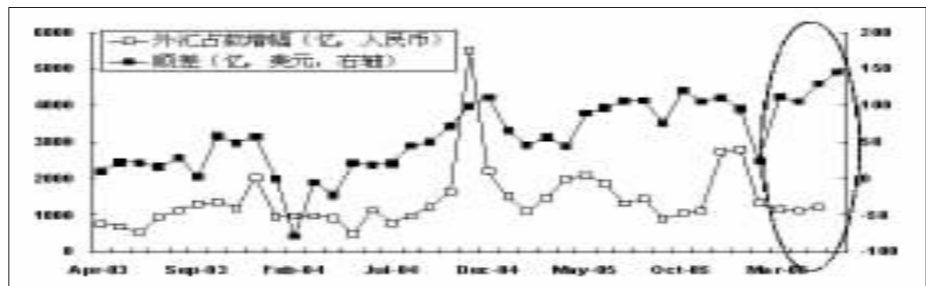
调控外汇占款的增长,对公开市场的货币回笼形成有力的补充和支撑。

最近四周公开市场的累计货币回笼规模已经超过 1700 亿元,这还不包括一个月前的定向票据,连续大规模的货币回笼对流动性的影响实际上已经超过存款准备金率上调对流动性的冻结。由于接下来三个月票据到期规模都不到 200 亿元,央行可以

轻松将货币回笼维持在相当规模,而持续大幅的货币回笼将延迟债券市场的回暖。

尽管从本周的报价数据来看逆回购仍占多数,银行间市场回购利率也在本周跌趋 2% 的整数位置,但是基于上面的分析,我们认为市场流动性仍处于逐步趋紧的轨道中,市场利率将继续在高位整理,而难以出现大幅度的回落。

贸易顺差的加速上涨并未刺激外汇占款增长



## 中债公司将全面实现实时券款对付

中央国债登记结算公司董事长张元日前在上海召开的“全球债券回购与借贷高级论坛”上表示,面对资本流动的全球化、机构投资者的迅速崛起、交易产品的衍生浪潮,中央国债登记公司将适应新的发展趋势,全面实现实时券款对付,进一步扩大开放,逐步增加与境外中央托管机构的互联,逐步实施国际惯例与标准,进一步完善中国债券市场托管结算体系。

张元透露,今年,中央国债登记公司将坚持实行债券中央集中托管和集中结算;发展各具特色的结算体制,推行并不断完善统一结合的债券托管账户体系。为此,将积极推进托管结算中心系统和客户端系统的完善和升级,逐步完成客户端数据信息下载通

道和智能统计报表系统的开发上线,推出新版指数、收益率曲线和估值系统,筹建客户服务电话中心,建立客户信息库,集成并优化业务咨询和账户查询系统等,不断完善服务功能,以顺应结算国际化、结算系统功能多元化、结算时间实时化、结算机构之间联网化的发展趋势。张元还透露,截至今年 6

月底,在中央国债登记公司托管账户中开立一级托管的机构达 5884 家,个人二级账户 11476 万户;托管债券 663 只,总额达 839 万亿元;今年 1 至 6 月的结算量达 16.33 万亿元,比去年同期增长 67.49%,其中,质押式回购 10.96 万亿元,比去年同期增长 53.93%,买断式回购 0.15 万亿元,比去年同期增长 50%。(金荣)

■市场快讯

## 市场“指手画脚” 人民币不为所动

□本报记者 秦媛娜

随着汇改一周年这一敏感时点的临近,市场中关于人民币汇率的评价也接踵而至,但市场中的人民币似乎并不为所动,仍然保持了固有的小幅波动节奏,昨日回调 32 个基点,继续站稳 7.99 元。

昨日银行间即期外汇市场上,美元兑人民币汇率中间价随着国际汇市美元的走强而出现了小幅走高,报 7.9948 元,较前日上扬了 32 个基点,已经连续第十个交易日保持在 7.99 元-8 元关口波动。

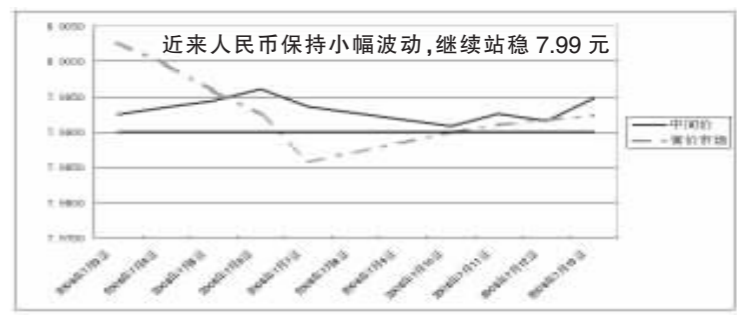
与看似平静的市场波动形成对比的,则是热热闹闹的评论和分析。近期,关于人民币汇率走势的评论一涌而出,既有来自官方专家的声音,也有市场机构的研究预测。

6 月创纪录的 145 亿美元贸易顺差数据公布后,高盛等外资金融机构曾表示人民币被低估,而中信证券等中资机构也发表报告,表

示加快人民币升值是流动性紧缩政策的最佳选择。昨日,两位央行“智囊团”的专家也发表了对人民币汇率的看法,央行货币政策委员会委员余永定表示,中国经济的发展状况使得汇率政策改革变得更加紧迫,中国应继续允许人民币逐步升值。央行研究所所长唐旭则表示,人民币汇率不是人为的,应由市场供求来决定,人民币价值将取决于市场供应和需求关系。

一时间,关于人民币汇率的讨论俨然进入了高温期。但是面对种种“指手画脚”,“主角”自己似乎并未对此做出剧烈的反应。

昨日的交易市场上,人民币同样是小幅回调。在撮合交易市场,上扬 16 个基点收于 7.9926 元;询价交易市场,上扬 7 个基点收于 7.9924 元,仍然延续了近期跨日、日间波动都趋窄的特征。交易员表示,这反映了市场在这一政策敏感期的谨慎态度,预计这一盘整还将继续。



## 上海电力下周发行短融券

□本报记者 秦媛娜

上海电力股份有限公司将于下周发行今年第一期短期融资券,发行规模为 6 亿元。本期短融券采用簿记建档方

式贴现发行,期限为 365 天,从 2006 年 7 月 19 日至 2007 年 7 月 19 日。经上海新世纪资信评估投资服务有限公司评定,本期短融券信用评级为 A-1+级,中国光大银行为此次发行的主承销商。

■汇市观察台

## 贸易数据良好 美元全面上涨

□刘汉涛

中国外汇交易中心人民币兑美元周四在询价系统收报 7.9924 元,较上日收盘价 7.9917 元继续下跌。人民币汇价在上周创出新高后,市场气氛偏向谨慎,而且本周美元出乎意料的强势,因此人民币放缓一下步伐,短暂回调也属正常。

美元在公布良好的贸易数据后全面走强,兑欧元从数据公布前的 1.2740 美元一度涨至 1.2680 美元,兑日元从 114.30 日元附近最高涨至 115.80 日元,不过进入亚洲市场美元有所回调。美国 5 月贸易逆差扩大至 638.4 亿美元,但是却低于市场的预期,支撑了美元上扬。进入欧洲市场美元兑瑞郎和欧元触及日低,原因是油价升至纪录高点,逼近每桶 76 美元,高涨的油价打压了美元,同时地缘政治局势紧张推动了避险货币买盘。

欧元在亚洲市场和欧洲市场略有上涨,兑美元涨至 1.2720 美元附近。欧洲央行发布的 7 月月度报告称,该央行决策者正在密切关注物价走势,以确保通胀风险不会变成现实。这和上周特雷谢尔 ECB 反通胀立场提高至“保持高度警惕”是一致的,市场认为

后者是 ECB 将加速升息并在 8 月初再度加息的信号。德国 6 月消费者物价指数终值较上月增长 0.2%,较上年同期增长 2.0%,6 月消费者调查物价指数较上月增长 0.1%,尽管调和指数有所下降,但欧元区物价压力不太可能因此缓解。

日元在美元走强的情况下而下跌。周四开始日本央行开始为期两天的政策会议,市场大多预期央行周五将宣布三年来首次加息,届时将把指标隔夜拆借利率调升至 0.25%,不过由于日本经济增长较温和且通胀压力较小,央行后续紧缩步调将相当谨慎。日本官员不断提醒央行谨慎行事,又有官员表示,日本央行必须担起确保通缩不会死灰复燃的责任,但政策应由央行决定。日本未经调整的经常账盈余较上年同期增加 15.9%,低于预期,贸易顺差同比增长 6.9%,不过预期未来日本出口增长恐将有所放缓。

英镑兑美元一度跌至 1.8320 美元,但是在亚洲市场一路回调,重新回到 1.84 美元上方。澳大利亚 6 月失业人口增加 5.2 万人,失业率为 4.9%,远低于市场预期,市场认为数据提高了央行于 8 月加息的可能性。(作者系中国建设银行交易员)

■短融行业分析

## 电力行业: 仍处景气周期 偿债能力上乘

2006 年电力行业发展面临新的环境和格局。电煤供应紧张形势有所缓解,价格上涨压力减弱。我国目前的电力生产结构中,燃煤火电占据绝对优势,比重在 70% 以上;而电力行业又是煤炭行业的主要用户,我国煤炭总销售量有 50% 以上用于发电。国家发展改革委员会发出通知,决定自 2006 年 6 月 30 日起,将全国销售电价平均每千瓦时提高 2.5 分钱,二次煤电联动缓解了煤、电双方的价格矛盾,提高了火电企业的购煤能力,火电企业 2006 年业绩有望提高 10%。

截至 2006 年 7 月 12 日,电力行业共发行短期融资券 301.4 亿元,发行主体 14 家,发行短期融资券 23 个。除南方电网为电网企业外,其余 13 家主体均为发电企业。电力行业目前仍处于景气周期,由于电价实质上仍处于行政审批定价,电力行业企业具有较好的盈利空间。这将对短期融资券的偿还产生积极正面的影响。

从电力行业各短期融资券的发行主体来看,各发行主体的财务状况有所差别。相对而言,广发集团、国投公司及华能国际等具有较好的综合财务指标,短期偿债能力在发行人中居于优良地位。

(鼎资研究 姚芳) 分析报告全文详见中国债券网·中国债券评价中心 (http://www.cnstock.com/zqzqjzx/)

Table with 4 columns: 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. Values: 113.572, 109.71, 114.262, 118.88.

Table with 4 columns: 涨跌幅, 涨跌幅, 涨跌幅, 涨跌幅. Values: -0.02%, -0.01%, -0.08%, 0.02%.

### 银行间回购定盘利率(7月13日)

Table with 4 columns: 品种, 期限(天), 回购定盘利率(%). Values: FR001, 1, 1.7700; FR007, 2-7, 1.9439.

### 货币市场基准利率参考指标

Table with 4 columns: 品种, 期限(天), 回购定盘利率(%). Values: 7月13日, B0: 1.9406%, B2W: 2.0486%.

### 交易所债券收益率

Table with 5 columns: 代码, 名称, 最新收盘价, 收益率, 换手率. Lists various bonds like 0203201, 0203202, etc.

### 银行间债券收益率

Table with 5 columns: 名称, 品种, 最新收盘价, 收益率, 换手率. Lists various interbank bonds like 0203201, 0203202, etc.

### 美国国债收益率(7月13日)

Table with 4 columns: 种类, 总量, 到期时间, 收益率(%). Values: 2年期, 5.125, 2008.06.30, 5.15, -0.015.

### 交易所回购行情

Table with 5 columns: 代码, 名称, 最新价, 涨跌幅, 成交量(万元). Lists various repo transactions like 0203201, 0203202, etc.

### 银行间回购行情

Table with 5 columns: 品种, 收盘价(%), 涨跌幅(%), 成交量(百万元). Lists various interbank repo transactions like 0203201, 0203202, etc.

### 人民币汇率中间价

Table with 4 columns: 1美元, 1欧元, 100日元, 1港币. Values: 7.9948, 10.1573, 6.9279, 1.02820.