

Currency·bond

聚焦人民币汇率

弹性凸现 人民币波幅渐宽

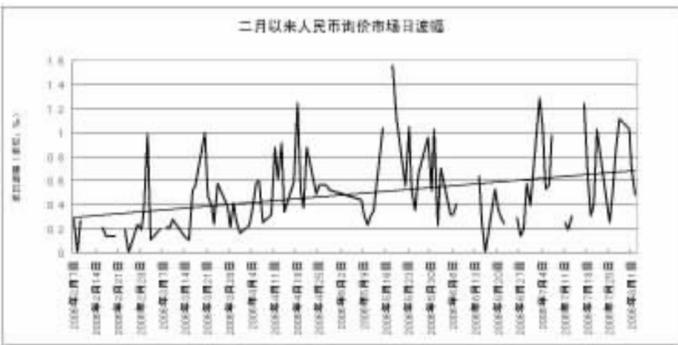
4月份之后日波幅超过1%频率在不断增加

□本报记者 秦媛娜

在为时一年的汇改路上,认为人民币应保持长期升值走势以缓解内外经济失衡的声音从未停息,人民币汇率扩大浮动区间的议题更是备受关注。但是来自询价交易市场的汇率走势显示,在外界“喋喋不休”争论之时,美元兑人民币汇率的单日波幅不动声色间实际上已经呈现出逐渐扩大的趋势。业内人士表示,自发调整、市场化程度增加是人民币弹性增大的主要动力。

根据对询价交易市场上人民币汇率的不完全统计,盘中交易价格比中间价的日波幅度 2006 年 3 月之前还全部保持在 1%之下,4 月份之后,日波幅超过 1%的频率在不断增加,4 月份只有 1 次,5 月份达到 5 次,7 月份则有 6 次之多。同时,每月的平均日波幅也在一路上扬,2 月份时只有 0.29%不到,7 月份时这一数据已经逼近 0.7%。而根据汇改时央行的规定,每日银行间外汇市场美元兑人民币的交易价在央行公布的美元交易中间价上下 3%的幅度内浮动。

业内人士表示,市场的自发调节是促成人民币波动幅度放大的主要原因。建设银行研究员赵庆明博士表示,从今年 3 月以来,人民币的双向波动特征不断增强,这为市场交易主体创造了短线操作的盈利空间,因此市场内交易趋于活跃,并且随着单边升值预期的破灭,投资者对人民币短期走势的判断分歧也在凸现,这更加



推动了人民币报价区间的扩大。

他的结论在市场交易员那里也得到了印证。交易员表示,汇改以来央行陆续出台了完善外汇市场的多项政策,并且引入了双边授信、双边清算的询价交易市场,激发了交易主体的参与热情,做市商报价趋于频繁,促使流动性大大提高,人民币波幅的加大也就成为必然结果。

今年 3 月两会期间,央行行长周小川就表示,“现在人民币汇率的浮动区间够用”,但是会根据国际国内形势的变化考虑扩大。在上个月汇改一周年之际,“扩大汇率波幅成当务之急”的讨论又频频出现。申万研究所分析师陆文磊表示,目前人民币 3%的波幅还没有用足,随着汇率弹性的进一步增大,这一区间有望扩大,而届时市场的承受能力也将不成问题,因为这一必然趋势的决定因素正是市场的力量。

人民币昨结束五连阳

□本报记者 秦媛娜

经过一轮五连阳的走势之后,人民币昨日开始了下跌调整。美元兑人民币汇率继续保持 7.97 元上方整理,交易市场上,人民币也在 7.97 元关口遇到强大阻力。

美元兑人民币汇率中间价在连续爬升 5 个交易日/升值 157 个基点之后,强势在昨日出现扭转,中间价上扬 42 个基点,到达 7.9762 元,成为在 7.97 元关口之上整理的连续第 5 个交易日。

前日,央行发布了一份题为《实施稳健货币政策 控制货币信贷过快增长》的文章,提及汇

率改革时,认为人民币“破 8 后外汇市场运行稳定”,并在文章中指出下一步要从包括增强汇率弹性在内的多个方面入手进行经济结构调整。

建设银行研究部赵庆明博士表示,人民币近期涨跌互现的走势也适时地表现出了弹性增大并稳步升值的特征。

由于中间价高,美元兑人民币汇率在交易市场上也出现了大幅回调。撮合交易市场上,美元兑人民币汇率上扬 87 个基点,收于 7.9768 元。询价交易市场的收盘价也较前期攀升 55 个基点报收 7.9768 元。两交易市场上人民币盘中波动区间均保持在 7.97 元之上。

■每日交易策略

回购仍高 利率难稳

□琢磨

昨日发行的3个月央票和恢复发行的6个月央票没有稳定的迹象,其中3个月央票利率2.4211%,比上周上涨了4BP,6个月央票利率2.7033%,与央行指导的1年央票利率2.796%相差甚小。让人惊奇的是,在新股发行节奏趋缓、交易所回购利率已迅速回落到2.5%以下的情形下,银行间7天回购利率竟然一直维持在2.6%以上,从中可以体会到银行希望分享新股申购资金申购利润的强烈意愿。

高位的回购利率给央行意图稳定1年央票利率的目标的实现带来了阻力。昨日银行间7天内回购利率2.66%,与2.796%的央行指导利率只有13BP,6个月央票2.7%的利率与2.796%也只有不到10BP。如此低的利率补偿会使较多投资者宁愿选择放7天回购,一可以保持资产流动性



和规避政策风险,二可以在大盘新股发行回购走高时获取更高的收益。因此,看似基本合理的央行指导利率,短期可能还要受市场其他期限结构利率的制约。

昨日,几大证券报同时刊登了人民银行的署名文章,标题为《实施稳健货币政策 控制信贷过快增长》,这不由得让人再费思量:是不是央行后续还要有动作,提前给市场打预防针?好在部分7月份数据下周要出来了,让我们再等等。

■市场快讯

告别净投放 本周回笼资金 160 亿

□本报记者 秦宏

昨天,央行在公开市场发行了两期央票,其中,复出的6个月央票定价为2.7033%,3个月央票利率为

2.4211%,较上周上涨了4个基点。本周公开市场共计回笼资金410亿元,对冲到期的250亿元资金后,净回笼的资金量为160亿元,从而结束了连续两周的净投放。

进出口行一年期金融债下周发行

□本报记者 秦媛娜

中国进出口银行将于8月9日发行今年第三期金融债,发行总额

为80亿元,不设基本承销额。本期金融债为1年期固定利率债券,到期一次还本付息,采用固定面值、单一利率招标方式发行。

农发行将发三年期金融债

□本报记者 秦媛娜

中国农业发展银行将在8月11日发行100亿元3年期金融债。这是农发行今年第九期金融债,也是该行今年第七期金融债

的增发债券,为3年期固定利率债券,采用固定面值、单一价格招标方式发行,并不设基本承销额。据悉,农发行6月26日发行的第七期金融债规模为150亿,票面利率3.05%。

■一周公开市场操作

多形式操作 央行谋求量价兼得

□王凯

本周可能是央行公开市场操作历史上变化最多的一周,在多重操作目标约束下,多种形式的公开市场操作也许体现了央行竭力避免顾此失彼的心态,但货币回笼仍然是一个基本的态度。

数量招标,一方面是对金融机构流动性最直接的检测,但更重要的是,它也可能成为机构谨慎心态影响央行公开市场的渠道。最近的一次连续数量招标出现在2004年3月底,当时央票发行的连续流标并没有因为招标方式的改变而停止,对紧缩政策的担忧使金融机构在市场上非常谨慎。同年4月初央行宣布上调存款准备金率0.5%,同期的央票数量招标出现连续流标,货币供给大幅下降,央行停止货币回笼,之后公开市场操作在那年的整个夏天都非常宽松。

■汇市现象台

意外升息 英镑借势跳涨

□刘汉涛

欧元在进入欧洲市场下跌,虽然投资者预期欧洲央行稍晚将会升息,但为了防止ECB政策不那么强硬的欧元区货币政策展望,而坚持欧元的头寸,致使欧元下跌。7月欧元区服务业采购经理人指数PMI降至今年1月以来最低,该数据不会改变ECB稍晚将升息的前景。

由于英镑意外升息,致使英镑跳涨100余点,兑美元从1.87美元附近涨至1.8860美元附近。之前市场认为面对不明朗的全球经济前景,且高油价可能损及经济增长,从而普遍预期英国央行会维持利率不变,但是最终央行却意外升息25个基点,令市场大跌眼镜。市场关注会后错牌,究竟为什么英国央行会意外升息。(作者系中国建设银行交易员)

■市场调查

七天浮动债缘何遭此冷遇

□特约撰稿 大力

自5月份以来,曾经备受追捧的以7天回购利率为基准的浮动利率债券(以下简称七天浮动债)的利率水平日渐上扬。3月底发行的5年期06国开02利率还仅有48个BP,到5月中旬06国开08发行时已经上扬到70个BP,到7月底这一期限的利率已经飙升至90个BP以上。曾经接近110个基点的十年期七天浮动企业债,目前利率也已超过了140个BP。三个月之后,七天浮动债成了昨日黄花,其投资者也因此而损失惨重。

七天浮动债为何会遭此冷遇?为什么在短短几个月内行情会遭受如此沉重的打击?

自身基准存在先天缺陷

首先,7天回购利率并不能有效地反映债券市场整体收益率变动的情况。我们可以通过数据检验,来考察7天回购利率的波动特性。

我们选用上证国债指数作为衡量债券市场平均的收益率水平的指标,截取真实反映市场变化的2003年7月1日至2004年7月1日这一年的数据进行假设性检验。结果显示,7天期回购利率的4个月、2个月、1个月和2周四个指标与上证国债指数收盘指数都呈现出很弱的正相关性,这与两者应存在较强负相关性的设想矛盾。而且显著性检验在1%的水平下不能否定两者不存在相关性的假设。

为了进行对比,我们用央票的发行利率来作一个比较检验,将这些票据发行日对应的上证国债指数收盘指数提取出来进行相关性分析。结果显示,1年期央票的发行利率与上证国债指数收盘指数

上证国债指数收盘指数与7天回购利率指标相关性分析

		4个月	2个月	1个月	2周
上证国债指数收盘指数	皮尔森相关系数	0.108	0.103	0.087	0.071
	双尾检验值	0.091	0.107	0.174	0.269
	样本数	244	244	244	244

上证国债指数收盘指数与央行票据利率相关性分析

		3个月央行票据发行利率	6个月央行票据发行利率	1年期票据发行利率
上证国债指数收盘指数	皮尔森相关系数	-0.176	-0.313(*)	-0.929(**)
	双尾检验值	0.389	0.044	0.000
	样本数	26	42	22

注:**相关性在0.01的水平是显著的(双尾);*相关性在0.05的水平是显著的(双尾)。

之间有很强的负相关性。

其实,市场分割理论足以解释7天回购利率与债券市场收益率水平之间的负相关关系。银行间的回购市场主要是满足金融机构流动性需求的,因此短期的资金供求平衡会对该市场造成较大的冲击。而债券市场则更多是满足投资性需求的,对其发生作用的是宏观经济基本面的变化以及市场参与者的预期变化。这两个市场在资金上是互通的,但是在定价上却是相互独立的。

在未来利息上涨预期增强的情况下,投资者必然将资金从债券市场撤出进入短期回购市场进行风险规避,从而在大量避险资金的推动下反向走低。数次债券市场下跌行情都验证了这个事实。因此,7天期回购利率作为流动性市场的短期资金利率,非但不能和债券市场的平均收益率正相关,反倒往往成为反向指标。

期限错配 风险外露

7天回购利率作为浮动利率债券的基准,存在期限错配问题。7天期回购利率只

供求关系生变

七天浮动债的供求关系发生巨大的变化,需求的减少使其行情一落千丈。自2004年11月第一只七天浮动债04国开17发行伊始,投资者就将其定义为久期为3个月的短期品种,这使得其需求方较为单一,除了少部分仓位在银行类金融机构手中外,大部分都被货币基金公司所持有。而在2005年货币基金大发展的时期,债券市场的短期债券品种还较为匮乏,自然大受追捧。

但是到了2006年,债券市场的供给结构发生了巨大的变化。一年期及其以下的企业短期融资券异军突起,特别是随着2005年发行的企业短期融资券剩余期限逐步落入三个月内,货币基金有了充足的短久期品种可供选择。与此同时,随着股市行情的好转,货币基金遭遇了有史以来最大的赎回压力,越来越多的七天浮动债被迫抛出。

行情复苏有赖货币基金

由此,笔者认为,七天浮动债自身基准的缺陷和其供求关系的变化,是造成其近期利率不断下降、行情不断下挫的主要原因。由于其自身基准的缺陷问题不可能得到彻底的解决,因此其行情的复苏主要还是依靠供求关系的变化。

在利率互换交易活跃起来之后,七天浮动债的持有人可以将其浮动基准以利率互换的形式置换成一个固定利率,这样可以基本避免七天浮动债在二级市场抛卖所造成的损失。但是由于七天浮动债的假设是付息周期内7天期回购利率不发生任何变动,这个假设显然是不成立的,也不能有效规避付息周期内利率变动的风险。也有观点提出七天浮动债就按照标准的期限,每7天付息一次,但这对于发行主体和投资者而言都是不太现实的选择。

因此,由于期限错配问题的存在,投资者对七天浮动债要求了一个利差作为付息周期内利率变动的风险补偿。这一利差在市场利率平稳向下的时候尚可维持一个很低的水平。但在市场利率大幅度上扬和剧烈震荡时期,投资者必然要求一个很高的风险利差,这也正是近期七天浮动债利差水平飙升如此之快的一个主要原因。

7天回购利率作为浮动利率债券的基准,存在期限错配问题。7天期回购利率只

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	上证金融债指数
112.938	109.610	113.775	118.680
0.00%	0.04%	0.00%	-0.11%

银行间回购定盘利率(8月3日)

品种	期限(天)	回购定盘利率(%)
FR001	1	2.4820
FR007	7	2.6655

货币市场基准利率参考指标

8月3日	BO: 2.6643%	B2W: 2.6649%
------	-------------	--------------

交易所债券收益率

代码	名称	最新收盘	收盘	收益率	剩余期限
020001	02国债(1)	99.974	-0.074	-0.13%	1.58
020002	02国债(2)	99.974	-0.144	-0.14%	1.84
020003	02国债(3)	99.974	-0.144	-0.14%	2.10
020004	02国债(4)	99.974	-0.144	-0.14%	2.36
020005	02国债(5)	99.974	-0.144	-0.14%	2.62
020006	02国债(6)	99.974	-0.144	-0.14%	2.88
020007	02国债(7)	99.974	-0.144	-0.14%	3.14
020008	02国债(8)	99.974	-0.144	-0.14%	3.40
020009	02国债(9)	99.974	-0.144	-0.14%	3.66
020010	02国债(10)	99.974	-0.144	-0.14%	3.92
020011	02国债(11)	99.974	-0.144	-0.14%	4.18
020012	02国债(12)	99.974	-0.144	-0.14%	4.44
020013	02国债(13)	99.974	-0.144	-0.14%	4.70
020014	02国债(14)	99.974	-0.144	-0.14%	4.96
020015	02国债(15)	99.974	-0.144	-0.14%	5.22
020016	02国债(16)	99.974	-0.144	-0.14%	5.48
020017	02国债(17)	99.974	-0.144	-0.14%	5.74
020018	02国债(18)	99.974	-0.144	-0.14%	6.00
020019	02国债(19)	99.974	-0.144	-0.14%	6.26
020020	02国债(20)	99.974	-0.144	-0.14%	6.52
020021	02国债(21)	99.974	-0.144	-0.14%	6.78
020022	02国债(22)	99.974	-0.144	-0.14%	7.04
020023	02国债(23)	99.974	-0.144	-0.14%	7.30
020024	02国债(24)	99.974	-0.144	-0.14%	7.56
020025	02国债(25)	99.974	-0.144	-0.14%	7.82
020026	02国债(26)	99.974	-0.144	-0.14%	8.08
020027	02国债(27)	99.974	-0.144	-0.14%	8.34
020028	02国债(28)	99.974	-0.144	-0.14%	8.60
020029	02国债(29)	99.974	-0.144	-0.14%	8.86
020030	02国债(30)	99.974	-0.144	-0.14%	9.12
020031	02国债(31)	99.974	-0.144	-0.14%	9.38
020032	02国债(32)	99.974	-0.144	-0.14%	9.64
020033	02国债(33)	99.974	-0.144	-0.14%	9.90
020034	02国债(34)	99.974	-0.144	-0.14%	10.16
020035	02国债(35)	99.974	-0.144	-0.14%	10.42
020036	02国债(36)	99.974	-0.144	-0.14%	10.68
020037	02国债(37)	99.974	-0.144	-0.14%	10.94
020038	02国债(38)	99.974	-0.144	-0.14%	11.20
020039	02国债(39)	99.974	-0.144	-0.14%	11.46
020040	02国债(40)	99.974	-0.144	-0.14%	11.72
020041	02国债(41)	99.974	-0.144	-0.14%	11.98
020042	02国债(42)	99.974	-0.144	-0.14%	12.24
020043	02国债(43)	99.974	-0.144	-0.14%	12.50
020044	02国债(44)	99.974	-0.144	-0.14%	12.76
020045	02国债(45)	99.974	-0.144	-0.14%	13.02
020046	02国债(46)	99.974	-0.144	-0.14%	13.28
020047	02国债(47)	99.974	-0.144	-0.14%	13.54
020048	02国债(48)	99.974	-0.144	-0.14%	13.80
020049	02国债(49)	99.974	-0.144	-0.14%	14.06
020050	02国债(50)	99.974	-0.144	-0.14%	14.32
020051	02国债(51)	99.974	-0.144	-0.14%	14.58
020052	02国债(52)	99.974	-0.144	-0.14%	14.84
020053	02国债(53)	99.974	-0.144	-0.14%	15.10
020054	02国债(54)	99.974	-0.144	-0.14%	15.36
020055	02国债(55)	99.974	-0.144	-0.14%	15.62
020056	02国债(56)	99.974	-0.144	-0.14%	15.88
020057	02国债(57)	99.974	-0.144	-0.14%	16.14
020058	02国债(58)	99.974	-0.144	-0.14%	16.40
020059	02国债(59)	99.974	-0.144	-0.14%	16.66
020060	02国债(60)	99.974	-0.144	-0.14%	16.92
020061	02国债(61)	99.974	-0.144	-0.14%	17.18
020062	02国债(62)	99.974	-0.144	-0.14%	17.44
020063	02国债(63)	99.974	-0.144	-0.14%	17.70
020064	02国债(64)	99.974	-0.144	-0.14%	17.96
020065	02国债(65)	99.974	-0.144	-0.14%	18.22
020066	02国债(66)	99.974	-0.144	-0.14%	18.48
020067	02国债(67)	99.974	-0.144	-0.14%	18.74
020068	02国债(68)	99.974	-0.144	-0.14%	19.00
020069	02国债(69)	99.974	-0.144	-0.14%	19.26
020070	02国债(70)	99.974	-0.144	-0.14%	19.52
020071	02国债(71)	99.974	-0.144	-0.14%	19.78
020072	02国债(72)	99.974	-0.144	-0.14%	20.04
020073	02国债(73)	99.974	-0.144	-0.14%	20.30
020074	02国债(74)	99.974	-0.144	-0.14%	20.56
020075	02国债(75)	99.974	-0.144	-0.14%	20.82
020076	02国债(76)	99.974	-0.144	-0.14%	21.08
020077	02国债(77)	99.974	-0.144	-0.14%	21.34
020078	02国债(78)	99.974	-0.144	-0.14%	21.60
020079	02国债(79)	99.974	-0.144	-0	