

Currency·bond

解读二季度货币政策执行报告

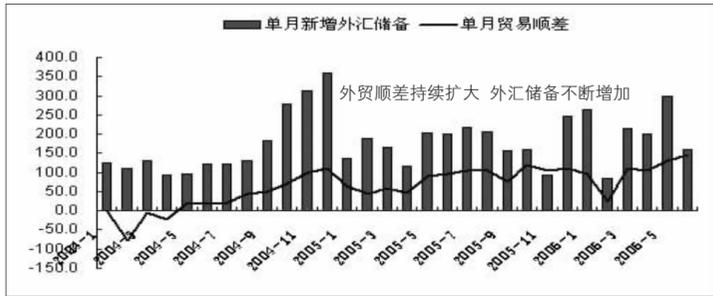
后续政策追求内外均衡发展

提高存款准备金率或成调控常规工具,人民币升值料适度加快

□特约撰稿 梁福涛

8月9日晚中国人民银行发布了《2006年第二季度货币政策执行报告》(以下简称《报告》)。我们分析认为,《报告》对宏观经济形势的判断侧重于强调“固定资产投资增长过快、信贷投放过多和国际收支不平衡,防止经济过热”。

今年上半年国民经济总体平稳快速发展,但在内外均衡上已经出现了一些问题。内部失衡主要表现在固定资产投资增长过快、货币信贷投放过多、消费内需不足。固定资产投资增长过快的原因主要包括地方政府投资冲动不减、信贷增长过快。而其中贷款增多的原因除了投资项目较多增加贷款需求外,流动性过剩也给银行信贷提供了充裕资金,银行盈利动机增强也进一步推动贷款增加。外部失衡则是国际收支双顺差,尤其是外贸顺差持续扩大。形成大幅国际收支顺差的原因,从外部来



看是全球经济增长和流动性过剩导致国内出口增加,资金流入,从内部来看是消费内需不足,产业结构不尽合理。

解读《报告》可知,针对以上经济问题,后续相关政策趋势是采取综合措施调节经济内外均衡发展。

针对内部失衡,分析表明货币政策的重点预期仍然是“流动性回收+贷款结构调控”。综合采取回收流动性手段,除了继续加强发行票据等公开市场操作手段外,不排除进一步发挥存款准备金率政

策工具的作用。在流动性继续过剩的情况下,提高存款准备金率并非“猛药”,或可能成为调控的常规工具,值得我们重视。贷款结构调控则主要通过出台信贷政策、加大“窗口指导”力度等来实现。同时,可以预期在强调消费内需不足和储蓄率过高的情况下,利率政策短期内并非当局最为重要的工具。

而针对外部失衡,总体强调采取综合措施,具体包括扩大内需、降低储蓄率、调整外资优惠政策、扩大出口和市场开

放以及汇率浮动等。虽然强调调节国际收支失衡不能单靠汇率升值,但是明确提出“适当发挥汇率在实现总量平衡、结构调整及经济发展战略转型中的独特作用”值得我们关注。这也表明政策重心进一步移向汇率升值。由此预计在持续扩大的贸易顺差推动下,人民币升值料将适度加快,但基于预防热钱冲击的考虑,相信升值幅度也会有所控制。同时,在美联储停止升息的情况下,人民币升值可能在短期内进一步压缩人民币加息的空间。

人民币远期市场定价主导权开始回归

基于利率平价的国内人民币远期定价已反过来影响NDF走势

□本报记者 秦媛娜

在人民币即期汇率走势自主性不断增强的同时,人民币远期市场的定价主导权也开始回归。昨日央行发布的《2006年第二季度货币政策执行报告》指出,目前国内人民币远期市场定价机制已经实现了从基于预期的定价机制向利率平价的转变,从而逐步摆脱境外NDF(人民币无本金交割远期交易)市场的影响,掌握了定价的主导权。

《报告》指出,促使远期定价机制臻于完善的主要原因,是银行结售汇综合头寸管理原则从收付实现制向权责发生制的转变。

今年1月4日之前,我国银行结售汇的综合头寸管理采用收付实现制,商业银行的远期头寸不能通过即期市场平盘,远期汇率的定价机制主要基于对人民币汇率未来走势的预期。但是作为远期汇率的两种定价机制之一,基于预期的定价机制不如基于利

率平价的定价机制稳定,因此今年1月4日和6月2日,银行间汇市做市商和所有外汇指定银行分开始进行权责发生制管理结售汇头寸,完全打通了即期外汇市场和人民币远期市场。

人民币远期定价从基于预期的定价机制到基于利率平价的定价机制转变的一个重要体现,就是摆脱了境外NDF市场的影响。《报告》还进一步指出,随着完全基于利率平价的人民币远期定价机

制的建立,人民币远期市场定价已经开始影响NDF市场价格走势。

资料链接

权责发生制是指银行将对客户结售汇业务、自身结售汇业务和银行间外汇市场交易在交易订立日计入结售汇综合头寸,而收付实现制是指将这些业务在资金实际收付日计入结售汇综合头寸。

■聚焦美元暂停加息

中国债市迎来喘息机会

□特约撰稿 屈庆

周二美国联邦公开市场委员会决定维持利率不变,美联储自2004年6月以来连续17次幅度均为25个基点的加息步伐已暂告一段落。美联储暂停加息,对中国国内债券市场的影响比较大。

我们认为,短期内债市将迎来短期喘息的机会:一方面,美元加息周期暂停会导致美元进一步贬值,在参考一篮子指数的情况下,人民币对美元升值速度会加快,国际游资内流规模估计会增加;另一方面,美元利率停止上升,参考目前央票和LIBOR的利差,国内货币市场利率将缺乏上升空间,央

行加息的空间也几乎没有。

我们注意到,随着前期票据利率的持续上升,目前1年期央票与1年期LIBOR利差已经低于3%,这是去年汇改以来非常罕见的现象,同时6月份以来利差与人民币升值幅度的差距也有扩大的趋势。所以,我们认为,目前央票与LIBOR的利差很可能已经低于央行的“警戒线”。进一步分析,我们认为央票与LIBOR利差进一步贬值,可能会导致资金加快流入。

因此,综合来看,我们认为国内央票利率已经没有必要继续上升的空间。而事实上,中国央行已连续两周进行了1年期票据的数量招标,稳定市场利率的意图相

对明显。美联储暂时停止加息尽管有助于抑制中国国内货币市场利率的上涨空间,但我们认为,短期内市场利率明显回落的可能性却并不大。

首先,货币政策的紧缩风险尚未消除,在经济和金融指标没有出现降温趋势之前,市场紧缩预期难以明显改善;其次,股票市场活跃和新股发行对债券市场资金面的分流作用依然存在,7月份信贷数据即将出台,如果信贷规模依然庞大,无疑将加大央行继续出台紧缩政策的预期。我们认为,后期央行将继续遵循“流动性收缩+行政调控”的核心紧缩逻辑,即一方面通过上调准备金率、发行定

向票据等收紧银行体系的超额流动性,抑制银行贷款能力,并辅助于数量招标的方式来稳定市场利率,另一方面通过与银监会、发改委等其他调控部门相配合,控制新开工项目速度,抑制信贷资金需求,以此实现控制投资和信贷过热的目标。而如果提高存款利率,将使得目前货币市场利率水平上一个台阶,无疑与央行目前稳定市场利率的操作思路是矛盾的,因此我们认为加息依然不会成为后期央行紧缩政策的首选。

综合以上分析,我们认为,为短期国内货币市场利率将见顶回落,但回落幅度有限,未来一段时间维持在高位震荡的可能性更大。

■市场快讯

利好失效 人民币昨继续下跌

□本报记者 秦媛娜

虽然昨夜美联储利率会议决定暂停加息,但是人民币并没有受到这一利好的提振,反而继续前日的下跌轨迹,中间价再次回调35个基点,并在询价交易市场盘中一度推穿7.98元关口。撮合交易市场上,美元兑人民币汇率收盘时较前日攀升54个基点收于7.9764元,询价交易市场上,则上调40个基点收于7.9772元,在盘中甚至击穿7.98元关口,达到7.9805元的高位。

交易员表示,在美元暂停加息已提前消化的情况下,美联储是否将继续加息、何时再加就成市场关注的下一个焦点,但是在这一问题上的分歧将对资金有明显的分流作用,因此美元兑人民币汇率短期内或将维持在7.98元-7.9650元区间调整。

□本报记者 秦媛娜

今天,央行将在公开市场发行10亿元3个月央行票据,与上周持平。而上周刚刚复出的2个月期央

票本周将不再发行。至此,如果央行今天在公开市场不对其他工具另进行操作,公开市场操作将再次回到净投放,净投放资金量将达到118.7亿元。

进出口行1年期债中标利率低于预期

□本报记者 秦媛娜

央行的数量招标不但开始显现稳定市场利率的功效,也因为缓和了市场紧张气氛而激发了昨日机构踊跃认购进出口行1年期金融债的热情。

进出口行昨日发行的1年期金融债获得超额认购倍率3.42倍。本期金融债的中标利率为2.89%,低于此前市场预期,也比二级市场上同期限的金融债利率低出近10个基点。中标机构较为集中,仅为15家,以国

有和股份制银行为主。

由于受两周前国开行金融债发行利率高企以及股市近期快速扩容的影响,本期金融债发行前并不被看好,但最终结果却恰恰相反。中国银行债券分析师董德志表示,进出口行金融债的走俏显示出央行在公开市场业务中采用的数量招标已被市场认可,不但起到了稳定市场利率的效果,也使得市场资金面有所缓和。同时,本期金融债发行规模不大,吸引资金数量有限,也是促使其认购倍率处于高位的一个原因。

■每日交易策略

回购利率有虚高嫌疑

□大力

昨日上午一年期进出口债2.89%的招标结果公布之后,压抑已久的债券市场投资者普遍感受到了久违的一丝清凉。在连续两周央票数量招标未开,一二级市场收益率长时间倒挂的背景下,2.89%的价格招标结果让短期债券的投资者看到利率企稳的一线曙光。更重要的是,由于进出口债的流动性要低于国开债和央行票据,这一结果也表明未来央票二级市场的收益率有可能下跌到一个更低的价格。

但是令人奇怪的是,回购利率却始终居高不下。隔夜回购上攀到2.50%之上,昨日只回落到2.40%左右。7天回购从2.70%的高点回落至今,也仅下降了20个BP左右。而一个月回购一直维持在3.0%左右。回购利率居高不下,导致了央票市场和回购市场利率的倒挂,若是参考回购市场利率来为央行票据定价,目前1个月以上的央票交易肯定难以达成。

其实近期回购市场资金面一直非常宽松,公开报价页面上全都是逆回购意向。但是为什么在这样宽松的环境下,利率却难以下行呢?其实观察公开逆回购报价的机构类型便可了然。

2005年前的银行间回购市场的资金供给垄断性很强,四大行是主要的资金供给方,中小金融机构是主要的资金需求方,市场透明度很高。但是随着各类金融机构规模和业务的不断扩大,自2005年开始,回



购市场的资金供给结构发生了深刻的变化。城市商业银行、农村商业银行和基金公司等资金实力大为增强,公开报价页面上出现了越来越多中小金融机构的身影,回购市场资金供给的垄断性大幅度下降。今年以来,在数次四大行头寸偏紧的状况下,回购市场仍有中小金融机构可以提供较为充足的流动性。

但是,中小金融机构回购定价策略却并没有因为资金供求结构的改变而发生明显的变化。以往中小金融机构的回购利率定价都是紧跟四大行的报价,如果四大行没有报价就紧跟市场加权平均价格或者前一日收盘价格。只要四大行不主动调整回购利率,回购市场利率就会有一个相当大的惯性保持稳定不变。由于近期四大行头寸并不宽松,没有主动调降利率的动机,因此资金供给方跟随加权利率和前一日收盘价格日复一日的报价,造成了资金宽松但利率难以下降的现状。

资金供求主体结构发生了变化,但定价模式仍然维持不变,目前的回购市场利率或许有些虚高了。

■短融评价追踪报告

上海电气: 突发事件不会招致兑付风险

□鼎资研究 刘引

周二传出消息,上海电气集团副总裁韩国璋涉嫌严重违法,正在接受调查。我们认为,上海电气出现的这一突发事件,对其发行的短期融资券的兑付不会产生太大风险,跟“福禧事件”相比,影响也没有那么大。

之所以得出上述判断,原因有三点:首先,上海电气为国有控股公司,公司背景较好,而福禧投资为民营企业,风险较大;其次,上海电气2006年中报反映的财务状况跟2005年底比较并没有太大变化,各项指标都达

到2006年中报的期望水平,有的指标甚至较2005年有更好的表现,比如净资产收益率指标,2006年中报就已经超过了2005年整年的水平,说明其盈利能力有所提高;第三,上海电气的总资产规模巨大,2006年中报为1001.9亿元,相对于40亿元的短融券发行量来说,保障能力较强。

当然,该事件肯定会对上海电气短融券的定价产生影响。这一突发事件必然导致投资者信心的动摇,从而对其短融券产生不利影响,事态的进一步发展也使其短融券收益率的变化息息相关。鼎资研究会密切关注该事件的发展情况。

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	上证企债指数
113.161	109.670	113.991	118.760
-0.02%	0.05%	-0.04%	-0.01%

银行间回购定盘利率(8月9日)

品种	期限(天)	回购定盘利率(%)
FR001	1	2.3840
FR007	2-7	2.5960

货币市场基准利率参考指标

8月9日 BO: 2.5943% B2W: 2.6558%

交易所债券收益率

代码	名称	最新收盘	收盘	涨跌	前收盘
010114	01国债14	101.143	101.143	0.000	101.143
010115	01国债15	101.143	101.143	0.000	101.143
010116	01国债16	101.143	101.143	0.000	101.143
010117	01国债17	101.143	101.143	0.000	101.143
010118	01国债18	101.143	101.143	0.000	101.143
010119	01国债19	101.143	101.143	0.000	101.143
010120	01国债20	101.143	101.143	0.000	101.143
010121	01国债21	101.143	101.143	0.000	101.143
010122	01国债22	101.143	101.143	0.000	101.143
010123	01国债23	101.143	101.143	0.000	101.143
010124	01国债24	101.143	101.143	0.000	101.143
010125	01国债25	101.143	101.143	0.000	101.143
010126	01国债26	101.143	101.143	0.000	101.143
010127	01国债27	101.143	101.143	0.000	101.143
010128	01国债28	101.143	101.143	0.000	101.143
010129	01国债29	101.143	101.143	0.000	101.143
010130	01国债30	101.143	101.143	0.000	101.143
010131	01国债31	101.143	101.143	0.000	101.143
010132	01国债32	101.143	101.143	0.000	101.143
010133	01国债33	101.143	101.143	0.000	101.143
010134	01国债34	101.143	101.143	0.000	101.143
010135	01国债35	101.143	101.143	0.000	101.143
010136	01国债36	101.143	101.143	0.000	101.143
010137	01国债37	101.143	101.143	0.000	101.143
010138	01国债38	101.143	101.143	0.000	101.143
010139	01国债39	101.143	101.143	0.000	101.143
010140	01国债40	101.143	101.143	0.000	101.143
010141	01国债41	101.143	101.143	0.000	101.143
010142	01国债42	101.143	101.143	0.000	101.143
010143	01国债43	101.143	101.143	0.000	101.143
010144	01国债44	101.143	101.143	0.000	101.143
010145	01国债45	101.143	101.143	0.000	101.143
010146	01国债46	101.143	101.143	0.000	101.143
010147	01国债47	101.143	101.143	0.000	101.143
010148	01国债48	101.143	101.143	0.000	101.143
010149	01国债49	101.143	101.143	0.000	101.143
010150	01国债50	101.143	101.143	0.000	101.143
010151	01国债51	101.143	101.143	0.000	101.143
010152	01国债52	101.143	101.143	0.000	101.143
010153	01国债53	101.143	101.143	0.000	101.143
010154	01国债54	101.143	101.143	0.000	101.143
010155	01国债55	101.143	101.143	0.000	101.143
010156	01国债56	101.143	101.143	0.000	101.143
010157	01国债57	101.143	101.143	0.000	101.143
010158	01国债58	101.143	101.143	0.000	101.143
010159	01国债59	101.143	101.143	0.000	101.143
010160	01国债60	101.143	101.143	0.000	101.143
010161	01国债61	101.143	101.143	0.000	101.143
010162	01国债62	101.143	101.143	0.000	101.143
010163	01国债63	101.143	101.143	0.000	101.143
010164	01国债64	101.143	101.143	0.000	101.143
010165	01国债65	101.143	101.143	0.000	101.143
010166	01国债66	101.143	101.143	0.000	101.143
010167	01国债67	101.143	101.143	0.000	101.143
010168	01国债68	101.143	101.143	0.000	101.143
010169	01国债69	101.143	101.143	0.000	101.143
010170	01国债70	101.143	101.143	0.000	101.143
010171	01国债71	101.143	101.143	0.000	101.143
010172	01国债72	101.143	101.143	0.000	101.143
010173	01国债73	101.143	101.143	0.000	101.143
010174	01国债74	101.143	101.143	0.000	101.143
010175	01国债75	101.143	101.143	0.000	101.143
010176	01国债76	101.143	101.143	0.000	101.143
010177	01国债77	101.143	101.143	0.000	101.143
010178	01国债78	101.143	101.143	0.000	101.143
010179	01国债79	101.143	101.143	0.000	101.143
010180	01国债80	101.143	101.143	0.000	101.143
010181	01国债81	101.143	101.143	0.000	101.143
010182	01国债82	101.143	101.143	0.000	101.143
010183	01国债83	101.143	101.143	0.000	101.143
010184	01国债84	101.143	101.143	0.000	101.143
010185	01国债85	101.143	101.143	0.000	101.143
010186	01国债86	101.143	101.143	0.000	101.143
010187	01国债87	101.143	101.143	0.000	101.143
010188	01国债88	101.143	101.143	0.000	101.143
010189	01国债89	101.143	101.143	0.000	101.143
010190	01国债90	101.143	101.143	0.000	101.143
010191	01国债91	101.143	101.143	0.000	101.143
010192	01国债92	101.143	101.143	0.000	101.143
010193	01国债93	101.143	101.143	0.000	101.143
010194	01国债94	101.143	101.143	0.000	101.143
010195	01国债95	101.143	101.143	0.000	101.143
010196	01国债96	101.143	101.143	0.000	101.143
010197	01国债97	101.143	101.143	0.000	101.143
010198	01国债98	101.143	101.143	0.000	101.143
010199	01国债99	101.143	101.143	0.000	101.143
010200	01国债100	101.143	101.143	0.000	101.143

银行间债券收益率

品种	名称	最新收盘	收盘	涨跌	前收盘
----	----	------	----	----	-----