

currency·bond

聚焦资金面

紧张的资金面喘了口气

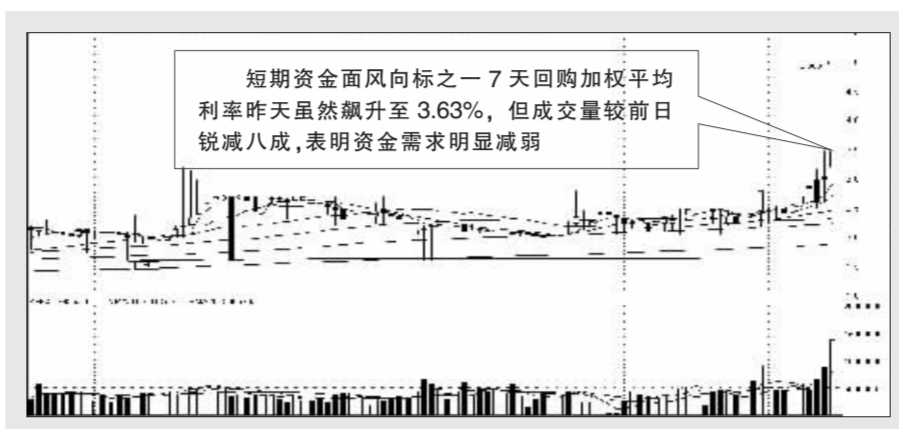
年内第三次上调法定存款准备金率今天实施

□本报记者 秦媛娜

今天,央行今年第三次上调法定存款准备金率正式实施。与前两次的情形相似,在该紧缩性货币政策正式实施之前一个交易日,货币市场之前紧张的资金面已经开始显现缓和的迹象。昨天,银行间债市逆回购报价明显增加,回购成交金额大幅降低,显示机构对资金的需求规模有所减弱。

但是与上两次稍有不同的是,在存款准备金率上调和新股新债发行的集中压力之下,本次债市的调整的时间和力度都明显超过了以往。昨日,质押式回购加权平均利率涨幅高达50.86个基点至3.6204%。

本次央行上调法定存款准备金率,将再次冻结约1600亿元资金。而正逢新股的密集申购、第二期国债的发行,资金被大量抽离银行间市场,从上周开始,市场资金面就持续紧张,远远超过了前两次准备金率上调宣布之后仅仅维持两三个交易日的调整周期。直到昨天存



款准备金率上调执行的前一个交易日,这样的紧张状态才有了一点缓解的迹象。

交易员表示,昨天早盘回购利率走势大体延续了震荡上行的走势,但是至午后时情况稍有缓解,逆回购报

价增多,1天期品种甚至出现了2%的逆回购报价,显示机构的资金头寸已经相对宽松。同时在现券市场中,3至5年中期国债的买卖逐渐活跃,就连不被市场看好的长期债券也出现了买盘报价。

申银万国证券分析师屈庆也表示,虽然昨日的回购

利率仍然保持了较大的升幅,但是从成交金额上看,7天回购仅成交297.88亿元,较前日的1377.31亿元锐减1000多亿元,可见机构对资金的需求情况已经不是特别迫切,紧张状况已出现改观。

尽管短期内资金价格的高涨超出了市场的预期,但是对于长期的走势判断,市场仍保持了相对乐观的态度。上周新公布的10月份我国贸易顺差高达238.3亿美元,创下历史新高,仅此一项就将向市场注入约1800亿元的流动性,超过了存款准

备金率一次上调所收缴的资金规模。

更加值得期待的是,10月份的统计数据显示,CPI同比增长1.4%,低于市场预期;当月金融机构新增贷款170亿元,比9月少增了2031亿元。“这些都是对债市利好的信息,增强了市场的信心。”交易员表示。

屈庆也认为,随着新股和新债发行结束后资金的陆续解冻,如果没有新的负面因素影响,市场有望不日结束本轮调整,资金面走向真正宽松将可期待。

不畏“倒挂”遮望眼

□特约撰稿 莫凡 郝刚

本次调整准备金率上调造成的效果和年内的前两次有很大不同,加上其他因素的影响,此次调整造成了银行间资金的骤然紧张,表现为7天加权回购利率目前已上冲到三年来的高位,与1年期央票利率形成“倒挂”。我们认为,目前资金面的紧张只是暂时性的局面,在流动性充裕基本并未发生趋势性改变的情况下,这种“倒挂”无法长久维持。在“倒挂”无法长久维持的“双重重利”下,市场不应过于悲观,流动性过剩最终依然主导年内的市场大局。

我们认为,外贸顺差最近几个月的连续破纪录,关键的原因还是国内紧缩政策所致,连续几次的价格紧缩和数量调控缩减了国内的需求,导致了国内需求向外部拓展,从而造成了外贸顺差的快速扩张。

同时,人民币升值对进出口的影响作用也相当有限。这种内部紧缩和外部顺差扩大的情况说明,宏观政策越是紧缩却造成了流动性越是充裕的局面,形成了“紧缩悖论”,流动性过剩便是一个“无忧结”。对于后续

的形势而言,在其他条件不变的情况下,无论是否再度宏观紧缩,外贸顺差仍可看高一线。

耐心等待短端突破

从目前其他的宏观数据看,利好的趋势没有改变。未来通胀处于温和增

长,货币信贷的调控效果逐步稳定,债市短期有望保持盘整向上趋势。

与此同时,从收益曲线的变形看,短端有突破的可能。首先,从中期看,资金充裕仍应主导大局,今年的外汇占款估计在万亿美元的高位,其次,人民币利率创新高,升值压力加大,货币当局为维持中美利差水平,有稳定央票利率水平的要求,向上的几率不大。

但是,我们认为,仍然有一定不确定性的可能会

阻碍短端收益率的见底回升。其一为央行短期内对央票发行利率的定位观。本周二央行看到市场流动性出现临时性紧张,继续维持2.7855%的一年期央票定价,在一定程度上反映了央行迫切需要稳住短期货币市场利率急速拉高的风险,在年末敏感时候爆发。因为,在年末出现这样的资金紧张,不利于继续贯彻稳健的货币政策;同时,市场流动性风险加大,会将原本从信贷市场挤压过来

的资金又挤回信贷市场,从而不利于经过努力获得的信贷减速效果的维持。因此,央行近期内是否仍保持2.7855%的1年期央票发行利率的利率引导,将对使市场利率下一步何去何从奠定先决条件。其二,近年年末,大部分机构的全年效益目标都已完成,在年末仍有可第四次上调存款准备金率的情况下,机构没有必要重新杀进中长期债券尤其是中期品种,从而使逢低吸纳短端品种的可能性大打折扣。

未来三周内资金面紧张将得到改善

□特约撰稿 石鑫杰

近来资金面出现了少有的紧张局面,收益率的短端和长端都出现上调的情况为近年来所罕见,但是否就说明资金面已经出现紧张的局面呢?我们认为,资金面将在未来的三周内得到改善,其理由如下:

首先是CPI低位运行。CPI一直是国内债券市场的风向标,通常作为判断未来一段时间内货币政策和利率政策走向的一项重要指标。最新的10月份居民消费价格总水平同比上涨1.4%,涨幅比上个月回落0.1个百分点。与今年把通胀率控制在2%以下的目标距离尚远,且未来两个月的压力相对较小。CPI年内低位运行已成定局,这将对债券市场形成支撑,有利于债券市

场保持平稳。

其次是巨大的贸易顺差不会构成启动新政策的理由。10月份我国的贸易顺差创历史新高,对汇率稳定和贸易平稳构成了一定的冲击。但剖析贸易顺差的原因可以发现,10月份我国的进、出口增速回落十分明显,但进口的回落速度大于出口的回落速度,由于这个原因导致的巨额贸易顺差。在经济增长的三驾马车中,投资在控制,消费依然不足,所以拉动GDP主要靠出口,因此我们预期未来一段时间将以保持汇率稳定为主,将出口、进口增速放缓,防止大起大落。可能以政府采购等的形式来弥补进口的不足,从而控制贸易顺差的扩大。反映在货币市场上,就是央行加大对冲外汇占款的力度,被动的投放资金。

最后就是即将迎来债券、票据兑付高峰。未来三周即将有4292亿元各类债券、票据到期,其中国债500亿元,金融债2390亿元,央行票据1300亿元,这三类占待兑付总额的97.6%。考虑到利息因素,三周内向市场投放的资金量要高于4292亿元,且暂时也没有看到财政部和政策性银行发行长期债券的消息,反而国债余额管理和国库现金管理都是向市场投放流动性的政策。因此央行发行票据压力增大,使银行的资金面继续保持宽松。

但从另一方面看,正是由于资金面的改善,央行继续调整存款准备率的可能性也在增加,资金面的紧张也在于央行与市场的博弈结果。我们对未来三周的资金面保持乐观,预期利率将有所回落。

美元走势无疑成为牵动人民币走势的一个非常重要的线索。昨日,循着美元在海外市场上小幅上涨,人民币汇率昨日也结束了长达四个交易日的连创新高,转身回调59个基点,以7.8703元的中间价出现在银行间即期外汇市场。这是人民币汇率在上周四

以7.8697元中间价首次突破7.87元关口之后再次回到该位置。

昨日,循着美元在海外市场上小幅上涨,人民币汇率昨日也结束了长达四个交易日的连创新高,转身回调59个基点,以7.8703元的中间价出现在银行间即期外汇市场。这是人民币汇率在上周四

每日交易策略

扑朔迷离的通胀走势

□海天

周二货币市场的震荡再次扰动了市场的神经。7天回购利率飙升30个基点达到3.63%,1天回购利率更是飙升77个基点达到3.60%,货币市场利率已经远远超越中短期国债、金融债收益率水平,只有长期债券还能勉强“匹敌”。债券市场受到货币市场的不断冲击,显得动荡不定,尽管市场收益率仍相对稳定,市场仍愿意看多,但过高的货币市场利率的指令债券市场难于接受。不过不管怎样,市场还是确信货币市场的寒冬即将过去,并且确信随着货币市场利率的下滑,债券市场将重新得到支撑。

货币市场的冲击也许过去了,但我们仍然要面对未来各种不确定性,其中一个重要的不确定性是未来的通货膨胀水平。2006年以来,通货膨胀率逐步缓慢走高,尽管没有突破2%,但进一步缓慢抬升的趋势客观存在着。目前各市场机构普遍预期四季度通货膨胀率仍控制在2%以内,从10月份CPI数据看也进一步得到印证。但是,在大家已经对四季度CPI走势十拿九稳的情况下,市场上却罕有对2007年上半年通货膨胀的预测,这的确是一个有趣的现象。

从目前的形势看,似乎2007年上半年通货膨胀继续缓慢向上的趋势将得以维持。笔者认为原因有三:一是2006年2-4月份CPI基数



较低,容易造成2007年上半年CPI同比数提高;二是尽管经济整体表现似乎有所放缓,但上半年投放贷款以及经济活力通常强于下半年,宏观经济的活力可能增大通胀上行压力;第三个原因来自于农产品价格,自10月份以来,由于北美、澳洲农产品大幅减产,国际农产品价格不断飙升,部分主力农产品价格已经达到并超过2004年初一波行情的价格高点,受此影响,国内粮食期货价格也出现一定幅度上升,尽管目前的价格上涨还都表现在国际市场和国内期货市场,并且2006年中国粮食将取得较大丰收,但国际市场和期货市场的异动有可能会最终或多或少带动现货市场的价格,并直接影响到农产品价格占最大比重的国内CPI指数。

如果情况的确如以上三个原因的分析,则2007年上半年通货膨胀走高趋势可能维持,这对于正在经受货币市场煎熬的债券市场而言可并不是一个好消息。

市场快讯

循美元涨势 人民币告别四连阳

□本报记者 秦媛娜

美元走势无疑成为牵动人民币走势的一个非常重要的线索。昨日,循着美元在海外市场上小幅上涨,人民币汇率昨日也结束了长达四个交易日的连创新高,转身回调59个基点,以7.8703元的中间价出现在银行间即期外汇市场。这是人民币汇率在上周四

一年期央票发行利率连续7周持平

□本报记者 秦媛娜

昨天,央行发行了100亿元一年期央行票据,资金回笼量和发行收益率均与上周持平,这也是一年

以7.8697元中间价首次突破7.87元关口之后再次回到该位置。

昨日,循着美元在海外市场上小幅上涨,人民币汇率昨日也结束了长达四个交易日的连创新高,转身回调59个基点,以7.8703元的中间价出现在银行间即期外汇市场。这是人民币汇率在上周四

期央行票据发行利率连续第七周保持在2.7855%的水平。

与上周的情况相同,当日央行也未对7天回购品种进行正回购操作。

惠誉:中国资产证券化产品将迎大年

□本报记者 禹刚

在昨日举办的惠誉全球结构融资会议上,其亚太地区结构融资部主管凯文·斯蒂芬逊预测,2007年中国内地资产证券化产品的发行量将会迅速上升,产品数量将从2005年的2个、2006年1个激增至明年

亚洲债市流动性滞后于发展速度

□本报记者 苗燕

亚洲开发银行(亚行)昨天发布的报告指出,随着国债发行量的增加,新兴东亚债券市场在1997和1998年亚洲金融危机后得到了迅猛发展,但未偿还债务的增加并未引起市场流动性的相应增强。也就是说,亚洲债券市场的流动性仍然滞后于其发展速度。

据了解,报告主要探讨了东亚新兴地区(即东欧成员国)、中国、中国香港及韩国的本币债券市场发展现状。报告指出,2006年该地区的债券市场,无论从绝对规模还是从

的10个,总发行量将是此前任何一个年度的5至10倍。

他还表示,2007年中国内地的资产证券化产品发行额将达500亿元至1000亿元人民币。同时,由于对信用风险方面的顾虑,2007年SAMPs(专项资产管理计划)的发行量将低于2006年的水平。

占GDP的百分比来看均有所扩大。截至2006年6月30日,未偿本币债券的数额从2005年底的2万亿美元已上升到2.4万亿美元。亚行的一位资深分析师指出,大规模的市场、强有力的法律监管体系以及套期保值工具可促进市场的流动,而汇率的波动性则会形成流动阻碍。亚洲各国或多或少都存在着一部分这方面的问题。

业内人士指出,为促进亚洲新兴本币债市的流动性,需要进一步强化法律监管体系,深化市场结构,推进衍生品市场的发展,促进投资者多元化,并进一步加强区域合作。

进出口行短债“生不逢时”

□本报记者 秦媛娜

进出口行今年第六期金融债在经过推迟后昨日终于面世发行。受市场近期持续调整以及新股新债发行抽离资金的影响,这还是6个月期限的短期金融债,这是不得不面对机构的谨慎对待,最终的参考收益率为2.8426%,一反今年发行利率普遍低于二级市场利率的情况,反而高于相同期限的二级市场现券到

期收益率。有交易员表示,本期债券的缴款日设在11月23日,市场普遍认为届时资金面将会结束目前的紧张状况,但是机构似乎并不买这个账,谨慎仍然成为投标时的主导心态。可见存款准备金率上调、新股密集申购、铁道债发行等因素集中作用下给市场的流动性的确带来了不小的短期冲击,本期金融债的发行时点非常不巧落在这一周期之内。

中国债券总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证金债指数
115.808	111.580	116.634	120.640
0.00%	-0.02%	0.01%	0.07%

品种	期限(天)	回购定盘利率(%)
FR001	1	3.5800
FR007	2-7	3.6300

11月14日	B0: -%	B2W: 2.7414%
--------	--------	--------------

代码	名称	最新收	收益率	剩余年
----	----	-----	-----	-----

0109104	09国债(4)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109105	09国债(5)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109106	09国债(6)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109107	09国债(7)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109108	09国债(8)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109109	09国债(9)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109110	09国债(10)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109111	09国债(11)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109112	09国债(12)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109113	09国债(13)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109114	09国债(14)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109115	09国债(15)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109116	09国债(16)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109117	09国债(17)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109118	09国债(18)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109119	09国债(19)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109120	09国债(20)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109121	09国债(21)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109122	09国债(22)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109123	09国债(23)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109124	09国债(24)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109125	09国债(25)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109126	09国债(26)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109127	09国债(27)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109128	09国债(28)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109129	09国债(29)	2.4134	-0.27%	0.6019
0109130	09国债(30)	2.4134	-0.27%	0.6019

120101	01中债(1)	3.7281	-0.02%	4.5292
120102	01中债(2)	3.7281	-0.02%	4.5292
120103	01中债(3)	3.7281	-0.02%	4.5292
120104	01中债(4)	3.7281	-0.02%	4.5292
120105	01中债(5)	3.7281	-0.02%	4.5292
120106	01中债(6)	3.7281	-0.02%	4.5292
120107	01中债(7)	3.7281	-0.02%	4.5292
120108	01中债(8)	3.7281	-0.02%	4.5292
120109	01中债(9)	3.7281	-0.02%	4.5292
120110	01中债(10)	3.7281	-0.02%	4.5292
120111	01中债(11)	3.7281	-0.02%	4.5292
120112	01中债(12)	3.7281	-0.02%	4.5292
120113	01中债(13)	3.7281	-0.02%	4.5292
120114	01中债(14)	3.7281	-0.02%	4.5292
120115	01中债(15)	3.7281	-0.02%	4.5292
120116	01中债(16)	3.7281	-0.02%	4.5292
120117	01中债(17)	3.7281	-0.02%	4.5292
120118	01中债(18)	3.7281	-0.02%	4.5292
120119	01中债(19)	3.7281	-0.02%	4.5292
120120	01中债(20)	3.7281	-0.02%	4.5292

代码	名称	最新收	收益率	剩余年
----	----	-----	-----	-----

060404	06央行票04	3.3434	-0.07%	0.027
050411	05央行票11	2.4234	-0.64%	0.056
050402	05央行票02	2.4234	-0.64%	0.056
060102	06央行票02	2.4234	-0.64%	0.152
060103	06央行票03	2.4234	-0.64%	0.152
060225	06央行票25	2.4234	-0.64%	0.238
060105	06央行票05	2.4234	-0.64%	0.152
060108	06央行票08	2.4234	-0.64%	0.152
060304	06央行票04	2.4234	-0.64%	0.152
060404	06央行票04	2.4234	-0.64%	0.152
060405	06央行票05	2.4234	-0.64%	0.152
060406	06央行票06	2.4234	-0.64%	0.152
060407	06央行票07	2.4234	-0.64%	0.152
060408	06央行票08	2.4234	-0.64%	0.152
060409	06央行票09	2.4234	-0.64%	0.152
060410	06央行票10	2.4234	-0.64%	0.152
060411	06央行票11	2.4234	-0.64%	0.152
060412	06央行票12	2.4234	-0.64%	0.152
060413	06央行票13	2.4234	-0.64%	0.152
060414	06央行票14	2.4234	-0.64%	0.152
060415	06央行票15	2.4234	-0.64%	0.152
060416	06央行票16	2.4234	-0.64%	0.152
060417	06央行票17	2.4234	-0.64%	0.152
060418	06央行票18	2.4234	-0.64%	0.152
060419	06央行票19	2.4234	-0.64%	0.152
060420	06央行票20	2.4234	-0.64%	0.152
060421	06央行票21	2.4234	-0.64%	0.152
060422	06央行票22	2.4234	-0.64%	0.152
060423	06央行票23	2.4234	-0.64%	0.152
060424	06央行票24	2.4234	-0.64%	0.152
060425	06央行票25	2.4234	-0.64%	0.152
060426	06央行票26	2.4234	-0.64%	0.152
060427	06央行票27	2.4234	-0.64%	0.152
060428	06央行票28	2.4234	-0.64%	0.152
060429	06央行票29	2.4234	-0.64%	0.152
060430	06央行票30	2.4234	-0.64%	0.152
060431	06央行票31	2.4234	-0.64%	0.152
06				