

Currency·bond

首破7.77元关口 人民币升值主动性增强

昨中间价劲涨 161个基点,创汇改以来单日最大升幅

□本报记者 秦媛娜

今年以来人民币第九次改写新高在昨日出现,7.7615元的中间价令人民币首次升破7.77元关口,也以161个基点创下了汇改以来的最大单日升幅。人民币汇改以来的累计升值幅度达到了4.49%,今年的累计升值幅度则攀上了0.59%。

观察自去年第四季度至今人民币的升值轨迹可以发现,人民币快速走高与美元强势同时出现的特征不断出现。专家指出,这说明人民币升值主动性正在增强。但这也反映了市场对于人民币单边升值的预期在增加,并不利于汇率弹性的增强。

“人民币汇率的走高可能与前天美联储宣布继续暂停加息和美国财长保尔森表示中国汇改应加快有关。”商业银行交



张大伟制图

易员指出,前日美联储有关维持联邦基金利率不变的措辞非常温和,未给美元走势带来任何支持。此外,保尔森还向国会表示,将继续敦促中国加快汇改步伐。

但是中国社科院金融研究所中国经济评价中心主任刘煜辉认为,人民币昨日的高升幅是外部压力的出现而至,这更多的是一种巧合,“人民币升值的趋

势已经形成,这些事件只是增加一些细节的修饰,并不能影响人民币升值的整体走势。”而支持人民币整体上行趋势的,还是在于其升值主动性的

增强。“自从人民币汇率破8以来,其升值就明显趋向主动。”刘煜辉指出,汇改之后有很长时间内人民币的走强是由于美元的走弱而带动,升值具有一定的被动性,但是从去年第四季度之后,人民币走强与美元坚挺往往同时出现,这与两个货币之间此消彼涨的一般常理相悖,人民币升值的主动性在增强,“汇率这个变量作为宏观调控和解决国际收支问题的手段,可能正在被货币当局更多地考虑。”

这一主动升值特征在今年1月份表现得更为突出。数据显示,美元指数从年初的83.7点左右一路稳步走高,最高时已经超过85点,但是在这期间人民币也是一路上升,破位多个重要的心理关口,屡次创下新高。

有银行交易员分析指出,市场对于人民币升值已经形成了较为稳定的预期,持有人民币是一个比较安全的操作,因此美元

抛盘一直规模较大,也就造成了汇率的步步走高。

但是这样一致的升值预期也在一定程度上为人民币弹性的增强无形中制造了障碍。刘煜辉指出,任何金融产品的价格都只有在市场出现分歧的时候才会形成较大波动,“如果对人民币升值的预期是占主导性的,那么放宽人民币汇率的日间波动幅限制意义就不是特别大。”

从昨日交易市场的价格走势来看,中间价高开之后给市场带来的指引作用也令市场中对人民币走高的预期激增,大量美元卖盘造成了美元兑人民币汇率在早盘一度快速下挫,1个交易日之内连破7.77和7.76元两个关口,在询价市场和撮合市场分别探至7.7548和7.7550元的低点;下午之后随着美元买盘的

出现才稍有好转,最终分别收于7.7585和7.7561元,分别较前日下跌154个和171个基点。

■热点聚焦

7年国债发行测试中长期利率走势

□本报记者 丰和

今年第1期记账式国债发行要素表			
发行时间	2月5日	债券期限	7年
招标方式	多种价格(混合式)	发行总额	300亿元
债券品种	固定利率	上市交易	2月15日

料与市场水平相当

基于对宏观经济基本面和政策面的判断,我们认为春节后央行加息的可能性越来越大,这将成为制约债市的上行主要因素,也使得机构近期在操作上相当谨慎。3年央票的常规化发行使得机构对中期品种的需求有所降低,并且收益率连续两周走高可能使得中期品种的收益率随之上升,因而我们认为本期国债的发行将受到一定的负面影响。

当然考虑到国债具有的免税效应,以及市场资金面的宽裕,我们认为本期国债发行利率大幅高于二级市场水平的可能性也不大,预计最终的结果与二级市场收益率水平相当。

根据中国债券网上的收益率曲线,目前二级市场7年期国债收益率在2.90%附近,而目前市场的报价区间为2.85%-2.93%,再考虑本期国债延期缴款因素和手续费返还因素约影响收益率2bp,我们预测本期国债合理中标利率应该在2.88%-2.93%之间。资金宽裕,有配置需求的机构可以积极参与投标。但考虑未来近期政策面的风险,建议交易型机构谨慎参与。(屈庆)

新年伊始,债市投资者就面临大考——如何为中、长期债券定价。而下一周即将发行的7年期国债,无疑将成为这次大考的首张试卷。

对于这只基准债券的定价,市场预期已见多更变,目前则升至2.85%至2.95%之间。

中长期债券之所以难以定价,在于今年中长期债券的供给量将明显超过去年。首先,三年期央票发行并且成为央行公开市场常规操作工具,意味着三年期中短债的供给量将大幅扩张。其次,财政部公布的今年关键期限国债发行计划显示,7年期以上的关键期限国债发行家数比去年增加了一倍。

毫无疑问,流动性充裕仍是今年机构投资者看好今年债市的重要原因。但是,今年中长期债券的供给量增长幅度究竟多大,会不会打破中、长期资金与债券的

供求平衡,则仍然无法给出定论。其实,今年国开行首只五年期金融债发行险些流标现象已经表明,市场对未来中、长期收益率水平的陡峭化开始心存疑虑。尽管这期债券发行利率高企与国开行由政策性银行转型为商业银行的定位有关,但是逾30个基点的高企仍然超出市场的预料。

不止是一级市场,投资者对中长期债的担忧已经在二级市场上表现出来。七年期国债发行消息公布后,银行间市场上同期限国债的收益率已由2.82%上升至2.89%。而市场对于7年期国债的预测区间则紧随二级市场水涨船高,介于2.85%至2.95%之间,其中认为在

2.9%附近的占据多数。一些市场人士认为,去年由于供小于求,中长期债券的定位主要是受一级市场引导,一旦新债发行利率转而成为二级市场主导。根据以往经验,通常意味着在未来一段时间内,债券利率水平将出现上升趋势。

另外,机构与市场间的博弈也有可能进一步提升中标利率。一些商业银行交易员表示,如果预期中长期债发行利率走高,不排除有部分机构先观望,待利率走高后,再大量申购。因此,作为中长期债券的基准定价品种,7年期国债的招标利率是否受二级市场引导,机构对新债认购的踊跃程度都将为判断未来中长期债券走势提供重要信息。

■专家观点

准备金率遐想:13%-15%算高吗?

□特约撰稿 陆文磊 屈庆

目前市场对2007年准备金率继续上调也形成了高度的共识。此前关于国外市场的经验也已经有了一些研究,但毕竟每个国家的金融体系都是不一样的。在此,我们想通过定量分析,探讨在人民币重估尚未完成、流动性过剩持续存在的背景下,中国的银行体系究竟能够承受多高的准备金率?上调的节奏如何把握?这可能是未来几年投资者需要思考的非常现实的问题。

用准备金率替代央票是明智之举

目前,整个银行体系(包含央行在内)的资金来源和运用情况反映在央行定期公布的“存款性公司概览”这张报表中,其资产增加的途径只有两个:要么是由境外资金流入形成的国外净资产的增加,要么是境内银行新增的贷款。

如果再进一步把央行和其他商业银行拆开分析,那么,流动性管理的问题就产生了:这突出表现在当商业银行把外汇资产卖给央行时,央行增加了外汇储备,同时商业银行自动产生了对应的可用资金,这部分资金主要有四个用途:一是购买国债,二是变成库存现金,三是变成库存现金,四是购买央票。从央行角度

看,发行央票和提高准备金率是目前仅有的两个回笼商业银行可用流动性资金的手段。

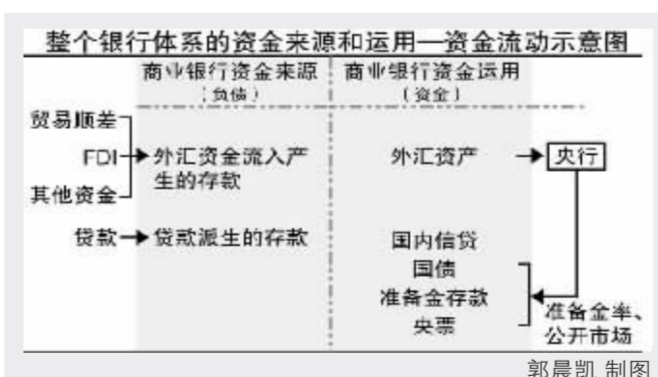
以上这个简单的分析框架能够清晰地解释近年来央行在流动性调控上面临的压力。

与央票相比,通过上调准备金率回笼流动性的优势是显而易见的:第一,准备金率对流动性的回笼是永久性的;第二,准备金存款利率低于央票;第三,准备金率有动态回笼效果(即对每1单位新增存款自动冻结更多流动性),所以,在流动性持续过剩的背景下,以央票满足流动性日常调控,同时通过稳步上调准备金率深度冻结部分流动性,显然是可行的,这也是我们在2006年以来所看到的结果。

未来3年内能调到多高?

那么,在不影响商业银行体系日常流动性管理的前提下,准备金率究竟能上调到多高呢?我们的核心假设是:(1)2007年-2009年整个银行体系(包含央行)国外净资产增长率为25%、23%、20%;(2)2007年-2009年国内信贷增长率为15%、14%、13%;(3)商业银行超额准备金率为25%;(4)商业银行国债托管余额年增长率为10%;(5)商业银行持有的净国外资产占整个银行体系国债净资产比重为15%。

在上述核心假设下,2007



郭晨凯制图

年-2009年央行需净回笼的流动性资金分别将达到1.29、1.52、1.63万亿元,如果央行通过发行央票回笼其中的50%流动性,其余流动性依靠提高准备金率回笼,那么,2007年-2009年每年法定准备金率都可以提高2个百分点左右,而如果通过发行央票回笼其中的75%流动性,其余流动性依靠提高准备金率回笼,那么,2007年-2009年每年法定准备金率都可以提高1个百分点左右。这也意味着,如果按每次提高0.5%来计算,2007年-2009年每年准备金率都存在2-4次的上调空间,在3年以后,13%-15%的法定准备金率是完全有可能出现的结果。

流动性调控:还有哪些政策可以期待?

对于以上的分析,有两点还需要补充:第一,如果真如市场所料,准备金率进入上升周期,由于该政策对所有存款型金融机构有一刀切的意义,所有部分存款吸收能力相对较弱的中小型金融机构会在准备金率上调过程中面临较大冲击,从而可能会加剧回购利率的波动。我们预计在后续准备金率上调过程中,央行可能会通过再贴现、再贷款等方式作一定的缓冲,减轻准备金率上调对短期利率的影响。

第二,除了准备金率与央票外,未来在流动性调控方面有可能会开辟“第三条道路”。根据媒体报道,今年国家可能会成立专门机构加强对外汇资金的运用管理,如果这类机构通过发债等形式购买外汇储备并投资于国外,无疑也能起到类似于央票的回笼效果。

■市场快讯

三年央票发行利率走高

□本报记者 丰和

昨天三年期央行票据发行的利率水平较上周升了5个基点,达到了3.02%。此外,三个月央票的发行收益率也较上周微升了一个基点,为

2.5526%。一些业内人士认为,三年央票利率水平走高,将对目前中期债券收益率水平形成上压力。

本周公开市场共计从市场回笼资金1400亿元,净回笼资金量为850亿元。

马钢股份拟发短融券

□本报记者 秦媛娜

马鞍山钢铁股份有限公司昨日发布公告称,该公司将发行总额不超过30亿元的

一年期短期融资券。公告指出,股东大会授权董事会根据公司和市场条件在规定的范围内确定实际发行短期融资券具体事项。

■每日交易策略

节前资金将逐步收紧

□东

周四,现券市场基本上维持了平淡的走势,长期债券利率略有上扬,但整体上升趋势很小。不过从本周新债发行的情况来看,市场成员对于未来利率走势的看法较为悲观。如果以开行债发行的利率来看,下周发行的七年期国债利率



很可能会再度高企,从而再次引发紧缩预期带来的助跌作用。从利率预期和市场供求来看,目前长期利率的平稳是相对的,只要有一两点星火,很可能引起连续的反映。春节转眼就到,目前资金面并没有出现特别紧张的情况,不过节前平安保险的IPO发行很可能引发大量的资金需求,这种短期的需求会引发回购利率的快速上扬,所以估计春节到来前需要代持的品种会面临一个无米下锅的情形。这样,可能会出现春节前抛债的行为。而春节前有一些机构会买短期品种过年,这样,收益率曲线在短期内会有一个陡峭的变化。从全年来看,收益率曲线的陡峭化是一个市场变化的趋势,长期债券发行量的上升及央行潜在的紧缩政策引发的政策预期所带来的收益率曲线远端上行将会成为新年里的大趋势。对此,交易型资金需要回避中长期品种,配置型资金全年投资可获得平均收益率,而前低后高的配置可增加组合的收益。不过可能会损失前期的利息收入,如果能通过短期回购加上部分信用品种,如高等级的CP也可以进行部分弥补。

■汇市观察台

加息前景黯淡 美元加速走弱

□胡箫箫

国际市场方面,美元兑欧元周四限于窄幅区间波动,美元兑日元报120.56日元,周四微跌,自周一所触及的约122.20日元四年高位进一步回落。虽然之前美国联邦储备理事会在会后声明中对通胀风险仍发出了警告,但日元兑美元汇率至一高位,主要因为之前美国联邦储备理事会表示通胀压力可能会趋于温和,暗示美国央行可能在未来几个月内不会升息,此后美元遭到抛售。周四日元兑欧元上升0.25%至156.92日元,此前触发了挂在157.00的止损买单。

周四,欧元兑美元窄区间内强势盘整,日内高点与前夜高点重合。主要得益于美元不

加息预期,同时,前日欧盟委员会公布,欧元区1月份消费者信心指数与预期一致。欧元区2006年12月份失业率从11月份的7.6%降至7.5%。欧元区1月份消费者价格指数(CPI)升幅与2006年11月份和12月份持平,符合欧洲央行的物价稳定目标,几项数据均有利于保持欧元强势。周四,英镑兑美元稳中升,截至0850GMT,英镑兑美元持平于1.9643美元,远低于上周触及的1.9917美元的14年高位,欧元兑英镑则持稳于0.6631英镑。英国利率预期成为关注焦点,英国央行副总裁吉弗等周四稍晚将出席有关金融稳定的财政委员会听证会。(作者系中国建设银行交易员)

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	上证金债指数
116.124	111.750	116.969	120.180
-0.05%	-0.02%	-0.05%	0.03%

上海银行间同业拆放利率(2月1日)					
期限	Shibor(%)	涨跌(BP)	期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
O/N	1.7602	▼1.78	3M	2.8083	▲0.00
1W	2.0817	▼1.02	6M	2.8697	▲0.01
2W	2.2498	▲8.03	9M	2.9319	▲0.00
1M	2.5236	▲0.40	1Y	3.0025	▲0.00

交易所债券收益率

代码	名称	最新收	收盘	涨跌	前收
000001	01国债(1)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000002	02国债(2)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000003	03国债(3)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000004	04国债(4)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000005	05国债(5)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000006	06国债(6)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000007	07国债(7)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000008	08国债(8)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000009	09国债(9)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000010	10国债(10)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000011	11国债(11)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000012	12国债(12)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000013	13国债(13)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000014	14国债(14)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000015	15国债(15)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000016	16国债(16)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000017	17国债(17)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000018	18国债(18)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000019	19国债(19)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000020	20国债(20)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000021	21国债(21)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000022	22国债(22)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000023	23国债(23)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000024	24国债(24)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000025	25国债(25)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000026	26国债(26)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000027	27国债(27)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000028	28国债(28)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000029	29国债(29)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000030	30国债(30)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000031	31国债(31)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000032	32国债(32)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000033	33国债(33)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000034	34国债(34)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000035	35国债(35)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000036	36国债(36)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000037	37国债(37)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000038	38国债(38)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000039	39国债(39)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000040	40国债(40)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000041	41国债(41)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000042	42国债(42)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000043	43国债(43)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000044	44国债(44)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000045	45国债(45)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000046	46国债(46)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000047	47国债(47)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000048	48国债(48)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000049	49国债(49)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
000050	50国债(50)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250

银行间债券收益率

代码	名称	最新收	收盘	涨跌	前收
080001	08国债(1)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080002	08国债(2)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080003	08国债(3)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080004	08国债(4)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080005	08国债(5)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080006	08国债(6)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080007	08国债(7)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080008	08国债(8)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080009	08国债(9)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080010	08国债(10)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080011	08国债(11)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080012	08国债(12)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080013	08国债(13)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080014	08国债(14)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080015	08国债(15)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080016	08国债(16)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080017	08国债(17)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080018	08国债(18)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080019	08国债(19)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080020	08国债(20)	2.8250	2.8250	0.0000	2.8250
080021	08国债(21)	2.8250	2.8250	0.0000	