

Currency · bond

央行天量“排涝”

春节后已累计净回笼 5600 亿元，资金面仍未感紧张

□本报记者 丰和

空前强大的资金回笼力度，仍然无法使资金面有丝毫“紧张”的感觉。自春节后开市以来，央行已经累计净回笼资金 5600 亿元，然而银行间回购市场加权平均利率昨天依然跌至 1.4275%，创下了节后新低。

上周，央行突然加大了资金回笼力度，通过常规的两场公开市场操作一口气净回笼了 1850 亿元。除此之外，通过周五定向发行逾 1000 亿元三年期央行票据，又使上周净回笼资金量上升至 2860 亿元，创下了公开市场单周净回笼资金规模最高纪录。如果再算上节后上调准备金率及开市第

一周的净回笼量，则仅在节后两周内央行净回笼资金量达到了 5600 亿元，与去年后两周相比，增加了三分之一，回笼力度可谓空前强大。

但是，如此大规模的资金回笼力度，却仍未令宽松的资金面出现丝毫改观。

业内人士认为，在目前新股发行节奏放缓的情况下，过度投放的资金只能在银行体系内通过两个渠道消化。一是银行增加信贷投放，二是将资金投放到银行间市场或买入债券或者进行正回购，结果便是造成信贷增长和资金收益率的下降。因此，无论是控制贷款投放，还是维系银行间市场正常的利率水平，今后央行回笼资金力度只可能进一步加大。

而回购市场资金价格连续下跌的事实，无疑进一步表

流动性控制攻坚战打响

□特约撰稿 刘建岩

上周 1 年期央票发行利率打破了 3 个月以来的稳定，大幅上升 4 个 bp，这一变化意味着央行开始全力回笼流动性。综合今年前两个月的经济金融情况，我们认为，央行难以兼顾协调内外经济失衡，在当前国内投资、信贷增长再次出现失控苗头的情况下，央行调控天平俨然已向国内倾斜，流动性控制的攻坚战打响。

前期紧缩力度不够，投资、信贷毫无减速迹象。今年前两个月的信贷投放量很高，新增人民币贷款已经接近 1 万亿元，我们认为，央行前期的紧缩力度不够是促成这一状况的直接原因，所谓“稳健”的货币政策实质上是保持着商业银行流动性的“宽松”，在国内投资需求不减的情况下，控制信贷“合理增长”将无从谈起。

当务之急是要把商业银行的流动性控制到“紧张”的程度。春节后的两周，央行除了正常的公开市场操作外，还分别提升了一次法定存款准备金率和发行了一次定向央票，可以看到，央行正在动用全部的手段回笼资金。1010 亿元的发行规模并不能给商业银行的信贷发放带来实质性影响，但是可以起到很强的警示性作用，如果个别机构没有及时减少信贷规模，很可能在下次被央行指令认购更大的定向央票份额，或被施以差额准备金率。

目前市场广泛预期央行

■每日交易策略 收益率回升难言结束

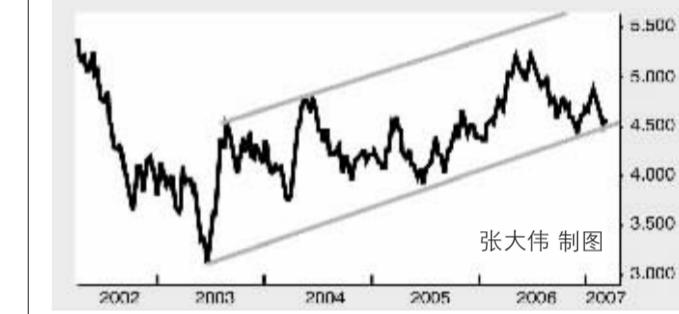
□海天



平，是建立在 2005 年收益率水平极低的基础上的，仅仅是面对 2005 年令人难以忍受的低迷收益率水平的一种恢复。面对仍然有充足动力的经济发展，面对央行回收流动性的决心，超越 2006 年收益率水平的结果仍显得有些尴尬。

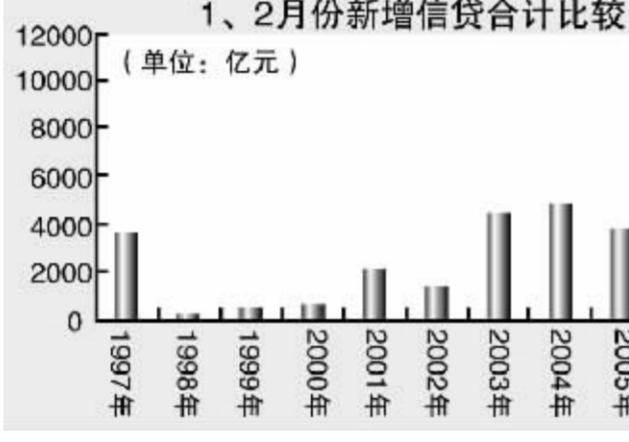
从近期债券市场行情发展看，本轮弱势盘跌行情起始于去年 12 月份，并于近三个月来连续盘跌，债券收益率水平持续小幅抬升，收益率曲线缓慢而持续地陡峭化。运行至今，3 年金融债收益率已经达到 3.10%，7 年国债收益率已经接近 2.95%，10 年企业债收益率则重新回到 4.0% 附近。债券市场收益率先于去年 12 月份出现了明显回升。事实上，目前的债券收益率水平已经接近乃至达到 2006 年 8 月份的水平，而去年 8 月份的收益率水平则是 2006 年全年收益率的顶峰。也就是说，目前的收益率已经超过了 2006 年绝大多数时间的水平了。

但是，我们却还不能认为当前的收益率水平已经可以大规模投资。2006 年的收益率水



随着美联储 2003 年 6 月开始的加息周期，10 年美国国债收益率也逐渐进入了一个上升轨道，至今仍在轨道之中。

信贷“凶猛” 加息可能性在增大



张大伟 制图

□特约撰稿 梁福涛

——1、2月份合计新增信贷创历史新高

2007 年 2 月份人民币信贷增长高达 17.2%，增幅比上月高出 1.2 个百分点。2 月份新增信贷规模高达 4138 亿元，同比多增 2647 亿元。为消除春节所在月份因素不一致影响，我们计算 1、2 月份合计新增信贷情况进行比较，2007 年 1、2 月份合计新增信贷规模高达 9814 亿元，创历史新高，并高出历史次高水平（2006 年）达 2665 亿元。显然，信贷增长总体已经出现了反弹。

从信贷的期限结构来看，经过我们计算 2 月份短期信贷和中长期信贷同比增长分别为 12.5% 和 22.3%，各上升了 1.2 个百分点，中长期信贷增长持续高位，并创 2004 年以来单月新高。

——M2 增长较多，但是 M1 增长高出 M2 的倒剪刀缺口持续

2007 年 2 月份 M2 同比增长明显回升，增幅达 17.8%，比上月上升 1.9 个百分点。其原因十分明显，主要有二：第一，是为保证春节市场资金流动性，央行通过公开市场操作多投放了基础货币；第二，信贷增长较多也进一步促进了货币供应增加。为此，我们预计 3 月份 M2 增长将可能略有回

落，但总体依然高位。

而 M1 增长高出 M2 的倒剪刀缺口持续，从结构上看主要原因依然主要在于存款资金持续活期化。存款资金持续活期化除了与股票市场交易活跃有关，也与春节期间消费旺盛有一定关系。由于股市交投活跃以及消费趋增等因素不会根本改变，我们认为居民储蓄持续分流的趋势不会改变。

——后续货币政策趋势：维持近期可能进一步紧缩的判断

2007 年第 2 次提高存款准备金率于 2 月 25 日执行。然而，资金面充足的状况没有因存款准备金率的再度上调而改变。

为保证春节交易需求有充足的流动性供应，央行节前一周曾暂停央行票据发行。在央票和正回购大规模到期的情况下，作者统计了一下，节前两周央行公开市场操作实现资金净投放高达 4510 亿元。显然，直接冻结约 1700 亿元左右资金的存款准备金率上调对市场资金流动性影响十分有限。随后央行加大公开市场操作力度，除了增加发行常规央票规模外，还增发了定向票据。

从后续趋势看，在持续贸易顺差推动下，外汇占款投放的货币将继续多增，流动性调控压力将持续较大。央行加大公开市场操作的同时，存款准备金率将继续常规性的上调。

需要进一步指出的是，在流动性持续回收的情况下，加息带来的影响将增强；从中期来看，加息适当提高资金的基本成本，反而有利于后续经济金融持续健康发展。

可以说这也是其他调控政策见效的前提。在流动性有效调控的过程中市场将更加关注央行是否可能加息？

在国际收支顺差导致的货币流动性继续多增的情况下，经济景气度相对上升可能进一步推动信贷和投资反弹。此外，M1、M1/M2 均处于持续上升阶段，这预示着后续通货膨胀压力加大，同时 M1 增长持续上升本身就意味着存款利率偏低，在银行信贷投放过快、M1 继续快速上升的情况下，我们维持 3 月底、4 月初可能提高存款利率的判断。

从目前来看，加息的主要顾虑在于加息可能导致中美利差的缩小，从而导致跨国资本流入冲击。我们分析认为，加息着眼点在于提高银行体系存贷款利率，从而抑制信贷尤其是中长期信贷过快增长以及储蓄存款持续分流，与此同时政策当局还可以通过合理的公开市场操作保持中美货币市场基准利率之间 2%-3% 的适当利差。若这样一个双轨利率能够很好的维持，加息的利差顾虑将大大减小，加息可能性也增大。

需要进一步指出的是，在流动性持续回收的情况下，加息带来的影响将增强；从中期来看，加息适当提高资金的基本成本，反而有利于后续经济金融持续健康发展。

交易日中反弹，上周五出炉的美国非农就业报告强劲，缓解了对美国经济急剧放缓的担忧，使得投资者的风险偏好程度上升。英镑兑美元当日节节攀升，升值幅度高达 0.4%，在高于预期的英国 PPI 数据公布后更升至 1.9415。英国国家统计局周一公布，英国 2 月未经季节调整的生产者产出价格较前月上升 0.3%，较上年同期增长 2.2%。2 月经调整的核心 PPI 产出价格较前月上升 0.5%，较上年同期增长 2.7%。

当日，港币兑美元窄幅波动，截至 17:05，港币兑美元报 7.8151/52，低于上周五亚洲交易时段尾盘 7.8140/7.8143，但远期汇率折让因股市平稳而扩大。（作者系中国建设银行交易员）

债券指数			
中国国债总指数	上证国债指数	银行间债券总指数	上证国债指数
115.949	111.950	116.816	120.520
-0.05%	0.02%	-0.06%	-0.04%

上海银行间同业拆放利率(3月 12 日)

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)	期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
ON	1.38	▼ 1.52	3M	2.8210	▼ 0.02
1W	1.477	▼ 1.86	6M	2.8719	▲ 0.00
2W	1.6578	▼ 9.75	9M	2.9322	▲ 0.00
1M	2.2587	▼ 0.29	1Y	3.0028	▲ 0.00

交易所债券收益率

品种	名称	最新价	收盘价	收益率(%)	收益率(%)	收益率(%)	收益率(%)
国债	97国债(4)	-3.02%	-0.12%	4.43%			
国债	97国债(5)	1.91%	0.09%	4.44%			
国债	97国债(6)	-0.01%	0.01%	4.44%			
国债	97国债(7)	-0.01%	0.01%	4.39%			
国债	97国债(10)	1.90%	0.06%	4.67%			
国债	97国债(12)	-0.01%	0.01%	4.38%			
国债	97国债(14)	-0.01%	0.01%	4.54%			
国债	97国债(15)	-0.01%	0.01%	4.55%			
国债	97国债(16)	-0.01%	0.01%	4.77%			
国债	97国债(3)	3.25%	-0.03%	5.101			
国债	97国债(13)	-0.01%	0.01%	4.52%			
国债	97国债(14)	2.65%	0.00%	4.45%			
国债	97国债(1)	3.1%	0.05%	5.67%			
国债	97国债(10)	-0.01%	0.01%	4.70%			
国债	97国债(11)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(12)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(13)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(14)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(15)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(16)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(17)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(18)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(19)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(20)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(21)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(22)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(23)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(24)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(25)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(26)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(27)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(28)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(29)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(30)	-0.01%	0.01%	4.64%			
国债	97国债(31)	-0.01%	0.01%	4.64%			