

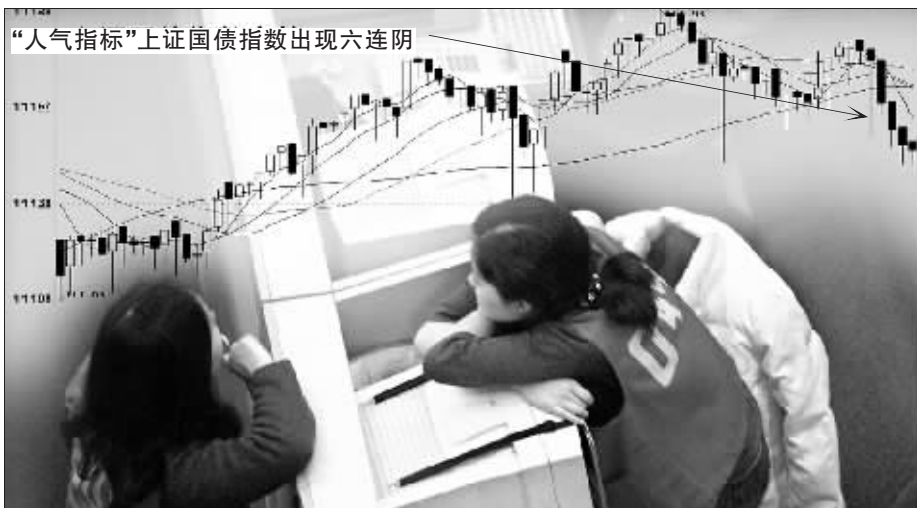
currency·bond

热点聚焦

令债市感到“悲观”的经济数据昨起陆续发布

紧缩预期一天浓过一天

□本报记者 秦媛娜



张大为 制图

紧缩预期如同套在债市头上的“紧箍咒”,随着昨日金融统计数据的出炉,这“紧箍咒”又被紧了一紧。在一季度金融统计数据公布之后,这些牵动着市场神经的数据让投资者的预期变得更加悲观。交易所债券市场上,上证国债指数出现了连续第六个交易日下跌,银行间债券总指数也收跌于116.3742点,同样是连续第六次出现下行。

根据昨日公布的一季度金融统计数据,3月份人民币各项贷款增加4417亿元。虽同比减少958亿元,但今年前三个月,人民币贷款的增加额已经高达1.42万亿元,同比多增1678亿元,况且这种情况是在央行一再对银行信贷规模进行控制的情况下出现的。

此前虽然有关信贷数据的传闻早已让市场提前进行了不小的调整,但是高额信贷数据的正式公布显然还是给债券市场带来了不小的压力。3月份CPI的涨幅还没有公布,但是传言表明,高于3%的结果似乎已经没有悬念,如果被官方的信息“证实”,相信对于市场又是一个不小的打击。加息,这成为今年存款准备金率被上调三次、存贷款基准利率被上调一次之后,被市场议论最多的下一招央行调控手段。

除了现券的不被看好,悲观的气氛还体现在货币市场上,资金价格节节看

涨。昨日,银行间质押式回购加权平均利率涨幅达28.07个基点,为2.5625%。其中跨中债IPO的14天回购加权利率上升幅度最显著,涨幅

19.14个基点,攀上3%的平台,报于3.1435%,成交金额也骤然增至549.07亿元。值得注意的是,在未来的两周内,正好是上调准备金率、多只债券发行缴款日

和中信银行新股发行开始申购等数个吸收资金的因素即将发挥作用的时段。市场人士认为,短期内债市难以改变弱势格局,还会经历一个持续的调整阶段。

债市压力确实不小

□海天

总的来看,当前债券市场的压力确实不小。压力的主要来源:一个是持续的紧缩货币政策,另一个是紧缩政策特别是紧缩利率政策的基础——相当良好的宏观经济发展情况。论及宏观经济,完全可以长篇累牍,不过笔者此次仅就宏观一斑,看看M1的历史走势。

作为货币中最活跃的部分,M1代表着实体经济的活跃程度,其走势通常与经济发展速度快慢紧密相连,

如果对M1数据取12个月平均值,则平滑的曲线更能反映出这一关联关系。观察表明,M1年度平均线在1999年至2000年底逐步上升,2001年初至2002年中逐步下降,在2002年中至2004年初上升后,在2004年初至2006年初再度下降,而2006年初至今,M1年度平均线再次出现逐步上升趋势。继续观察分析后可以明显看到,M1年度平均线的上下波动周期,恰恰对应了1999年至今宏观经济发展快慢的短周期,M1年度平均线的

走势能够很好地反映当时宏观经济的发展状态。

现在,让我们看看当前债市所处的宏观经济格局背景。自2006年初至今M1年度平均线的连续上升,正表明当前宏观经济处于快速上升的阶段,债市也因此迎来了2006年初以来央行的三次加息,以及五次提高准备金率。但对于债市产生压力的是,M1等宏观数据仍然继续指向着经济的蓬勃发展,M1年度平均线仍然不断向上。而且,我们仍然感到,债市处于无形的压力之中,并且压力确实不小。

■市场快讯

连跌之后人民币步入整固

□本报记者 秦媛娜

在本周前三个交易日连续下跌之后,昨日人民币开始整固,仅出现6个基点的小幅反弹。

昨日,银行间即期外汇市场中美元兑人民币汇率的中间价为7.7264元,较前日涨幅为6个基点。根据中国外汇交易中心公布的数据,昨日1欧元对人民币

10.3820元,100日元对人民币为6.4759元,1港元对人民币0.98885元,1英镑对人民币15.2581元。

与中间价的微小波动一样,人民币在交易市场的表现也是波澜不惊。询价市场和撮合市场的收盘价分别为7.7264元和7.7266元,人民币的跌幅均为9个基点。

3年期央票发行利率继续走稳

□本报记者 秦媛娜

继1年期央票利率走平之后,3年期央票也用平稳的变化给市场注入信心。昨日央行以利率招标方式发行了550亿元3年期央票,中标利率3.28%,与上周持平,这是该利率连续第三周

保持在这一水平。此外,央行还发行了250亿元3个月期央票,发行价格99.34元,参考收益率2.6648%,同样与上周持平。本周,央行共发行1200亿元票据,到期资金为900亿元,净回笼300亿元,较上周1000亿元规模有所下降。

沙钢集团将发短融券

□本报记者 秦媛娜

江苏沙钢集团有限公司短期融资券将在银行间债券市场发行,规模12.5亿元。本期短融券簿记建档时间

为4月17日,期限365天,采用利率招标方式发行。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的信用等级为A-1级,发行人的主体信用等级为AA-级。

■专家观点

如何有效构建我国国债收益率曲线

□特约撰稿 贾国文 王峥

前些时候,财政部有关官员表示,今后国债发行还要实现为市场其它债券产品定价的功能,即兼顾国债收益率曲线的有效构建。关于如何有效构建我国国债收益率曲线,笔者有一些不成熟的想法,现提出供大家参考。

住当前我国贸易顺差不断扩大的有利时机,加大国债发行规模作为外汇强制结汇所需资金的来源。

如此一来,既可以使国债规模再上一个新台阶,又可以切断外汇强制结汇和被迫发钞的联系,改变当前强制结汇倒逼央行发钞过多,发钞过多又造成全社会流动性过剩、宏观调控面临失控的被动局面,把货币政策切实转到按照社会总商品所需交易媒介的数量来决定发钞数量的多少,再不能被动或被迫发钞。由于这部分被动发出来的钞票对应的商品早已出口到了国外,那么这部分没有实质商品对应的钞票必然要在国内兴风作浪,比如大肆炒作股市和楼市以及引起通货膨胀等恶果。

要有一个统一的债券市场

我国债券市场的现状是交易所债券市场和银行间债券市场并存,债券市场并不统一,实际阻碍了债券市场的市场化进程。同券不同价现象比比皆是,由此构建的国债收益率曲线将不是唯一的。如果作为估值基准的国债收益率曲线都不是唯一的话,债券市场的混乱程度可想而知,这就如同社会没有了度量衡一样。

完善发行品种期限和频次

当前短期融资券定价、企业债定价、浮动利率债券基准利率选择、利率互换定价和债券远期定价等都由于定价基准缺失而处于混沌状态,银行超倍率持续下降的情况下,短期内立即再出台紧缩政策的可能性不大,政策当局可能倾向于会花一定时间来考察检验前期的政策效果,同时也等待观察新的经济数据。因此,我们倾向于央行可能在二季度结束时才会进一步紧缩,存款准备金率以及利率上调均有可能。

国债应成为央行公开市场操作的主要工具

央行现在以央票作为吞吐基础货币的主要载体,其客观上的影响是降低了国债的发行和交易规模。如果国债有足够的流动性的话,那么其估值定价将大受影响,进而影响国债收益率曲线的有效构建。

在完善国债品种的期限和频次后,因为国债发行市场是全国所有的投资者,针对全国整体流动性的调控一次即可到位,它是直接调控,具有政策时滞短的优点,而央行在银行间债券市场吞吐央票,对手盘主要是银行和少数机构,针对全国整体流动性的调控意图还要通过这些银行和机构作用于全社会其他单位和个人才能实现,客观上需要通过两次调控才可到位,它是间接调控,政策时滞当然较长;二是央行在公开市场买卖国债时是隐蔽的,是以“润物细无声”的方式完成宏观调控的,而央票每次的吞吐都是高调宣布,以致央行的调控意图路人皆知,其调控效果可想而知。

加大国债发行和交易的规模

如果国债市场规模过小,那么它也容不下央行这样巨无霸级的交易者(实际上央行在进行公开市场操作的时候就是一名普通的交易者),这就如同鲨鱼在池塘里是游不起来的。建议抓住

在完善了国债品种的期限和频次后,因为国债发行市场是全国所有的投资者,针对全国整体流动性的调控一次即可到位,它是直接调控,具有政策时滞短的优点,而央行在银行间债券市场吞吐央票,对手盘主要是银行和少数机构,针对全国整体流动性的调控意图还要通过这些银行和机构作用于全社会其他单位和个人才能实现,客观上需要通过两次调控才可到位,它是间接调控,政策时滞当然较长;二是央行在公开市场买卖国债时是隐蔽的,是以“润物细无声”的方式完成宏观调控的,而央票每次的吞吐都是高调宣布,以致央行的调控意图路人皆知,其调控效果可想而知。

当然一年期以内国债都是贴现发行,都是零息国债,无需推导,但上述技术方法毕竟是理论推导,结果可能会与市场脱节,因而,如何获得市场化的中长期零息国债就成了构建国债收益率曲线的关键问题,在这一点上,美国的做法值得借鉴。

1985年,为了获得市场化的中长期零息国债,美国财政部引入了一套国债本金和利息分离交易的项目(STRIP),该项目的做法是财政部还和原来一样,一年期以内的国债发行还是贴现发行,一年期以上的中长期国债还是带息票的国债,国债发行后,允许国债做市商基于所发行中长期国债重新打包,然后,将公开市场操作的时候就是一名普通的交易者),这就如同鲨鱼在池塘里是游不起来的。建议抓住

Table with 4 columns: Index Name, Value, Change, and % Change. Includes 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.

Table with 5 columns: Period, Shibor(%), Bid(BP), Offer(BP), Spread(BP). Includes 1W, 2W, 1M, 3M, 6M, 9M, 1Y.

交易所债券收益率

Table with 5 columns: Code, Name, Yield, Change, and Spread. Lists various government bonds and their yields.

银行间债券收益率

Table with 5 columns: Code, Name, Yield, Change, and Spread. Lists various interbank bonds and their yields.

美国国债收益率(4月12日)

Table with 4 columns: Term, Yield, Change, and Spread. Includes 2年期, 3年期, 5年期, 10年期, 30年期.

交易所回购行情

Table with 5 columns: Code, Name, Yield, Change, and Spread. Lists various repo transactions.

银行间回购行情

Table with 4 columns: Code, Name, Yield, Change. Lists various interbank repo transactions.

银行间信用拆借行情

Table with 4 columns: Code, Name, Yield, Change. Lists various interbank credit transactions.

人民币汇率中间价

Table with 4 columns: Date, 1美元, 1欧元, 100日元, 1港币.

政策显效 短期内再紧缩可能性不大

□申银万国研究所 梁福涛

4月12日,央行公布了2007年3月份金融运行数据,从中透出以下几个看点。

——M2增长回落,M2、M1增长剪刀差口略有缩小。3月份M2同比增长出现回落,增幅为17.27%,比上月下降0.53个百分点。这和我们前期预测基本一致。货币供应增长回落主要原因在于央行一季度回笼和冻结基础货币力度明显加大。这一方面显示,在加大公开市场操作力度配合下,存款准备金率上调对过剩货币回笼和控制的效果十分明显;另一方面,金融机构超额备付率明显下降(降至2.87%),并已经接近正常水平,也意味着去年底银行体系资金大量过剩的局面有了明显改变。

需要进一步分析的是,3月份M2增长回落的同时,M1增长也同样回落,而且回落的幅度高达1.2个百分点。为此,M2、M1剪刀差口持续的同时,差距缩小。原因依然主要在于,存款资金持续活化,居民储蓄持续分流;而剪刀差口略有缩小,则主要是因为企业活期存款在上月出

现较高增长后出现回落。——企业存款增长恢复稳定,居民储蓄继续分流。3月份各类存款同比增长为15.94%,比上月下降0.1个百分点,总体保持了2006年下半年以来持续下降的趋势。这主要是因为居民储蓄存款增长经历春节因素后恢复下降趋势,居民储蓄持续。从后续趋势看,由于股市财富效应放大以及消费趋增等因素不会根本改变,预计二季度居民储蓄持续分流及存款资金持续活化的趋势不会根本改变。

从企业存款结构上看,定期活期存款增长依然高于企业定期存款增长,资金活期化趋势明显。企业总存款增长上升的同时资金活期化,意味着微观经济活跃程度不断提高。

——一季度信贷总体高位,居民户贷款增长明显。2007年一季度人民币信贷余额增长为16.25%,增幅比去年同期高1.52个百分点,比去年末高1.18个百分点,新增贷款创历史新高,比去年同期高出1678亿元。尽管一季度央行提前了存款准备金率等紧缩政策,但是银行积极放

贷以及高经济景气度依然使得银行信贷增长较快。从结构上看,一季度短期贷款增长平稳,中长期贷款增长依然保持高位。分部门情况看,居民户贷款增加较多,增加达3321亿元,同比多增1578亿元,而非金融性公司及其他部门贷款同比仅多增100亿元。我们分析认为这其中除了部分是消费信贷外,不排除有部分贷款资金间接流入持续交投活跃的股市。

——央行可能在二季度结束时才会进一步紧缩。今年以来,贸易顺差持续扩大,信贷增长较快,经济总体趋热十分明显。正因为如此,央行相关货币紧缩政策也明显提前,先后已经三次上调存款准备金率和一次提高存贷款利率。后续经济将维持较高的景气度,信贷依然可能持续高位;货币存款活期化、经济需求加快供给放慢、国际商品价格高企等可能推动物价继续温和上升。因此,从趋势上看,在保持持续有效回收流动性的同时,央行货币政策已经不得不开始明确防范经济全面过热和后续可能出现的整体性通货膨胀。为此,我们认为年内央行在再次提高法定存款准

备金率的同时,再次升息的可能性不能排除。然而,市场可能更加关心当下的政策如何呢?由于今年以来央行回收流动性政策效果已经显现,利率政策作用会存在一定时滞。我们认为,在银行超倍率持续下降的情况下,短期内立即再出台紧缩政策的可能性不大,政策当局可能倾向于会花一定时间来考察检验前期的政策效果,同时也等待观察新的经济数据。因此,我们倾向于央行可能在二季度结束时才会进一步紧缩,存款准备金率以及利率上调均有可能。

从市场影响的角度看,预计二季度央行货币流动性回收力度依然较大;银行贷款增长依然较快;由于股市财富效应放大以及消费趋增等因素不会根本改变,预计居民储蓄持续分流及存款资金持续活期化的趋势不会根本改变。因此,只要这些因素不会改变,二季度资金面依然是不利于债券市场的局面,而维持有利于股票市场。从政策的角度看,建议投资者后续应当更加密切关注货币政策的力度及其带来的累积影响。

升息预期支撑欧元继续攀高

□胡箫箫

国际市场方面,受欧洲央行周四稍后可能暗示进一步升息的期望所支撑,东京欧元兑美元周四升升至两年高点1.3478,兑日元创历史新高160.87。英镑方面,英镑兑美元周四在欧洲市场升向上周触及的两个半月高位,兑日元亦略

升,主要受资金流入高收益货币这一大环境以及英国房屋价格调查报告强劲推动。而英镑兑欧元则下滑,主要因为欧元在欧洲央行(ECB)利率决议前全面走强。截至0715GMT,英镑兑美元涨0.15%至1.9776美元,接近本月稍早触及的两个半月高位1.9822。英镑兑日元略升至235.90。英镑

兑欧元下滑0.15%至0.6812英镑。市场预测,英镑兑美元可能升向1月时触及的14年高位1.9917美元。日元方面,在美元和日元双双走软的情况下,美元兑日元维持在119.25-119.55区间内窄幅波动,但日元交叉汇率持稳,逐步推动美元兑日元上行。美联储官员Moskow表

示,通货膨胀过高的风险仍大于经济增长放缓的风险。周四,新加坡兑美元触及三周低位1.5220,自周二触及的九半月高位下跌约0.6%,主要是因为央行被疑入市买进美元以限制新加坡汇率涨势。(作者系中国建设银行总行交易员)