

currency·bond

■热点聚焦

“准备金税”揭示加息时机?

□兴业银行 鲁政委

“五一”长假前夕,央行于年内第四次动用了准备金率工具。显然,2006年以来准备金率工具在我国货币政策中的使用频率大大超过以前,同时,2003年以来,我国也对利率四次调整。两种政策调整次数的积累,为我们对其可能存在的经验规律进行总结提供了便利。我们隐约感觉到:利率工具和准备金率工具之间,可能存在某种内在耦合关系。

基于这种推理,我们提出了一种基于利率调整的“准备金税补偿”假说,并进行了一个初步的实证检验。根据这种逻辑,只要年内还存在两次或两次以上的准备金率上调机会,就至少还存在加息一次的可能,但近期加息需求并不迫切。

如影随行的利率调整与准备金率调整:2003年以来的经验观察

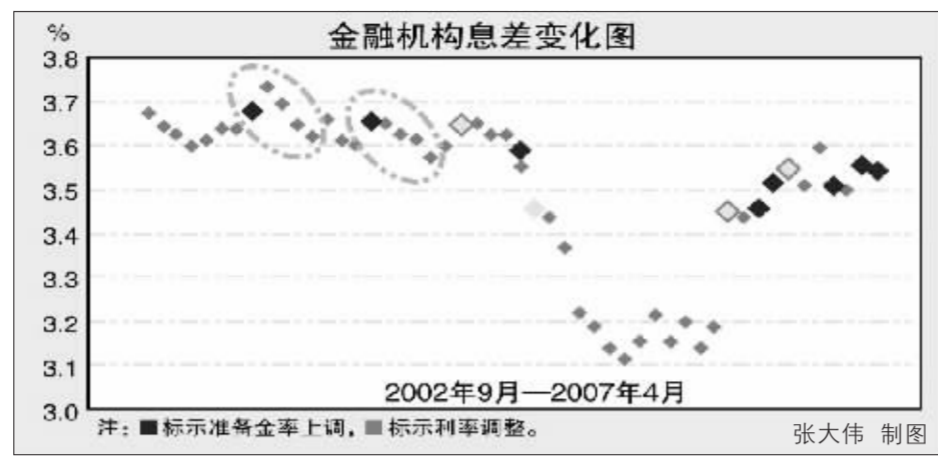
资料表明,2003年以来,几乎每连续提高2-3次法定存款准备金率后,央行就会至少加息一次。特别值得关注的是,在全部四次加息中,一个共同特点就是:活期存款利率始终保持不变。

如果上述基于2003年以来货币政策的经验观察具有内在必然性的话,我们就至少可以得出两个推断:第一,如果今年央行上调准备金率的次数果真如同年初分析的话(目前似乎正在向这种趋势迈进),那么,未来就至少还存在加息一次的可能;第二,二者的如影随形,是否意味着两种政策工具之间存在某种内在耦合的机理呢?

利率与准备金率工具搭配的逻辑:“准备金税补偿”假说

在一个相对完善的市场经济体系中,作为流动性数量管理的准备金率工具与表示流动性紧张程度和资金价格的利率之间,应该说是有其内在有机联系的。法定准备金率上调,流动性相对收紧,一般会使得货币供给相对减少,从而导致利率水平上升。

但是,在我们这样一个利率尚未完全市场化的金融体系中,货币政策在操作中也未在货币量和利率水平之间建立起有机的联动关系。因此,寻找新的更具说服力的解释显然是必要的。正如我们前文业已指出,2003年以来,历次调整利率的一个共同特点就是,活期存款利率始终维持在0.72%的水平不变。实际上,如果把



准备金率调整与利率调整交错进行. Table with columns: 宣布时间 (Announcement Time), 执行时间 (Implementation Time), 政策 (Policy). It lists various dates from 2003.8.23 to 2007.4.16 and the corresponding monetary policy actions.

注:由于执行差别存款准备金率,以及在某些上调过程中一些金融机构未同步上调,截至2007年4月18日,我国金融实际上执行着四种不同的准备金率。

随后都出现了一个明显的下滑过程,这可能显示了“准备金税”对金融机构盈利能力的影响。可能正是意识到这一点,央行才在2004年10月29日市场初部就物价因素来看已无必要加息的情况下选择了加息。但令人始料不及的是,在随后的2005年,流动性过剩问题开始日益显性化,导致银行证券(我们以1年期国债即期收益率表示)投资收益大幅下滑,受此拖累,金融机构息差大幅收窄,从加息时的3.6%左右一直下跌到2005年9月的3.1%左右。

一个有待完善的实证检验

利用2003年以来的月度数据,我们尝试对上述假说进行一个实证检验,主要方法是:以法定存款准备金率、法定存款准备金率、超倍率(此处其大致等同于超额存款准备金率)、超倍率(按季度数据推算月度数据)、1年期国债即期收益率、证券投资比例,计算得到到金融机构综合收益率,以活期存款利率、1年期定期存款利率、活期存款占总存款的比例、定期存款占总存款的比例,推算出金融机构的综合资金成本,在此基础上,我们可以测算出金融机构的息差。

测算结果表明,可以发现,2003年和2004年两次上调准备金率后,金融机构息差

息,还是2006年4月银行放贷意愿强烈下的“意外”单边上调贷款利率,如果将其放在“准备金税补偿”假说的框架内加以理解,都会变得不再那么令人意外和难以理解了。此次单边加息带来的息差增大,使金融机构“准备金税”承受能力明显增强。结果,此后虽再度上调准备金率,但金融机构的息差并未因此出现下降。可能已经感受到2006年4月份加息对缓解“准备金税”压力的良好效果,央行在2006年8月再次加息,而此后,央行同样在2006年11月、2007年1月和2月三次上调准备金率后,在3月份选择了加息。2007年,在汇率升值、通胀和流动性过剩的三重压力下,准备金率政策和利率政策的使用频率、力度和搭配情况,值得高度关注。上述分析只是看待问题的一个探讨性的视角。实际上,法定存款准备金率不断提高可能给央行带来的心理压力,可能不仅是“准备金税”的问题,立竿见影的效果,2006年4月,金融机构息差较3月大幅跳升了0.26个百分点,达到了3.45%。——顺便需要说明的是,无论是2004年10月物价已过高峰,出现下落趋势情况下的“意外”加

■市场快讯

一年期央票发行利率维持不变

□本报记者 丰和

一年期央票发行利率连续第六周保持不变。昨天,央行在公开

市场发行了150亿元一年期央票,收益率仍为2.976%。

本周,到期的央票量为320亿元,比前一周减少80亿元。

进出口行2年期债下周五发行

□本报记者 秦媛娜

本月18日,进出口银行今年第五期金融债将进行招标,规模

130亿元。

本期金融债期限2年,为固定利率附息债券,采用单一利率中标方式发行。

三公司将发短融券

□本报记者 秦媛娜

5月11日,山东魏桥创业集团有限公司10亿元短融券将通过利率招标方式发行,期限365天。5月14日,南京新港高科技

股份有限公司和三河发电有

限责任公司也将分别发行5亿元和4.6亿元短融券,期限均为365天,并采用价格招标方式发行。三只短融券信用评级均为A-1级。

■专家观点

5月债市料维持弱势盘整

□中国人保资产管理公司 张磊

排除央行继续加息的可能性,紧缩性政策预期仍将笼罩着市场。对于金融债收益率,1-3年短期收益率受央票利率的影响较大,在3年期央票招标利率还存在一定上升空间的情况下,3年期金融债收益率仍有较大的上升空间;根据利差均值回归的运动的利差进一步收窄,目前15年和7年金融债收益率的利差为25bp,处于2006年以来的最低点;而7年和3年金融债收益率的利差将趋于扩大,表现为3年左右的短期和10-15年的长期收益率的调整幅度要大于中期利率。对于银行间国债收益率,一级市场的发行已成为国债收益率变化的新导向,4月份3年期和5年期国债的发行就引导了二级市场中长期收益率的大幅度调整。目前,3年期国债收益率和3年期央票的利差缩小至42bp,其公允价值进一步体现,已经具有较好的投资价值,预计近期市场需求会从1年以下逐步向1-3年释放,但3年以上特别是长期品种仍将面临继续调整的压力。由于2007年以来的第四次上调。随着央行频繁出台存款准备金率政策,该政策的边际效应逐步递减,但连续性政策所带来的资金累积缩减效应逐步显现,未来的资金面有可能产生微妙的变化;二、CPI走势仍不明朗,二季度将出现CPI的年内高点,投资者仍保持观望;三、如果宏观经济仍然保持较快增长、信贷继续反弹以及资产价格快速上涨的话,我们不

转债投资:关注新债 减仓老债

□海通证券研究所 耿蒙珂

转债将在5月下旬满足赎回条款。到5月底,如果没有新上市的转债,则上市交易的转债就只有10只,老债的投资机会渐少。因此建议老债适当减仓,尤其是快到期的老债,但转债转债除外,应密切关注其满足赎回条款的日期。此外,密切关注新债的上市。已经公告计划发行的转债有8家,可分债有5家。新债上市,从一级市场的收益来看,根据前两只转债的情况,巨轮转债年化后收益率为60%,韶钢转债为93%。但考虑到转债交易家数近期的迅速下滑,新债上市——资源的稀缺性,会导致投资者较高的申购热情,从而导致较高的上市溢价率,因此如果是资金申购新债,则预计收益率不会低于前面两只转债;但如果是配售获得的转债,其收益率会高于前面两只转债。结合新债发行公司的基本面,我们更加建议重点关注以下公司的转债:中海发展、澄星股份、锡业股份。

2007年上市转债表(截至2007年4月30日). Table with columns: 公司 (Company), 发行规模 (亿元) (Issuance Scale), 配售比例 (Allocation Ratio), 中签率 (%) (Subscription Rate), 上市首日涨幅 (%) (First Day Rise), 进展情况 (Progress).

债券指数. Table with columns: 中国债券总指数, 上证国债指数, 银行间债券总指数, 上证企业债指数. Values: 115.264, 111.420, 116.142, 121.080.

上海银行间同业拆放利率(5月8日). Table with columns: 期限 (Term), Shibor(%) (Shibor), 涨跌(BP) (Change). Rows for 1W, 2W, 1M, 3M, 6M, 9M, 1Y.

交易所债券收益率. Table with columns: 品种 (Type), 名称 (Name), 最新报价 (Latest Bid), 收益率 (Yield Rate), 持仓量 (Position), 换手率 (Turnover).

银行间债券收益率. Table with columns: 品种 (Type), 名称 (Name), 最新报价 (Latest Bid), 收益率 (Yield Rate), 持仓量 (Position), 换手率 (Turnover).

交易所债券收益率. Table with columns: 品种 (Type), 名称 (Name), 最新报价 (Latest Bid), 收益率 (Yield Rate), 持仓量 (Position), 换手率 (Turnover).

银行间债券收益率. Table with columns: 品种 (Type), 名称 (Name), 最新报价 (Latest Bid), 收益率 (Yield Rate), 持仓量 (Position), 换手率 (Turnover).

交易所债券收益率. Table with columns: 品种 (Type), 名称 (Name), 最新报价 (Latest Bid), 收益率 (Yield Rate), 持仓量 (Position), 换手率 (Turnover).

银行间债券收益率. Table with columns: 品种 (Type), 名称 (Name), 最新报价 (Latest Bid), 收益率 (Yield Rate), 持仓量 (Position), 换手率 (Turnover).

人民币中间价. Table with columns: 5月8日, 1美元, 100日元, 1港币. Values: 7.6951, 10.4630, 6.4080, 0.98417.

市场瞩目各央行利率决定

□胡箫箫

日期 北京时间 事项. Table listing central bank interest rate decisions from 02:15 to 20:30 on May 11th.

美国国债收益率(5月8日). Table with columns: 种类 (Type), 总票 (Yield), 到期时间 (Maturity), 收益率 (%) (Yield Rate), 收益率变化 (%) (Yield Change).

注:技术指标由北方之星数码技术公司提供