

Currency·bond

人民币首破7.61 上半年升幅达2.63%

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 上证企业债指数

上海银行间同业拆放利率(7月2日)

期限 Shibor(%) 涨跌(BP) 期限 Shibor(%) 涨跌(BP)

交易所债券收益率

品种 名称 最新收市 收盘涨跌 前收盘

“蛰伏”多日,人民币在本周首个交易日做出了破关口、创新高的强势表现。昨日人民币中间价报于7.6075元,再次刷新汇改以来的新高纪录。

呈现“快慢交替”升值节奏

昨日人民币汇率已经是年内第47次刷新汇改纪录,汇改以来的累计升值幅度已经从前一交易日的6.49%一步跃升到了6.61%。

截至昨日,今年前半年人民币汇率从7.8073元到7.6075元,累计上涨了



张大为 制图

1998个基点,突破了7.8和7.7两个重要的心理关口,7.6元关口也已是“触手可及”。

爬升约1.68%的速度相比,今年人民币升值的速度有了明显的加快,但也同样呈现出快慢交替的鲜明节奏性。

交易员表示,涨跌交互成人民币走势的一大特征,在快速上行之后,便会迎来一个相对温和的休整期。

下半年升值压力或减轻

虽然上半年的表现让市场对于人民币接下来的走势充满想象,但是随着宏观调控政策对缓解内外经济失衡问

题效果的显现,人民币所面临的外部压力也在有所缓解。专家表示,人民币下半年的升值压力可能会小于上半年,但是上下波动的弹性会有所增强。

上周五,全国人大常委会会议表决通过发行1.55万亿元特别国债购买外汇,出口退税调整等贸易政策也将有效减轻人民币升值压力大的问题。

但是也有商业银行交易员指出,目前银行的结汇压力仍然很大,与巨额的外汇储备存量和不断流入的外汇资金相比,即使特别国债亮相也不会迅速带来冲击,因此市场主流预计的年度升值5%很有可能实现,而且也在市场可以承受的范围之内。

■聚焦特别国债

特别国债对市场冲击有限

◎兴业银行 鲁政委

尽管财政部负责人29日在答记者问时认为,此次特别国债的发行本身对宏观经济政策来说是属于“中性措施”,但债市依然因此而感受到强大压力。我们通过对未来央票到期量和外贸顺差情况的分析显示,特别国债对市场的真实影响可能并没有想象中的那么大。

特别国债不改变现有流动性存量

根据财政部负责人所透露的情况,如果直接向央行发行,从原理上讲,只不过是央行外汇储备与本币债券之间的置换,虽然改变了央行资产负债表结构,但其本身并未直接改变现有的市场流动性状况。

实际上,不仅是财政部负责人在答记者问时明确指出,央行会根据“逐步卖出”这批特别国债,央行行长助理易纲在30日出席“第九届CCER-NBER中国与世界经济年会”期间也表示:“央行将根据货币政策(执行情况)”在保持各方面稳定下实施(逐步卖出特别国债)。”这意味着,即使眼下发行了天量特别国债,也不意味着流动性会马上就会明显收紧,央行依然可能按照此前公开市场操作的节奏和力度来逐步卖出这批国债,只不过操作的方式由此前的发央票为主而转向了卖出特别国债为主而已。

更为重要的是,从当前外汇投资公司的机制设计来看,还没有看到其直接用以缓解未来持续外贸顺

差的动态机制,即并未切断外汇储备变化与央行基础货币被迫发行之间的纽带。客观地说,存量外汇储备所形成的流动性投放,央行已通过此前的公开市场操作和准备金率上调基本解决了;而未来持续外贸顺差所带来的新增流动性压力,才是我国流动性过剩的真正症结之所在。而当前外汇投资公司在解决动态的储备输入流动性问题上的机制缺失,必然意味着:现在断言“特别国债一出,流动性过剩从此永久消逝”肯定是一种不切实际的幻想。

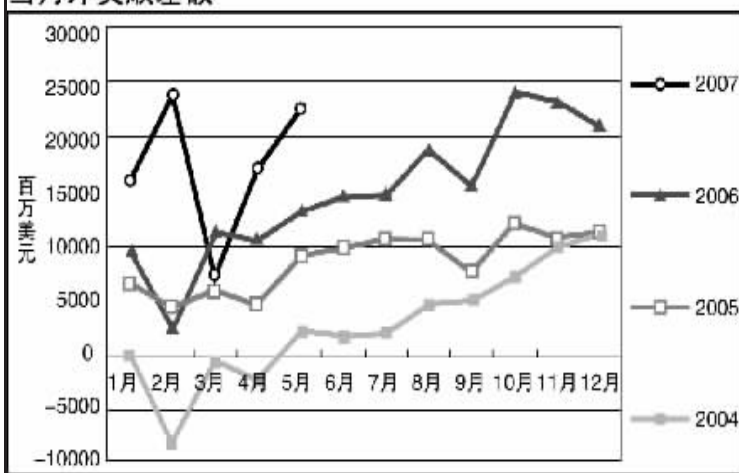
年内央票到期量与特别国债总量相当

虽然财政部可能一次性地向央行全额发行1.55万亿的特别国债,但央行是否在年内就要全部卖出这批国债,目前依然没有明确的说法。如果按照最可怕的估计,即央行在年内全部卖出所有特别国债,是否会构成短期内流动性的绝对压力呢?答案是,未必!

暂时撇开其他因素不考虑,单是下半年央票到期量,就足以吸纳全部特别国债。数据显示,7-12月的央票到期量分别为2390亿元、2202亿元、4370亿元、2150亿元、720亿元和2663亿元,总量为14495亿元,仅比1.55万亿元特别国债的额度少了1005亿元;如果考虑到央行在5-6月已对市场净投放(扣除5月提高1次准备金率所冻结的约1700亿元)了386亿元,那么,缺口就只有619亿元。因此,即使单从上述央票到期回流的流动性来看,1.55万亿元的特别国债对市场总体压力也不算大。

其实,可能正是考虑到万亿特别国债可能给市场带来的压力,央行才在国务院“稳中适度从紧”的定

当外贸顺差



张大为 制图

调中,依然容忍了自5月中旬以来即公开市场操作的持续萎缩(其中,3年期央票的发行量最低竟跌到了10亿元,聊胜于无),以及6月份前三周即出现了连续的公开市场净投放(总额高达2048亿元),也未如此前一样毫不犹豫地上调存款准备金率。

根据上述情况,我们认为,考虑到特别国债发行在即,央票发行量可能会较此前减少,年内准备金的压力也会较此前少得多,以便为特别国债发售腾出必要空间。

顺差输入的流动性依然较为充足

除了央票到期量外,未来外贸顺差输入的流动性仍然较为充足。自去年以来,我国虽已四次(其中今年两次)调整出口退税政策,但出口较大比重产品的出口退税下调有限(只有2%-4%)。这意味着,在目前强劲的外需背景下,未来外贸顺差仍可望继续保持在较高水平。

根据历史数据,近三年来,我国外贸顺差呈现的一个明显特征就是,自年初开始总体呈现不断走高态势。据此,我们可以进行一个保守的估计,按照未来平均每月外贸顺差180亿美元计,每月大致以此新增货币投放1300亿元人民币左右。这样,下半年外贸顺差就将输入7800亿元的流动性。

综合考虑央票到期量和外贸顺差输入的流动性,年内将会有22295亿元的新增流动性,相当于1.55万亿特别国债的1.44倍。这意味着,只要央行在未来把握好货币政策操作的节奏和力度,未来市场便不会受到万亿特别国债的过大冲击。

目前,出于对天量特别国债即将出世的担忧,一些市场主体已表现出相当的审慎,并由此造成了一些市场波动。这就要求,有关部门应尽早明确特别国债发行的节奏和具体操作方式,以达到稳定预期的目的。这样,特别国债亮相越早,其实越有利于市场稳定。

特别国债影响取决于具体发债方式

◎申万研究所 陆文磊 屈庆 胡玮玮

巨额特别国债发行,对于债券市场无疑是一个重大事件,但影响到底有多大,则取决于具体的发债方式。目前的问题恰恰在于,有关发债的关键细节尚未明确,所以对特别国债发行的影响也难以完全评估。根据我们上周与不同类型机构的交流情况,我们对此做一些猜测。

猜测一:市场能否承受,冲击有多大? 我们注意到,财政部有关负责人在答记者问中提到,“发行特别国债购买外汇后,将增加人民银行持有的国债。为人民银行公开市场操作提供一个有效的工具”。因此,我们估计特别国债大部分向央行发行的可能性较大,之后由央行通过公开市场逐渐投放到市场;但同时,也不排除向国债承销团成员直接发行部分国债。

根据我们估算,即便不考虑特别国债,公司债等新的发行品种,下半年各发债主体计划中的10年期以上长期发行规模就要达到3000亿元以上。而在目前市场环境偏弱的情况下,市场对长债的需求明显

不足。即便不考虑特别国债,下半年长债的供应也已偏多,而特别国债发行之后,10年期以上长债的供求矛盾会更加突出。不管是部分特别国债直接向市场发行,还是通过央行逐渐投放到市场,都将强化长债的供求矛盾,推动长期收益率进一步走高,对此投资者必须保持警惕。

猜测二:发行利率如何决定? 根据财政部负责人的答记者问,特别国债“发行将严格按照法律的规定,采取市场化发行的方式,利率根据市场利率水平确定”,而目前10年期国债发行利率至少在4.4%以上。如果以这一利率发行,再加上人民币每年3%-5%的升值,意味着国家外汇投资公司资金运用的年收益率至少要达到8%-10%,这是一个相当高的水平。

此前也有部分投资者猜测,向央行发行特别国债时是否会采用一个低于目前市场水平的利率。从答记者问的提法来理解,这种可能性似乎不是很大,但仍需要密切关注。

猜测三:特别国债发行以后,央行公开市场操作是否会变化,如何变化? 特别国债发行以后,央行公开

市场的操作肯定会作出适应性的调整。根据我们的统计,下半年央票到期规模为1.448万亿元,与1.55万亿元的特别国债规模比较接近。因此,央票下半年的发行规模估计会有明显减少。

目前的问题在于,央行用特别国债进行公开市场操作,究竟会采取什么方式?可以预见的方式主要有两种:卖断或者回购。每一种方式在目前的市场环境下都有其优劣。

对于卖断交易,其好处是能够对资金起到长期深度冻结作用,期限达到10年。这对于减轻央票滚动发行的压力固然大有好处,但其弊端也恰恰在于长期冻结。因为通过卖断方式向市场源源不断投放长债必然会使得银行的资产久期进一步拉长,而在目前股票市场活跃导致银行对流动性的需求非常高的情况下,银行的资产负债期限管理矛盾会进一步凸现。另外,如果特别国债的发行利率低于二级市场,那么,卖断交易的利差损失如何处理?这也是一个值得考虑的问题。

对于回购交易,比如3个月或1年期回购,其好处是能够直接替代央票,减少央票发行,同时避免了卖断

交易可能出现的利差损失情况。但其弊端也较为明显,一是流动性问题,如是3个月或1年期回购,其流动性将明显低于央票;二是与央票滚动发行一样,进行回购操作同样面临市场需求波动而可能出现回笼量不足的问题,央行操作将较为被动。

综上所述,我们猜测特别国债发行后,央行公开市场操作的模式改变可能会是以上两种情况的一个折衷,央票会继续发行,但规模肯定会下降,央行可能会通过卖断方式深度对冲增量的外汇占款,同时以央票和回购操作维持银行必要的流动性。如果采用这一操作思路,那么,矛盾的焦点将再次转移到长债的供应上来。

猜测四:对其他政策是否有替代作用?

特别国债对现有央行政策工具的替代还可能出现在与准备金率政策的协调上。目前准备金率已经上调到比较高的水平,如果下半年央行通过向市场增加10年期国债的方式来延长资金上调期限,那么,下半年准备金率上调的次数也可能明显减少。这一变化是否会发生同样值得投资者保持关注。

■每日交易策略

复制指数

◎海天

周一债券市场弱势依旧。看到现在的收益率曲线,比较半年前甚至三个月前的收益率曲线,暴跌行情历历在目。比较上季度末,3年期国债收益率已经上升85基点,5年期国债收益率上升95基点,10年期国债收益率更是上升100基点以上。债券市场再次经历了类似2003年8月份和2004年4月份令人不寒而栗的行情。仔细想想,这却不过是3、4年前的事情。

经过几年的努力,依靠强大的研发团队和持久的投入,中债公司已经形成一套较为完备的收益率曲线计算体系和指数计算体系,其算法也经过多次机构会议讨论并进行了系统有效性验证。应当说,其开发的曲线族已经能够承担市场基准的作用,何况中债公司还具有广泛的市场公信力。

根据中债公司计算的银行间债券总指数,1月29日该指数与年初高点115.66,其后不断下跌,至7月2日已经下跌到110.95,跌幅高达4.07%。也就是说,短短5个月,全市场债券资产已经缩水了4%。按照全市场债券余额10万亿元计算,5个月内已经有4000亿元债券市值蒸发,并且在考虑全部票息收入的情况下。

随着市场行情的不断下跌,市场愈发需要对冲风险的工具。既然中债公司的指数体系已经逐渐成熟,是否可以考虑推出债券指数期货,使机构又具有一个对冲风险的工具?当然,指数的编制相当复杂,而债券指数又较多依靠模型估值,具有一定的模型风险。笔者认为,模型风险对于短线操作者存在较大风险,但对于中长线投资者而言仍不啻为一个良好的投机和保值工具。毕竟这是具备公信力的中债公司编制的指数,如果一切计算程序公开透明,计算过程完全电子化,即便有模型风险,也可以认为是瑕不掩瑜。

■市场快讯

今天发行100亿元一年期央票

◎本报记者 丰和

一年期央行票据发行量继续下降。今天,央行将在公开市场发行100亿元央行票据,发行量比上周减少了20亿元。

然而,本周到期的央行票据量比上周增加350亿元,达到了750亿元。业内人士认为,本周有两只新股发行,为减少流动性的短期冲击,央行减弱了资金回笼力度。

■汇市观察台

英镑兑美元升向26年高位

◎胡箫箫

国际市场方面,欧元兑美元周一升至1.3584的一个半月高点,升幅超过1%。这主要得益于欧元区制造业PMI升至四个月高位,高于预期,而德国制造业PMI更是达到五个月高点。

英镑兑美元周一升至两个月高点2.0114美元,进一步升向4月触及的26年高位2.0133。欧元兑英镑日内持稳,报0.6741英镑。英镑此轮上涨主要是受市场对英国央行本周加息预期的支撑,同时,周一晚间发布的英国制造业数据若显示强劲,进一步推动英镑上涨。不过投资者认为,若英国央行决议本周不加息,英镑可能大幅下挫。

周一,日元自短观报告公布后的最初跌势中反弹,但仍承压,因稍早日本央行公布的短观企业信心调查支撑了该行仅会缓慢加息的看法。

本周美元可能延续涨势,特别是对欧元。市场预期欧洲央行(ECB)下周将维持现行利率4.0%不变。但央行可能流露进一步加息的意图,这也将帮助提振欧元。数据方面,周一的ISM制造业指数和周五的6月就业报告值得市场密切关注,特别是周五的非农数据,如果低于预期,在高收益率货币的需求依然强劲的情况下,美元跌势将更加不可避免。但也要考虑到美国国债的影响,也可能造成数据的影响减弱。(作者系中国建设银行总行交易员)

银行间债券收益率

品种 名称 最新收市 收盘涨跌 前收盘

交易所债券收益率

品种 名称 最新收市 收盘涨跌 前收盘

美国国债收益率(7月2日)

种类 息票 到期时间 收益率(%) 收益率变化(BP)

交易所回购行情

代码 名称 最新 涨跌幅 成交量(万元)

银行间回购行情

品种 收盘价(%) 加权(%) 成交量(百万元)

银行间信用拆借行情

品种 收盘价(%) 加权(%) 成交量(百万元)

人民币汇率中间价

7月2日 1美元 1欧元 100日元 1港币