

平衡市场利率 半年回购重启

利率3%，正回购量200亿元

◎本报记者 丰和

昨天，央行在公开市场操作重新启用了182天正回购，正回购量为200亿元，利率水平为3%。

稳定利率水平

这是时隔近两年后，央行在公开市场再一次重新启用半年正回购。此前，央行最后一次操作的时间是在2005年9月底。

与当天银行间回购市场的利率水平相比，昨天央行半年正回购的利率水平与1个月回购的加权平均利率水平相当。

显然，半年正回购的重启很大程度上在于稳定货币市场利率体

系。在基于物价上涨的升息预期下，银行间债券市场的利率水平已经在提前反映了未来利率的升幅。其中，作为货币市场风向标的一年央票的二级市场成交利率水平在3.15%至3.2%，超过了二级市场收益率。利率水平的上涨不仅导致债券价格节节下跌，而且干扰了公开市场操作，央行票据发行量只能稳定在低位以保持货币市场利率体系稳定。其中，三年央票连续五周维持10亿元的象征性发行。同时，进入7月以来，公开市场在三周内净回笼资金量仅120亿元。

与央行票据不同的是，回购利率水平受资金供给影响较大，在目前市场流动性宽松状态下，正回购的重启显然比采用固定利率、数量

发行央行票据更有助于引导货币市场利率水平下行，并且还可以增加资金的回笼量。昨天，银行间市场上期限接近一年的央票成交收益率降至3.11%至3.12%之间。

会否持续？

值得关注的是，长期正回购需要央行储备大量的债券。目前，央行的库存债券大约为2800亿元左右。而在2005年9月底，半年正回购之所以暂停，主要原因在于当时正回购余额已经达到了2300亿元，接近央行库存债券上限，因而采用发行6个月央行票据来代替半年正回购。

显然与两年前不同的是，今年

特别国债的发行可以为央行进行正回购提供大量“筹码”。那么，长期正回购会否滚动操作，并且成为下半年公开市场主力回笼工具也成为了目前市场关注的焦点。业内人士认为，由于回购比发行央行票据更有助于锁定资金，如果这一操作成为常态，则需要重新评估下半年的流动性状况。

记者从市场中了解到，此次182天正回购是由公开市场一级交易商主动申报需求，由于这部分资金的解冻时间在明年春节前，因此一级交易商的操作相对较为谨慎。因此，如果今后半年正回购的操作常规化，那么随着时间的推移，其操作量可能会逐步加码。

■市场快讯

小幅反弹 人民币再创新高

◎本报记者 秦媛娜

昨日，人民币汇率小幅反弹25个基点，再次创下汇改以来的新高。中间价报于7.5636元，汇改以来的累计升值幅度达到7.22%。

本周，在上半年国民经济运行情况数据公布前夕，人民币汇率均保持不温不火的波动。而昨日数据正式公布，显示经济有好过热趋势，进一步增强了市场对于下一步紧缩政策的预期，可能进一步增大人民币的升值压力。交易员指出，在调整数日之后，人民币可能重获快速升值的动力。

三年央票发行利率企稳

◎本报记者 丰和

经过连续两周上升之后，三年央票发行利率定格在3.62%，与上周持平，此次企稳意味着短期内三年央票的发行利率升势暂告一段落。当天，三个月央票的发行利率为2.7461%，保持不变。

本周公开市场共计回笼资金620亿元，比上周增加了70亿元。由于到期释放资金量为750亿元，本周公开市场将向市场投放130亿元资金。

雷曼兄弟：央行处加息两可中

◎本报记者 石贝贝

猪肉价格上升、通货膨胀日趋上涨，市场上对央行将于近期再次加息的预期也与日俱增。雷曼兄弟亚洲经济学家孙明春日前发布报告称，当前通货膨胀超出3%的现象是暂时的，未来2-3年通货膨胀应维持在比较温和的水平。因此，对于保持前瞻性和关注中期通货膨胀的央行来说，在短期内加息不见得是必需之举，而是处于“可加可不加”的两可选择中。

■每日交易策略

等待调控

◎琢磨

昨日国家统计局公布了上半年经济数据，二季度GDP达到11.9%，6月份CPI增长4.4%，城镇固定资产投资6月份增长28.5%，外贸顺差达1125亿美元，比上年同期增加511亿美元。从这些数字（应该是相对保守的统计）可以看出，经济发展势头比我们预期的要猛得多，尤其是6月份GDP近12%的增长速度超出全年8%的目标约4个百分点，本周来出台调控政策的可能性相当大。

央行公开市场昨日增加了182天正回购操作，交易量200亿元，利率3%。这样，央行通过公开市场同时具备了3个月央票、6个月正回购、1年央票、3年央票的连续操作，基本构成了完整的短期收益率曲线。公开市场已经很久没有用正回购操作来回笼资金了，没有发行央行票据以前，正回购操作是公开市场资金回笼的主要手段之一，但因为回笼量逐渐增大，央行库存债券大约只有3000亿元，难以支持正回购周转，央行不得已创造了央行票据作为回笼流动性的工具。以票据作为回笼工具对央行资产负债表的影响比较大，而且发行兑付手续复杂，对金融机构流动性的锁定效果相对较弱，眼下长期特别国债即将纳入央行债券资产库，恢复以正回购操作或卖出国债等传统手段回笼流动性的条件基本具备。

■汇市观象台

美元继续沉沦

◎刘汉涛

周四纽约市场美元兑多数主要货币下滑，欧元接近纪录低位。此前FED主席伯南克称，美国楼市困境可能恶化。伯南克在国会证词中重申，通胀是FED首要关切，但表示，楼市低迷可能殃及未来数季经济增长。交易商本已对次优抵押贷款危机惶惶不安，伯南克的讲话更触动了他们的神经，令他们没有理由再买入美元。美国周三公布的一项未来住宅营建指标降至10年来最低，暗示楼市状况持续恶化。

美元兑日元在122.00日元附近持稳。路透调查显示，日本制造业7月对景气乐观程度低于上月，部分企业感受到原料成本上升的压力。但电子机械厂商的信心升至四个月高点，非制造业信心上升，显示企业部门力道持续支撑日本经济稳定复苏。

澳元兑美元周四在澳洲市场在接近18年高位的窄幅区间波动，曾短暂超越0.88美元，此前澳洲商品的主要出口市场——中国公布经济大幅增长。此前澳洲央行总裁表示，鉴于澳洲贸易大幅增长，对澳元上涨至当前高位并不意外。金融市场认为上述言论对澳元构成支撑，并暗示该国央行不太可能公然入市干预，以控制本币涨势。

英镑在零售数据公布后下跌，兑美元跌至2.0500美元水平。英国国家统计局公布，6月零售销售较前月增长0.2%，较去年同期增长3.4%，增幅略低于预期，是因为多雨天气压低了食品的销售。该报告出炉后，英镑兑美元和欧元双双下跌。

（作者系中国建设银行总行交易员）

■热点聚焦

经济升温 新一轮紧缩在即

◎申银万国研究所 李慧勇

我们认为，昨天国家统计局发布的上半年主要经济数据传递出以下几个重要信息。

——经济增长明显趋线。二季度GDP增长11.9%，比一季度提高0.8个百分点，比市场预期高1.1个百分点。根据有关部门和专家的测算，我国当前潜在经济增长率的上限为10%-11%，和这一标准相比，中国经济总体过热的特征明显。

——下半年经济仍有可能保持在高位。目前对2007年中国经济的普遍看法是前高后低，下半年经济增长会有明显降温，这一判断的依据主要是下半年投资和出口增长率会有明显回落，将导致经济增长回落。但是从目前的情况看，下半年经济明显减速的可能性越来越小。首先从出口来看，由于OECD领先指标显示，发达国家经济在下半年会逐渐反弹，外部需求的扩大将在一定程度上抵消退税政策对我国出口的负面影响。其次

——通货膨胀明显。由于目前我国能够容忍的物价水平的上限为3%，从3月份开始连续四个月超过3%的物价上涨率表明通货膨胀正在我国成为现实。由于食品在我国居民消费价格中占比超过1/3，我国目前通货膨胀带有明显的食品推动型特征。但值得注意的是，从居民消费价格和商品零售价格的分类指数来

看，越来越多的商品和服务价格开始上涨，这表明物价上涨正在成为一种普遍现象。从金融指标看，6月份M1增长率再次回到20%的平台上也意味着后续通货膨胀压力仍在继续上升。我们预计下半年居民消费价格涨幅将比上半年明显扩大，涨幅为4%-4.6%，比上半年提高0.8-1.4个百分点。全年累计居民消费价格涨幅为3.5%-3.9%，将达到2004年以来的最高点。

——下半年经济仍有可能保持在高位。目前对2007年中国经济的普遍看法是前高后低，下半年经济增长会有明显降温，这一判断的依据主要是下半年投资和出口增长率会有明显回落，将导致经济增长回落。但是从目前的情况看，下半年经济明显减速的可能性越来越小。首先从出口来看，由于OECD领先指标显示，发达国家经济在下半年会逐渐反弹，外部需求的扩大将在一定程度上抵消退税政策对我国出口的负面影响。其次

——通货膨胀明显。由于目前我国能够容忍的物价水平的上限为3%，从3月份开始连续四个月超过3%的物价上涨率表明通货膨胀正在我国成为现实。由于食品在我国居民消费价格中占比超过1/3，我国目前通货膨胀带有明显的食品推动型特征。但值得注意的是，从居民消费价格和商品零售价格的分类指数来

看，越来越多的商品和服务价格开始上涨，这表明物价上涨正在成为一种普遍现象。从金融指标看，6月份M1增长率再次回到20%的平台上也意味着后续通货膨胀压力仍在继续上升。我们预计下半年居民消费价格涨幅将比上半年明显扩大，涨幅为4%-4.6%，比上半年提高0.8-1.4个百分点。全年累计居民消费价格涨幅为3.5%-3.9%，将达到2004年以来的最高点。

——下半年经济仍有可能保持在高位。目前对2007年中国经济的普遍看法是前高后低，下半年经济增长会有明显降温，这一判断的依据主要是下半年投资和出口增长率会有明显回落，将导致经济增长回落。但是从目前的情况看，下半年经济明显减速的可能性越来越小。首先从出口来看，由于OECD领先指标显示，发达国家经济在下半年会逐渐反弹，外部需求的扩大将在一定程度上抵消退税政策对我国出口的负面影响。其次

当前经济的看法有了明显转变。伴随着数据的公布和态度的转变，新一轮宏观紧缩即将展开。在紧缩手段上，我们认为市场化手段优先，但也不排除行政手段的可能。市场手段主要包括加息、取消利息税和发行特别国债以及上调法定存款准备金率；行政手段上，主要是继续厉行市场监管和节能减排措施，加大对产能过剩行业调控，以及加强对地方政府提高经济发展质量的一些“窗口指导”。由于几乎所有的手段都可能使用，从这个意义上讲，宏观紧缩可以说是全面紧缩。我们判断上述政策将在未来两个月内陆续出台，其对证券市场的影响值得高度关注。

——新一轮紧缩在即。经济过热，投资信贷增速加快，顺差规模仍在快速增长，尽管程度有差异，但主要经济数据并没有朝宏观调控者预期的方向发展，这使得进一步加强宏观调控的必要性再次增强。鉴于国家对经济是否过热的判断会十分谨慎，并不会明确说经济已经出现了全面过热，我们认为人大财经委的这一表态实际上已经表示国家对

——新一轮紧缩在即。经济过热，投资信贷增速加快，顺差规模仍在快速增长，尽管程度有差异，但主要经济数据并没有朝宏观调控者预期的方向发展，这使得进一步加强宏观调控的必要性再次增强。鉴于国家对经济是否过热的判断会十分谨慎，并不会明确说经济已经出现了全面过热，我们认为人大财经委的这一表态实际上已经表示国家对

2005年以来“高增长、低通胀”的经济增长格局宣告结束

当前经济的看法有了明显转变。伴随着数据的公布和态度的转变，新一轮宏观紧缩即将展开。在紧缩手段上，我们认为市场化手段优先，但也不排除行政手段的可能。市场手段主要包括加息、取消利息税和发行特别国债以及上调法定存款准备金率；行政手段上，主要是继续厉行市场监管和节能减排措施，加大对产能过剩行业调控，以及加强对地方政府提高经济发展质量的一些“窗口指导”。由于几乎所有的手段都可能使用，从这个意义上讲，宏观紧缩可以说是全面紧缩。我们判断上述政策将在未来两个月内陆续出台，其对证券市场的影响值得高度关注。

■专家观点

热钱已经挟持中国经济？

剔除热钱因素后，上半年GDP真实增长率为7.7%

◎特约撰稿 万晓西

当国家统计局昨天统计出2007年上半年中国GDP同比增长11.5%，同比加快0.5个百分点之时，似乎都有意无意忽略了热钱的伟大作用。没有热钱，中国经济会怎样？

感谢渣打银行的王志浩先生，2006年他根据其他国家公布的对中国进出口数字倒推，发现中国2005年真实贸易顺差只有350亿美元，仅为官方数字1019亿美元的三分之一，也就是说贸易顺差中三分之二为热钱(非贸易资金流入)。当然有专家认为这一比例太高，那么我们就貌似公允地假设贸易顺差中一半是热钱吧，2007年上半年贸易顺差1125亿美元，50%为562.5亿美元，平均汇率为7.7186，热钱乘数假定为1.1，上半年名义GDP绝对增加额为15325亿元，则热钱导致GDP增长3.6个百分点。剔除热钱后，2007年上半年GDP真实增长率为7.7%；当然如果你认为40%的外汇占款为热钱，则我们GDP增长率仅为6.4%。

还没有热钱，11.5%的增长会持续吗？一旦考虑了热钱，无论是7.7%还是7.9%，都意味着中国经济已经被热钱挟持或者说是绑架。以上分析，仅是假设热钱零进出，如果热钱突然大规模流出呢？经济增长率6个百分点上下的剧烈波动是可以预期的。

且慢，贸易顺差中有热钱，那么外商直接投资中有没有热钱呢？我们的税收越来越高，我们的劳动

力成本越来越高，我们的人民币也越来越贵。微观数据是据说沃尔玛已经削减四成中国订单，但是官方统计显示2007年上半年外商直接投资实际使用金额319亿美元，同比增长12.2%，外商直接投资和会汁估值方法的影响，我们来检查一下外汇储备对科目外汇占款的变动。外汇占款上半年共增加15469亿元人民币，与GDP绝对增加额相差无几。假设30%是热钱，热钱乘数为1.1，则热钱导致GDP增长3.8个百分点。剔除热钱后，2007年上半年GDP真实增长率为7.7%；当然如果你认为40%的外汇占款为热钱，则我们GDP增长率仅为6.4%。

还没有热钱，11.5%的增长会持续吗？一旦考虑了热钱，无论是7.7%还是7.9%，都意味着中国经济已经被热钱挟持或者说是绑架。以上分析，仅是假设热钱零进出，如果热钱突然大规模流出呢？经济增长率6个百分点上下的剧烈波动是可以预期的。

且慢，贸易顺差中有热钱，那么外商直接投资中有没有热钱呢？我们的税收越来越高，我们的劳动

力成本越来越高，我们的人民币也越来越贵。微观数据是据说沃尔玛已经削减四成中国订单，但是官方统计显示2007年上半年外商直接投资实际使用金额319亿美元，同比增长12.2%，外商直接投资和会汁估值方法的影响，我们来检查一下外汇储备对科目外汇占款的变动。外汇占款上半年共增加15469亿元人民币，与GDP绝对增加额相差无几。假设30%是热钱，热钱乘数为1.1，则热钱导致GDP增长3.8个百分点。剔除热钱后，2007年上半年GDP真实增长率为7.7%；当然如果你认为40%的外汇占款为热钱，则我们GDP增长率仅为6.4%。

表一：2007年上半年贸易顺差中热钱对GDP影响估算

贸易顺差(亿美元)	热钱乘数	名义GDP绝对增加额(亿元)	热钱占贸易顺差	热钱占GDP增加值	热钱导致的GDP增长率	剔除热钱后GDP真实增长率
1125	1.1	15325	30%	19%	2.2	9.3
			40%	25%	2.9	8.6
			50%	31%	3.6	7.9
			60%	37%	4.3	7.2
			70%	44%	5.0	6.5

注：数据来源于国家统计局新闻稿，其中名义GDP绝对增加额=2007年上半年GDP-2006年上半年GDP(初步核算数)，汇率按人民币上半年月均汇率7.7186折算。

表二：2007年上半年外汇占款中热钱对GDP影响估算(单位：亿元)

外汇占款增加额	热钱乘数	名义GDP绝对增加额	热钱占外汇占款	热钱占GDP增加值	热钱导致的GDP增长率	剔