

Currency·bond

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
113.336	109.610	114.351	114.000
0.18%	0.05%	0.18%	0.03%

上海银行间同业拆放利率(9月27日)

交易所债券收益率

银行间债券收益率

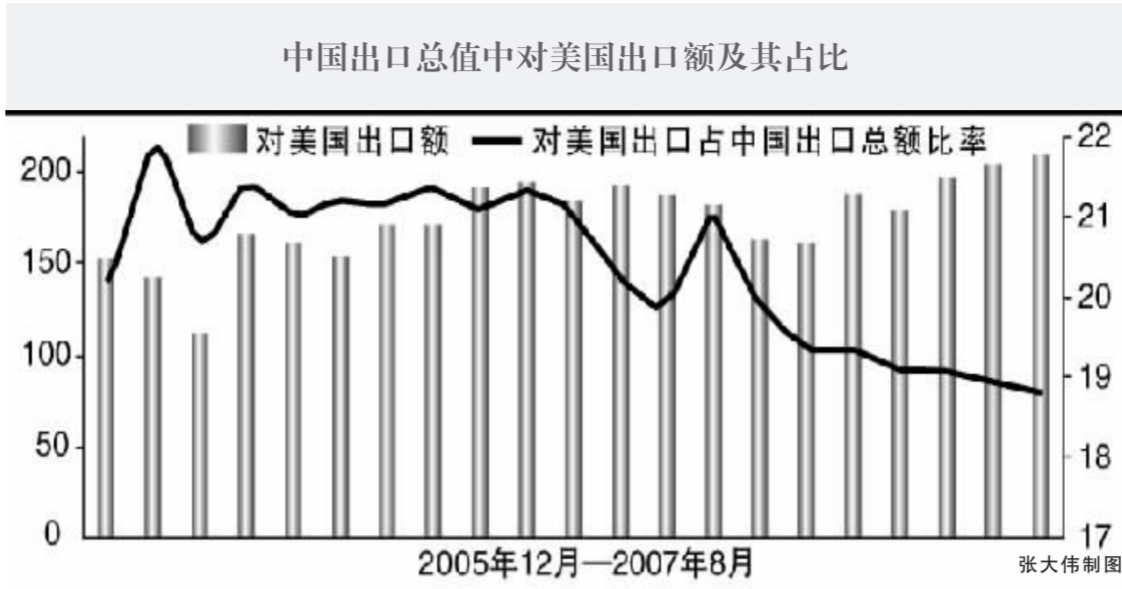
人民币快涨 市场低效或是重要推手

◎海通证券 于建国

2005年7月汇改以来,人民币汇价不仅屡创新高,而且升值速度不断加快。笔者认为,引起人民币过快升值的一个重要原因,是人民币外汇市场的有效性缺失,这主要表现在以下几个方面。

——**外汇市场供求状况与外贸结构变化不对称。**受人民币兑美元大幅升值,对美国出口额占中国出口总额之比逐年下降,2005年占21.3%,2006年降为20.9%。2007年1-8月跌至19.4%,与上一年同期相比下降了1.8个百分点。而对欧盟出口不断加快,2006年我国对欧盟贸易顺差916亿美元,比2005年的702亿美元增加了214亿美元。2007年1-8月对欧盟出口占中国出口总额的19.9%,与去年同期的18.5%相比提高了1.4个百分点,并且超过对美国的出口比重0.5个百分点。但是,我国外汇市场上欧元汇价并不因对欧盟创汇增加,欧元供给增加而走低。今年年初至9月21日,欧元兑人民币升值2.7%。这种外汇供给与汇价的反向变化显然不符合市场供求规律。

——**一篮子货币政策放大了外汇市场的套汇空间。**汇改以来,人民币兑日元汇价不管是在调整方向上还是在调整速度上,始终与美国外汇市场上美元兑日元保持同步。因此,人民币兑日元和美元兑日元的汇率曲线呈喇叭状,喇叭口则不断地放大和缩小。我国政府在严格控制人民币兑日元套汇的同时,人民币兑欧元的套汇空间却在不断放大,表现为人民币兑欧元汇率曲线越来越偏离美国国内美元兑欧元的汇率曲线。2007年1月4日至9月18日,美元兑欧元贬值5.91%,而人民币兑欧元仅贬值1.57%。人民币兑欧元的套汇空间



由汇改初的2.37个百分点放大了4.34个百分点。欧元套汇空间放大,美元汇价受到进一步打压。

——**商业银行货币错配成为外汇市场重要的不稳定因素。**一是银行大幅度压缩外汇资本。2007年6月末,金融机构外汇资产为4989.3亿美元,但外汇实收资本仅为127.6亿美元,外汇实收资本与外汇资产之比仅为2.56%;二是银行做空外汇远期市场。2007年以来商业银行柜台远期净结汇增长迅速,特别是一年期以上的超远期结汇增长突出。商业银行通过即期市场平补远期头寸,通常需要用增长外债的方法获得外汇,并在即期市场卖出外汇。商业银行货币错配助推了人民币升值。

——**外汇管理体制改革也直接或间接地增加了外汇市场的美元供给压力。**据美国财政部数据,为了以外汇置换8月份财政部6000亿元特别国债,央行今年3—

6月份在美国国债市场上共抛售147亿美元国债,国内市场由此增加的美元外汇折合人民币1100亿元。7月份我国回补27亿美元国债后,所持美国国债为4078亿美元,但仍没有达到3月份4198亿美元的规模水平。

我国汇改两年多来,人民币兑一篮子货币的变动趋势是:人民币兑美元升值速度不断加快,在控制人民币兑日元套汇机会的同时,人民币兑欧元的套汇空间逐步放大。这种汇率变动趋势的实际效果正在显现:首先我国外贸出口出现结构性调整,对欧盟出口比重和贸易顺差逐年增加,中欧贸易摩擦将增加。在人民币兑欧元套汇空间放大的同时,欧洲游客进入中国的步伐也在加快。欧盟货币政策将越来越影响我国央行的汇率政策制定。其次,人民币升值削弱而不是增强了我国出口企业的国际竞争力。美国劳工部公布的中国出口商品价格指

显示,汇改前2004年的全年月平均出口价格指数为99.54,2005年下降到98.70,2006年进一步降至97.59。2007年1-8月虽然回升到97.76,但仍然没有达到汇改当年的出口价格水平。

笔者认为,改变人民币外汇市场有效性缺失重要的是调整外汇市场上国内进出口企业的比重。唯此,人民币兑美元才能形成相对稳定的市场均衡汇价,人民币汇率才能形成合理的市场预期,扩大人民币兑美元汇率波动幅度的政策才能落到实处;唯此,企业才能摆脱被动应对人民币升值的局面,政府也才能把人民币升值转化为提高企业国际竞争力的政策手段。央行行长周小川近日指出,人民银行今后将进一步改变“宽进严出”的外汇管理政策,为企业“走出去”提供强有力的金融支持。我国外汇市场也应该为“走出去”的企业提供更大的融汇舞台。

■市场观察

多空均衡将破 债市痛后快乐?

◎东莞商行 杨鹏

9月的债市无疑是今年比较严峻的一个时刻,在连续的IPO冲击下,货币市场利率创下了历史新高,同时债券收益率也在9月中旬整体大幅上浮30bp以上,创下了年内的最高位置。对于中小机构而言,九月行情是一种“痛并快乐”的体验。“痛”在于很多中小机构的前期放大操作策略在9月受到了很大的挤压,持有债券的回本根本无法弥补高额的资金融入成本。但同时,随着时间的推移,前期债市多空均衡盘整的局面有可能在四季度被打破,多方力量的壮大也许将使得债市有相当幅度的反弹,对于后市乐观、坚持到底的机构而言,“快乐”也许将不远。

8月CPI将是近阶段顶峰

今年债市收益率上移的重要牵引力在于CPI不断走高,而8月CPI创10年新高达6.5%是否能成为近阶段的顶峰将是后期研判的一个重要基础。从农业信息网和商务部网站的食物价格监控数据来看,9月的食品价格相比8月有小幅下降,降幅尽管不大,但是我们认为食品价格高位徘徊的特征基本确立下来。尽管秋粮丰收存有压力,但同时政府的供给结构性调整将会减少粮食价格给CPI带来的进一步冲击。

根据我们的预测,我们认为CPI指数在经历连续几个月的上扬趋势以后,将从9月开始步入高位徘徊阶段,从11月开始进入逐步回落阶段,今年全年CPI指数均值大约为4.5%,明年上半年CPI指数均值为4%,这是一个目前仍可以接受的数据,同时这也将有利于债市在四季度的反弹。

债市只是结构性失血

9月资金面异常紧张,债市深度失血是债市收益率大幅上移的一个重要原因,但是我们关注的是这种失血的原因以及其持续性。9月资金面本来应该还是比较宽松的,因为央票到期量和央票付息之和近4500亿元,是历史最高水平,因此央行在这个月初就开始加大了回收力度,定向票据、存款准备金政策和公开市场操作发行央票基本上也只是对冲了央票到期的压力,即使考虑特别国债1000亿元,回笼力度比8月还低得多,因此这种资金紧张的局面直接原因还是在于新股发行过多而导致的债市结构性失血。

而从后期来看,10月央票到期量3600亿元,11月到明年1月春节前三个月央票到期量近一万亿元,央行仅仅靠常规回笼手段肯定难以回收。从非常规手段来看,存款准备金率使用空间在缩小,在信贷回落趋势下,定向票据的作用也将受到

质疑,因此央行对冲的压力较大。而同时鉴于对“窗口指导”和“行政力量”的信任,信贷回落四季度将成为定局,因此综合和来看,即使不考虑其他新增资金因素,四季度资金面相对宽松的局面是值得期待的。

调控政策对债市压力不大

从9月开始,宏观调控政策产生了两个重要改变:一个是央行货币政策开始摆脱国际利率环境的束缚,更加专注于国内,这从周小川最近的两次讲话中可以明显体会到;另一个是特别国债将财政政策置于直接调控的角色,进入财政货币政策联合调控的新阶段。

如果单纯考虑国内环境,按照周小川对正负利率的界定标准,我们对从年内到明年上半年仍然存在两到三次的加息预期,但是我们却不认为加息政策会给债市带来巨大压力。首先,随着美联储的降息政策公布,央行前期的“抢先”加息政策获得成功,而随着美联储再次降息预期的出现,央行货币政策的使用空间也同时受到压缩;其次,后期央行加息政策没有必要再保持7月至9月的这种节奏,如果不连续,债市会在间或反弹中消化这种加息的作用,就如6月到8月10年期国债收益率从4.45%回到4.2%一样;最后,即使后期再有加息,如果正利率趋势下,定向票据的作用也将受到

格泡沫被适度挤压(这些局面很有可能呈现),那么就意味着加息可能会进入到中后期阶段,此时的收益率曲线应该从陡峭化向平坦化过度,加息对中长端收益率的压力是逐渐减小的。

从财政政策的特别国债而言,特别国债以及公债等所带来的长期品种供给增加的后果,自然会给长期收益率带来压力,但是仔细分析,即使出现最坏的结果也不足惧。首先,特别国债政策将成为流动性回收政策的组成部分,那么和央票之间将会形成此消彼长的局面,公开市场操作力度的减少将会有利于消化特别国债的冲击力;其次,如果银行信贷规模有所控制,从期限匹配上来看,这部分资金和特别国债是天作之合,将在只是改变银行资产组合而不触及银行利益的前提下有效地进行流动性回收,因此对收益率抬升的作用不大;最后,就目前的长债收益率而言,9月存在着明显的因货币市场利率高企而调整过度的行为,已经基本吸收了年内可能存在的利空,这为后市操作提供了较好的防守空间。

因此,我们认为现阶段是可以从中长期品种里获得参与空间的,即使由于流动性不足,也可以在10月份三季度统计数据出台前寻找参与机会,从年初到现在的等待,随着收益率曲线的高抬,等待的成本似乎也在逐渐加大了。

上交所固定收益证券平台成交行情(9月27日)

上交所固定收益证券平台确定报价行情(9月27日)

■市场快讯

07长电债成功发行

◎本报记者 秦媛娜

9月26日,由华泰证券保荐并承销的我国资本市场上的第一只公司债券——中国长江电力股份有限公司2007年第一期公司债券人民币40亿元成功发行。

本期公司债券得到了投资者的广泛认可,投资者群体包括保险机构、财务公司、基金公司、券商理财产品、法人机构投资者以及普通投资者等,几乎涵盖了交易所市场所有的投资者。“07长电债”的成功发行为未来公司债券的发行树立了标杆,也打开了公司债券市场化发行的大门。

据统计,网上发行社会公众投资者认购积极,获得了超额募集。该发行方式与新股申购完全不同,对同一证券账户不设认购次数的限制。另外,不向原股东优先配售及网上、网下同时发行的方式,给普通投资者参与公司债券提供了便利的条件。

网下发行则是根据簿记建档结果,由机构投资者与保荐人(主承销商)签订《网下认购协议》的方式进行。网下发行同样得到了机构投资者的追捧,获得了超额认购。

人民币中间价盘跌

在进退相持的升值步调下,人民币中间价昨日下跌了68个基点,中间价报于7.5157。

由于盘中美元买盘仍较多,询价市场人民币收盘报于7.5148,出现了2个基点的上涨。(涂艳)

三个月央票发行利率不变

◎本报记者 丰和

昨天,三个月央行票据发行收益率为2.9089%,与前一周期相同。至此,本周一和三个月央票的发行收益率均维持不变。

本周公开市场操作连续第三周向市场大幅度投放资金,净投放量为970亿元。

国开行农发行将发浮息债

国家开发银行昨日发布公告称,将于10月9日招标发行10年期200亿元浮息债。本期债券利率基准为1年期定期存款利率,每年付息一次。

中国农业发展银行昨日公告称,将于10月10日发行120亿元金融债券。本期债券为3年期浮动利率债券,债券利率基准为10月9日的3个月Shibor 5日均值。(涂艳)

两家公司将发企业债

内蒙古高等级公路建设开发有限公司和深圳市能源集团有限公司昨日公告将发行企业债。

内蒙古高等级公路建设开发公司发债额8亿元,票面利率5.70%;深能源发债额5亿元,票面利率前5年5.25%,后5年5.55%。两债券期限均为10年期,都有银行提供全额担保。(涂艳)

■每日交易策略

商业利益与行政调控

◎海天

周四货币市场利率继续下滑,7天回购利率回落到3.29%,较周三下滑1.57%,较周二更是大幅下滑3.81%。债券市场相对平静,基本处于盘整行情。国庆临近,市场得以暂时休息。

经过2007年前三个季度,债券收益率普遍上了一个台阶,中长期债券收益率较年初都上升1%以上,债券投资价值较2006年显著提高。然而,对于主要的债券投资机构商业银行而言,虽然债券投资价值显著上升,经历五次加息后的贷款投资价值也显著上升。

根据历史收益率比较分析,2007年债券收益率上升幅度与贷款利率大致相当,贷款利率与债券收益率的差距仍大致稳定。这说明,对于商业银行而言,面对至少2.5%的利差水平,投资贷款资产仍是最优选择,特别是在商业银行具有根据客户风险水平自由定价权的情况下。

假设有管理层对商业银行贷款投放的调控,从商业利益最大化角度看,商业银行将逐步缩减对投资价值相对较低的债券的投资,在流动性支持的情况下持续增加贷款投资,这种经济行为将延续到债券收益率出现上升,并重新相对贷款具备投资价值之时结束。不过,毕竟管理层基于宏观调控目标在不断对商业银行进行窗口指导,并通过连续的货币政策控制商业银行信贷投放。管理层不懈的努力得以控制住商业银行信贷投放总量,商业银行本可能用于贷款的资金因此有所富余。

既然有大笔富余资金需要运用,商业银行只能将资金堆积于债券市场和货币市场。于是,结构化的矛盾造成了债券市场、货币市场供需不平衡,债券市场、货币市场收益得以维持相对低位。可以想见,如果资金是可以自由流动的,则债券市场、货币市场利率将很可能与信贷市场利率逐步接轨,债券和信贷之间过大的利差水平(剔除信贷违约率及操作成本等)将逐渐缩小。当然,这一问题将更多留给利率市场化之后解决,届时信贷利率与债券收益率的此消彼长,将可能以市场化的形式促进商业银行主动调控信贷投放。

注:技术指标由北方之星数码技术公司提供

美国国债收益率(9月27日)

种类	息票	到期时间	收益率(%)	收益率变化(%)
2年期	4.00	2009.09.30	3.99	0.027
3年期	4.50	2010.05.15	4.05	0.014
5年期	4.125	2012.08.31	4.27	0.014
10年期	4.750	2017.08.15	4.64	0.014
30年期	5.000	2037.05.15	4.91	0.015

交易所回购行情

银行间回购行情

银行间信用拆借行情

人民币汇率中间价

9月27日	1美元	1欧元	100日元	1港币
	7.5157	10.6156	6.5096	0.96769