

# Document

## 深圳证券交易所 2007 年度股票市场绩效报告

市场绩效高低是决定交易所竞争力和市场地位的关键因素,投资者在一个市场绩效越高的市场投资可以获得越高的附加价值。目前,我国证券市场正经历股权分置改革基本完成后的转折性变化,面临市场规模急速扩大、投资者结构变化带来的挑战。定期跟踪报告市场绩效不仅可以为新兴市场环境下如何提高流动性、改进市场效率提供决策参考,也可以为改进交易和信息披露制度、改善投资者结构提供实证依据。

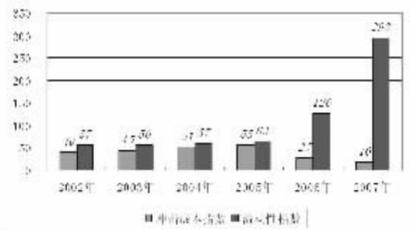
本报告对 2007 年深圳证券市场运行质量进行了实证分析,结果显示,2007 年深交所市场绩效处于上升状态,总体水平较高。表现为:流动性延续了上升趋势,较 2006 年有大幅提高;波动性比 2006 年有所上升,但仍然处在合理区间;订单执行质量良好,订单执行速度不断提高,系统效率进一步提高。深交所市场绩效指标的改善体现了市场制度建设、交易机制改革和交易系统改进等方面工作的成效,深交所将继续通过完善交易制度、提高信息披露质量等方面的工作,为广大投资者提供一个高效、低成本股票交易市场。

### 一、深市 A 股流动性延续了上升趋势,较 2006 年有大幅提高

市场流动性可以通过冲击成本、流动性指数、宽度、深度等指标衡量。冲击成本衡量一定金额的交易(本报告以 10 万元计)对市场价格的冲击程度,可以直观地体现市场的流动性状况,市场流动性越高,冲击成本越低。流动性指数与冲击成本相对应,衡量价格发生一定程度变化所需要的交易金额(本报告以 1% 计),流动性越高,流动性指数越高。市场宽度表现的是买卖报价之间的差距,流动性越高,宽度值越小。市场深度表现的是市场对买卖订单的即时吸收能力,以即时最优五档披露报价上订单累计金额衡量,流动性越高,市场深度值越大。从冲击成本、流动性指数、宽度、深度等指标衡量,2007 年深市 A 股流动性有大幅度的提高。

#### 1. 冲击成本持续下降和流动性指数显著上升

根据分析,总体上讲,2007 年深市 A 股 10 万元冲击成本指数为 16 个基点,1% 的流动性指数为 293 万(图 1),而 2006 年相应的指标分别为 27 个基点和 126 万元。这表明 2007 年深圳股票市场流动性比 2006 年有大幅度提高。



从市场结构看,深成指成份股的流动性最好,其冲击成本指数仅为 8 个基点,流动性指数高达 934 万元;机构重仓股的流动性次之,其冲击成本指数为 15 个基点,流动性指数达 332 万元;中小企业板的流动性指标(冲击成本指数 20 个基点;流动性指数 148 万元)低于深市 A 股流动性平均水平(16 个基点;293 万),但是如果考虑公司规模因素,其流动性实际不低于深市 A 股水平;深市 B 股的流动性最差(10 万元冲击成本指数 43 个基点;流动性指数 95 万元)。值得注意的是,2007 年 ST 股票流动性大幅度提高,其冲击成本指数降低至 19 个基点,流动性指数高至 332 万元,这与 2007 年 ST 股票的炒作浪潮有关。

从影响因素呈现的特征看,流动性呈现显著的规模特征:大规模公司股票冲击成本指数仅是小规模公司的 1/2,而流动性指数则是小规模公司股票的 4 倍。但是股价特征和机构持股比例特征减弱。从股

价看,冲击成本指数随股价上升而降低,但是流动性指数与股价关系不明显,中价股流动性指数较低;从机构持股比例看,流动性指数与机构持股比例呈正相关,但是与冲击成本指数没有呈现正相关。从行业看,金融类股票的流动性最好,冲击成本指数和流动性指数分别为 12 个基点和 640 万元。

动态地看,2002 至 2007 年,深市 A 股冲击成本指数(6 年分别为 40、45、51、55、27 和 16 个基点)和流动性指数(6 年分别为 57、56、57、63、126 和 293 万元)逐年提高,其中 2007 年流动性大幅度提高,深市 A 股的 10 万元冲击成本指数降至 16 个基点,1% 流动性指数则升至 293 万元。

#### 2. 相对价差衡量的市场宽度持续下降

深市 A 股相对买卖价差和相对有效价差分别为 18 个基点和 45 个基点(图 2),比 2006 年有较大改进(2006 年相对买卖价差和相对有效价差分别为 27 个基点和 49 个基点)。因此,相对价差衡量的市场宽度持续下降,市场的流动性继续上升。但由于股票价格快速提高,2007 年绝对买卖价差和绝对有效价差(分别为 3.26 和 8.29 分)都比 2006 年大幅上升(分别为 1.48 和 3.01 分)。

深成指成份股流动性的宽度指标小于深市股票平均水平(价差小,流动性好),中小企业板、ST 股票和深市 B 股的指标则大于平均水平。2007 年度的宽度指标没有显示出 2006 年出现的规模特征、股价特征和机构持股比例特征。

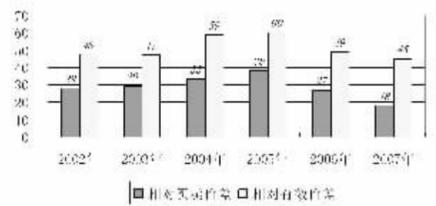


图 2 2002 至 2007 年深市 A 股的相对价差

#### 3. 市场深度提高

报告以累计披露报价深度衡量市场流动性中的市场深度,深市 A 股股票的累计披露报价深度为 135 万元(图 3),比 2006 年的 103 万元大幅上升,继续了 2002 年(34 万元)以来的上升趋势。

深圳成份指数股(311 万元)和机构重仓股(129 万元)的深度都要优于深市 A 股平均水平(135 万元),深市 B 股的深度(69 万元)则低于平均水平。ST 股票深度(233 万元)比 2006 年(64 万元)大幅度提高,这与 2007 年“垃圾股”炒作浪潮有关。2007 年市场深度仍然呈现规模特征:公司规模越大,深度越深。但是机构持股特征和股价特征减弱。

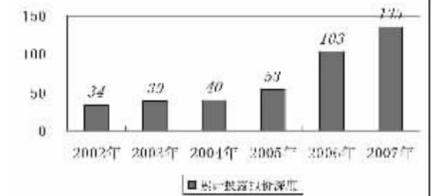


图 3 2002 至 2007 年深市 A 股的深度指标

#### 4. 大额交易冲击成本

2007 年度深市 A 股股票的大额交易(300 万元)冲击成本指数为 199 个基点,比 2006 年底的 575 个基点大幅下降,延续了过去 5 年的下降趋势。

深成指成份股的大额交易冲击成本指数最低(43 个基点);机构重仓股的大额交易冲击成本指数次之(174 个基点);但是,中小企业

板(268 个基点)与深市 B 股(686 个基点)的大额交易冲击成本指数高于深市 A 股平均水平;ST 股票的大额交易冲击成本指数(237 个基点)大幅提高,这与 2007 年 ST 股票被大肆炒作有关。

与 2006 年一致,大额交易冲击成本指数仍呈现显著的规模特征、股价特征和机构持股比例特征;规模越大,股票价格越高,机构持股比例越高,大额交易冲击成本指数越高。

总体来看,2007 年深市 A 股流动性有大幅度的提高。板块特征与 2006 年基本一致,深成指成份股和机构重仓股的流动性要优于深市 A 股平均水平,中小企业板和深市 B 股的流动性则低于平均水平,流动性与规模呈正相关关系。ST 股票流动性大幅度提高,这可能与 2007 年 ST 股票的炒作浪潮有关。

### 二、市场波动性随市场活跃程度上升

2007 年深市 A 股股票的分时波动率和收益波动率依次为 57 个基点和 88 个基点,比 2006 年相应指标都有所上升(分别为 43 和 66 个基点),延续了 2003 年以来波动性上升的趋势。指标上升的主要原因是 2007 年股市行情持续走强,股票交易活跃。

从 2007 年收益波动率来看,深成指成份股(66 个基点)、ST 股票(62 个基点)低于深市 A 股平均水平(88 个基点);机构重仓股(92 个基点)高于深市 A 股平均水平(88 个基点)。从分时波动率来看,ST 股票(40 个基点)和深市 B 股(43 个基点)低于深市 A 股的平均水平(57 个基点);深成指成份股(60 个基点)和机构重仓股(58 个基点)高于深市 A 股的平均水平(57 个基点)。

收益波动率呈现规模特征,分时波动率则与规模、股价和机构持股比例的相关性不显著。最近六年深圳 A 股股票波动性有所上升,分时波动率和收益波动率分别从 2002 年的 29 个基点和 43 个基点升至 2007 年的 57 个基点和 88 个基点。从行业来看,收益波动率最高的是传播与文化产业(126 个基点),最低的是交通运输、仓储业(69 个基点)。但是分时波动率并没有呈现行业特征,各行业指标接近(均处于 40 至 66 个基点之间)。

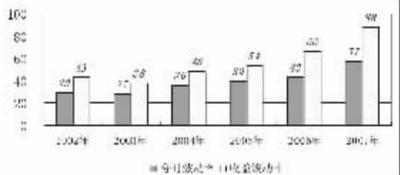


图 4 2002 至 2007 年深市 A 股的波动性指标

### 三、市场有效性系数接近随机游走

2007 年深市股票的市场效率系数为 1.22,表明股票的价格运动非常接近随机游走(理论系数为 1)。从各板块来看,中小企业板股票(1.92)价格运动有效性(接近随机游走)相对较弱,这与中小板上市公司的数量较少有关,需要尽快扩容中小板市场。深市 A 股市场效率系数与完全有效市场系数(数值 1)的偏离度较 2006 年市场效率系数(0.95)偏离度大的主要原因可能在于 2007 年股票价格呈现单边上升。

### 四、订单执行速度进一步加快,执行质量良好

订单执行速度进一步加快:限价订单、非市价限价订单和市价限价订单的平均执行时间(订单执行时间均以成交股数为权重计算)从 2006 年的 410、946 和 43 秒降到 2007 年的 299、683 和 37 秒(图 5),分别下降 27%、38.5%、13.9%。表明深圳股票市场运作效率进一步提高。

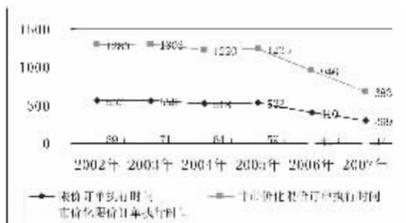


图 5 2002 至 2007 年深市 A 股的订单执行时间

从订单成交情况看,订单执行质量良好。以股数计量,63% 的订单成交,36% 的成交订单在提交后 10 秒内被成交(表 1)。27% 的订单被撤单;27% 的成交订单在最优报价内被执行,84% 的成交订单以单一价格被执行。

从订单角度来看,以订单笔数计算,订单构成依次为非市价限价订单(19%)、市价限价订单(31%)和市价订单(48%)。机构投资者提交订单仅占 1.15%。市价订单比例大幅度提高,机构投资者提交订单比例只占 0.15%。表明个人投资者提交订单进一步活跃。

各板块的最优报价比例和单一价格执行比例接近,分别处于 22%~30% 与 67%~88% 之间。最优报价执行比例和单一价格执行比例指标没有出现规模、行业和时间序列等特征。

表 1 2007 年订单成交分类统计

指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007
成交比例	43	56	59	58	61	63
撤单比例	22	21	23	27	29	27
市价限价订单提交比例	25	35	37	35	36.19	19
非市价限价订单提交比例	75	65	63	65	63.77	31
市价订单提交比例	/	/	/	/	0.03	48
机构订单提交比例	/	/	5	8	6	1.15
提交后 10 秒内成交比例	27	27	28	29	30	36

### 五、个人投资者交易占主导,机构投资者交易呈现波段现象

从表 2 中可以看出,深市 A 股主板和中小企业板的成交金额中,机构投资者分别占 11.96% 和 11.26%,其中基金所占比例最高(7.52% 和 6.02%)。由此看出,机构投资者占成交金额比重比 2006 年有所下降(13.67% 和 12.72%)。

2007 年机构投资者交易金额占该行业成交金额比例前十位从高至低分别为:房地产业(22.30%)、金融保险(19.64%)、采掘业(17.33%)、食品饮料(15.53%)、金属非金属(15.06%)、信息技术(14.20%)、传播文化(13.30%)、机械装备(12.44%)、社会服务(12.14%)、造纸印刷(11.08%)。以投资者交易金额占行业成交金额比例来看,2007 年机构投资者交易最活跃的两个行业为房地产业(22.30%)和金融保险业(19.64%);个人投资者交易最活跃的两个行业为纺织服装(97.54%)和电子业(96.02%)。

机构投资者存在明显的波段操作现象,其 2007 年持有和交易金额占比较月份呈现“U”型,中间月份出现减仓现象。以深市主板股票为例,机构投资者在 2007 年的前 4 个月逐步减仓,其市值所占份额 1 至 4 月逐渐从 40.03% 减至 32.98%,而 12 月又增至 42.58%。

表 2 2007 年机构投资者成交金额占市场全部成交金额的比例

	集合理财	保险公	投资基金	社保基金	一般机构	QFII	券商自营	合计
A 股主板	0.18	0.2	7.52	0.29	2.98	0.49	0.28	11.96
A 股中小板	0.15	0.46	6.02	0.31	3.35	0.3	0.66	11.26

## 全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大

(上接封九版)

### 六、全球黄金市场走势分析

国际金价大幅攀升,突破千美元大关,虽然经历了 2007 年四季度的宽幅震荡,但在美元走弱及投资基金的大规模炒作下,国际金价由 2008 年 1 月 2 日的 846.75 美元/盎司一路狂飙至 3 月 13 日的 995 美元/盎司,并于 3 月 14 日收于 1003.5 美元/盎司,突破千美元大关。截至 2008 年 3 月 31 日,伦敦黄金市场下午定盘价收于 933.5 美元/盎司,同比上涨 41.1%;黄金 G5 指数(黄金的 G5 指数由黄金的美元价格、欧元价格、日元价格、英镑价格和加元价格加权平均而成,权重为以上各国 1998-2002 年平均 GDP 水平。G5 指数可以在一定程度上剔除美元(黄金的主要计价货币)的汇率变化对于衡量黄金价格造成的偏差)收于 276.55 点,同比上涨 30.8%。受美元贬值、通胀压力加大和金融市场动荡等因素影响,国际市场投资者对黄金的需求大幅增加,从而引起了近期金价的大幅上涨。首先,美元贬值加快直接推动了包括黄金和原油在内的多种商品价格走高;其次,通胀压力持续加大致使投资者加大了对黄金的投资;最后,全球金融市场震荡加剧亦导致大批投资者为规避风险而大量买入黄金。

由于获利回吐的技术性要求增加,短期内金价波动的风险不可忽视,今年上半年整体看,金价仍将上行。同时值得注意的是,随着下半年美元反弹,金价可能面临较大的回调压力。预计年内国际金价将在 820-1100 美元/盎司的区间震荡。

图 9 伦敦黄金市场下午定盘价走势图

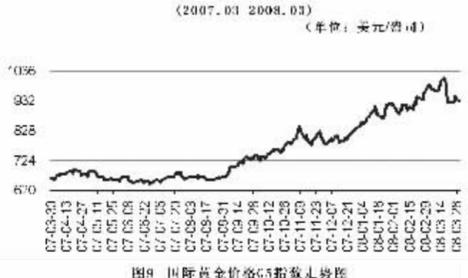
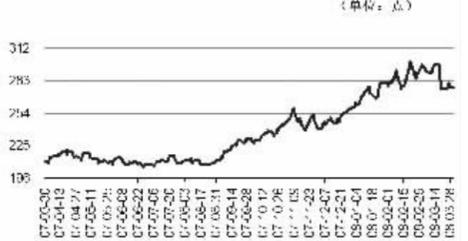


图 9 国际黄金价格 G5 指数走势图



### 七、全球原油市场走势分析

国际油价在百元大关之上企稳,今年将呈现高位震荡。在主要产油国尼日利亚局势不稳及巴基斯坦反对派领袖贝·布托遇害身亡等因素刺激下,加上美国制造业数据疲弱以及美元持续贬值,国际油价在 2008 年第一个交易日走高,并首次突破 100 美元大关,收于 99.62 美

元/桶。然而相继出炉的美国经济数据却给炙手可热的原油价格泼一盆冷水,其中,美国 2007 年 12 月零售数据意外下滑使得美国经济前景阴云密布,从而拖累国际油价于 1 月 15 日大幅下挫 2.4% 至 91.90 美元/桶,这是 2007 年 12 月 20 日以来的最低收盘价格。1 月 16 日国际油价再度下跌。随后,在美元持续贬值及原油供应趋紧的影响下,国际油价震荡上行,一路攀升至 3 月 13 日的 110.33 美元/桶,成功突破 110 美元大关,并在 3 月底在百元大关之上企稳。截至 2008 年 3 月 31 日,纽约市场轻质原油期货价格收于每桶 101.58 美元,较上年同期上涨 54.2%。

我们认为,一方面,2008 年国际油价将仍在高位运行,主要原因:首先,市场投机炒作仍将推高国际油价;其次,国际市场原油供求关系依然偏紧。据欧佩克最新发布的月度报告,今年发达经济体对原油的需求虽然会略有减少,但新兴市场经济体由于经济增长依然强劲,因此原油需求也将保持旺盛。欧佩克预计,今年全球原油日均需求量将比 2007 年增加 120 万桶,达到 8700 万桶,因此目前市场对今年国际原油需求仍将保持乐观;再次,欧佩克趋向限产保价,面对不断上涨的油价,美国国际油价从 2007 年 12 月起已连续 3 次拒绝增产压价,并坚持认为,美国经济减速必将影响世界经济增长,从而导致全球原油需求下降,这一决策进一步推高了国际油价;最后,国际市场原油供应前景不明,其中地缘政治局势动荡仍是推动 2008 年国际油价上升的重要因素。

但另一方面,如果考虑到影响油价的另一个重要因素——美元走势,下半年国际油价可能存在一定的回调压力。我们预计今年国际油价将在 90-130 美元/桶的区间高位震荡。

图 10 纽约商品交易所原油期货价格走势



### 八、国际原材料及大宗商品价格走势分析

2007 年以来,受美元贬值、过剩流动性的投机炒作以及供求关系变化等因素影响,全球石油、有色金属、农产品等国际原材料及大宗商品价格大幅上涨(详见城市金融研究所于 2008 年 4 月 2 日发布的研究报告《在控制通胀上升风险和确保经济平稳增长之间力求平衡——兼论本轮通胀压力上升的成因、走势及调控取向》),而近来国际粮价加速上涨更引起关注。据芝加哥期货交易所的数据显示,截至 2008 年 4 月 22 日,大米价格上涨 2.3% 至 24.74 美元每磅;根据世界银行今年 4 月发表的报告显示,从 2008 年 1 月到 3 月,美国出口小麦价格从每吨 375 美元涨至 440 美元,泰国出口大米价格从每吨 365 美元涨至 562 美元。在此期间,国际小麦价格一度达到 19 年来的最高点,国际大米价格更一度触及到 28 年来的最高点。国际大宗商品价格的加速上涨致使国际通胀压力持续加大。

如前分析,受制于美元走势,今年尤其是下半年,黄金、原油以及有色金属的价格可能会出现剧烈震荡,一定程度上的价格回调亦难以避免,但以粮食为代表的农产品价格将维持加速上行态势。主要原因:一是国际市场上农产品的供给持续偏紧。由于自然灾害等因素,一些农产品生产大国的产量受到影响,同时部分国家和地区为优先满足本国需求而对农产品出口加以限制,致使全球农产品库存量下降。据联

合粮农组织报告,今年全球粮食库存将降至 1982 年以来的最低点,美国农业部农产品需求预测报告也预测,07 年至 08 年度美国小麦期末库存将降至近 60 年来最低。二是大宗商品价格上涨向生产资料价格上涨的传导效应日趋明显,后者已经开始对全球的农产品生产和供应增长带来了负面影响,由于生产资料价格的过快上涨,农民种植粮食及其他农产品的积极性走低,这也是近来国际粮价进入新一轮上涨期的一个重要原因。

### 九、国际银行业走势分析

国际银行业损失惨重。2007 年四季度和 2008 年一季度国际银行业出现巨亏,具体表现为:美国银行业的经营状况不容乐观。2008 年 1 月 15 日,深陷内外危机的花旗银行揭开了全球银行业第二轮报损大幕。受累于近 180 亿美元的次贷相关资产冲减,花旗集团在 2007 年四季度巨亏 98.3 亿美元,为有史以来最大的季度亏损。两天之后,美林集团爆出了 2007 年四季度损失 98.3 亿美元,追平了花旗刚刚创下的季度亏损纪录。1 月 22 日,美国第二大银行美国银行和第四大银行美联银行公布的财务报告显示,因次级住房抵押贷款损失和投资收益不佳,这两大银行 2007 年四季度盈利均急剧下降,降幅分别高达 95% 和 98%。

表 2 美国各大主要金融机构 2007 年四季度(财年)受次贷风波影响情况表

金融机构	次贷损失/减值	季度净利润	应对措施
花旗集团	181	-98.3(51.3)	削减股息,裁员 1.7-2.4 万人,注资 220 亿美元
美林集团	115	-98.3(23.5)	注资 110 亿美元,选择性裁员(超过 1600 人)
美国银行	52.8	2.68(52.6)	裁员 650 人
摩根大通	13	29.7(45)	对杠杆融资和结构信贷业务部门裁员
摩根士丹利	94	-35.9(22.1)	裁员约 1000 人
贝尔斯登	19	-8.54(5.63)	裁员 2000 人以上,募集 23 亿美元资金
雷曼兄弟	/	8.86(10)	裁员 1300 人,关闭 BNC 次贷业务公司
美联银行	17	0.51(23)	裁减 243 个得克萨斯州贷款运作中心职位

注:括号内为 2006 年同期季度净利润。

数据来源:各大银行年报和媒体报道。

目前美国银行业的表现已趋于相对平稳,加之美联储通过持续向市场注入流动性,信贷紧缩亦有一定程度的缓解,尤其是美国的跨国银行在海外特别是在亚太地区的业绩将持续向好,今年美国银行业盈利继续大幅下降的局面将有所改观。但总体上看,我们认为,2008 年美国银行业的经营仍不容乐观,主要原因:一是短期内美国银行业的信贷紧缩难以实质改变,利润增长带来阻力;二是消费者信心低迷,股市动荡加剧,能源价格上涨以及就业增速减缓等因素将造成美国银行业的消费信贷业务大幅萎缩,从而对其今年的盈利水平造成不利影响;三是美国房市持续萎靡致使美国银行机构面临的住房贷款违约率仍处高位。

欧洲银行业大面积受变。次贷风波对欧洲银行业的冲击于 2007 年 8 月开始逐渐显现,法国巴黎银行则是第一家公开宣布卷入次贷风波中的银行,随后德国、法国以及英国等国的一些中小银行,甚至是全球知名银行纷纷爆出了较大金额的次贷相关损失。由于风险管控不力以及薪资结构不合理招致大量风险暴露,欧洲最大的银行集团——瑞士银行迄今次贷减值已逾 370 亿欧元(234 亿欧元),成为次贷风波中全球损失最为惨重的金融机构。虽然目前欧元区实体经济还未陷入衰退,但区内银行业亦面临诸多挑战:首先,欧元区信贷紧缩局面仍将持续,银行业盈利能力将受到进一步冲击;其次,房市降温以及收紧的信贷标准将使欧元区房地产市场进一步萎缩;最后,欧元区中长期通胀压力不断加大,市场对欧洲央行的加息预期有所增强,这将进一

步提升银行的资金成本。日本金融机构的损失日益显现。在次贷风波对欧美银行业的负面影响扩大的同时,日本银行业受损程度亦不断加大。2007 年财年前三季度(2007 年 4 月至 12 月),日本三菱 UFJ、瑞穗、三井住友、住友信托、理索纳和中央三井集团 6 大银行集团遭受与美国次贷相关的损失高达 5291 亿日元,远远超过 2007 年 9 月底的 1150 亿日元。其中,瑞穗银行集团的相关损失最为严重,高达 3450 亿日元。据最新预测,2007 财年日本 6 大银行集团次贷损失将达到 7000 亿至 8000 亿日元。

总体上看,在经历了前几年的复苏之后,日本银行业很可能在今年重新陷入低迷。首先,日本宏观经济形势不容乐观,银行业外部经营环境进一步恶化;其次,国内市场需求增长乏力以及次贷风波对日本银行业冲击进一步扩大,日本主要大型银行集团的非利息收入将继续缩水;最后,信贷紧缩亦会在一定程度上影响日本银行业的信贷增长。

### 十、全球资产币种结构变化

海外持有者“绝对增持、相对减持”美国国债。次贷风波后的复杂形势使得美国国债的全球海外持有者一边以相对增持的方式有序调整资产币种结构,一边以绝对增持的方式避免美元汇率过度超跌。

从绝对值的角度看,并不存在美国国债减持潮。从 2007 年 7 月到 2008 年 1 月,美国国债的海外持有量从 22010 亿美元上升至 24025 亿美元,增幅为 9.15%,在这段时间内,该指标的月度数据却一直上升,从未下降。美国中长期国债的变化则有所不同,虽然在 2007 年 7 月和 8 月分别被海外持有者净买入了 93.67 亿美元和 27.64 亿美元,但在随后的 5 个月里又分别被净买入了 260.02 亿、498.32 亿、235.4 亿、14.38 亿和 375.55 亿美元,从整体上看,美国中长期国债的减持持续持了一小段时间,而且被后续更大程度的增持所倍数抵消。从结构数据看,在 23 个美国国债主要海外持有者中,只有 9 个在次贷风波后持有量下降,这 9 个经济体是日本、韩国、中国香港、瑞典、爱尔兰、意大利、波兰、土耳其和俄罗斯,值得注意的是,除了日本作为第一大持有者较有影响力外,其他持有者相对整体的持有比重都较低,而且这些经济体的减持比例都非常小,减持的平均水平远远低于其他国家增持的平均水平,比如日本的减持幅度为 5.4%,而英国、加勒比银行中心和巴西的增持幅度就高达 182%、52.9% 和 33.9%。

从相对值的角度看,美国国债在全球投资组合中所占的比例不断下降,海外投资对美国国债的投资兴趣不断淡化。首先,美国国债外部持有量余额与同期全球外汇储备总量的比例在次贷风波后明显下降,2007 年 7 月这一比例约为 39.25%,2008 年 1 月下降至 38.30%,降幅近 1 个百分点;其次,外国机构持有的美国国债占整体海外持有量的比重从 2007 年 7 月的 73.64% 下降至 2008 年 1 月的 70.17%,这潜在表明,对于没有“增持美国国债以避免美元汇率加速贬值”战略意图的机构而言,减持美国国债的倾向较为明显;最后,国际清算银行的最新数据显示,在全球海外债券市场中美国所占比重从 2006 年 12 月的 24.46% 上升至 2007 年 12 月的 25.09%,而在 0.63 个百分点的变化中,仅有 0.04 个百分点来源于 2007 年 9 月至 2007 年 12 月,这间接表明美国市场的重要性在次贷风波后相对下降。

美国国债绝对增持和相对减持的并存反映了次贷风波背景下防范美元超跌和分散投资风险两种潜在市场心理的碰撞。一方面,美元汇率超跌不仅造成了以“三金异动”为表象的国际货币体系初步步紊乱,还为美国通胀风险的对外输出和次贷成本的全球分摊创造了途径,全球各主要经济体继续持有美元资产避免美元超跌加速的必要性不断凸显。另一方面,美联储 2007 年 9 月至 2008 年 3 月连续 6 次降息 300 个基点让各种期限的美国国债收益率全面下跌,加上美元贬值带来的汇率成本,持有美国国债的预期收益有所下降,减持必要性不断加大。

我们判断,由于美元贬值尚未见底,海外持有者绝对增持、相对减持美国国债的格局短期内不会发生变化,但在美元贬值见底之后,绝对减持和相对减持并存的格局变化有可能出现,市场调整将进一步压低美元在全球资产币种结构中的比重。