

Currency·bond

债券: 牛市需要歇脚 未来想象空间仍大

申万研究所 屈庆 张睿 张磊

国庆节后债券市场表现火爆,主要得益于全球央行的加息行为。尽管市场对央行加息抱有强烈预期,但出台的时点还是快于市场预期,再加上股票市场大幅下跌,债券市场的表现也就在情理之中。

很多债券投资者对收益率下降速度之快表示惊讶和不可理解。我们是这样认为的,本轮债券牛市诞生的背景是目前愈演愈烈的全球金融危机,参与债市的机构不仅是传统的债市投资者,很多股票型基金也介入进来,这放大了债券市场反弹的幅度。

从目前政策预期看,我们估计未来12个月存贷款利率会再降81个基点,准备金率会再降5个百分点;到2010年底,存贷款基准利率将下降2.5%和15.5%,存款准备金率会下降到9%左右。而市场上的主流降息预期也差不多是这样的水平。按照这样的基准利率下调幅度,1年央票下降到3%左右应该是比较现实的预期,因此目前债券市场的火爆行情还算合理,尽管收益率下降速度是快了一些。从中长期趋势看,降息周期刚刚开始,并且本轮金融危机是历史罕见的,债券会作为避险资金的追捧受到更多资金的青睐,因此我们中长期仍看好债市的走势。

短期看,我们认为牛市需要也应该暂时歇歇脚。从短期利好因素分析,近期再次出现超预期市场预期的可能性比较小。本周和下周将陆续公布三季度宏观经济数据,目前市场收益率的下降幅度已经反映了市场对三季度宏观数据的悲观预期,如果GDP和CPI等数据符合市场预期(市场预期GDP在9.5%左右,CPI在4.8%左右),那么数据对市场应该是中性的影响。如果实际结果差于这个预期,那么可能会有正面影响,但力度也非常有限。因此,我们认为短期内收益率再大幅下降的可能性比较小。我们也承认,目前债市环境中也的确难以找到比较明显的利空,可能最大的利空就是涨得太快了。之前我们非常担心股票市场的反弹,但从目前看,似乎股票反弹的趋势和力度都不足担心;从招标情况看,机构特别是商业银行抢券的意愿非常强烈,这也限制了收益率反弹的幅度。因此总体看,我们认为后期市场将暂时安静下来,收益率波动趋于平缓,等待超出市场的利空和利多因素的出现。我们可以暂时调整后收益率继续向下的概率更大。因此,短期看,我们建议交易型机构短期交易的重点逐步转向短期品种,而配置型机构或者投资期限更长一点的机构可以继续配置中长期品种。



上证国债指数走势 张大伟 制图

我们建议交易型机构短期交易的重点逐步转向短期品种,而配置型机构或者投资期限更长一点的机构可以继续配置中长期品种。

我们建议交易型机构短期交易的重点逐步转向短期品种,而配置型机构或者投资期限更长一点的机构可以继续配置中长期品种。

我们建议交易型机构短期交易的重点逐步转向短期品种,而配置型机构或者投资期限更长一点的机构可以继续配置中长期品种。

我们建议交易型机构短期交易的重点逐步转向短期品种,而配置型机构或者投资期限更长一点的机构可以继续配置中长期品种。

汇市观察台

欧元及高息货币上涨 汇市本周继续被股市“绑架”

杨俊生 胡箫箫

受周日欧洲出台的救市方案及近日来各国政府联合救援方案的共同激励,周一市场恐慌情绪缓解,亚欧股市也纷纷大幅上涨,美元高位滑落,而欧元以及英镑、澳元等高息货币则纷纷走强。美元指数开盘虽短暂走强,但随后重新滑落,截至发稿时,维持在81.40附近,全天总体下滑。

周一欧元跳涨,并且对美元脱离一年半低点,一度高见1.3671美元,而欧元兑日元则一度攀升2%至137.75日元。截至发稿时,欧元兑美元仍维持在1.3635附近,而欧元兑日元也维持在136.90附近。

日元方面,周一日元对高收益货币下跌,但对美元仍上涨。澳元对日元上涨2.3%至66.20,远脱离过去两周触及的六年低点近63日元。但当日美元总体受到打压,美元兑日元跌0.6%至100.03,盘中低见99.56,接近上周五触及的六个月低点97.91,截至发稿时,日元兑美元仍小幅上涨1.1%至100.25。

其他币种方面,周一英镑兑美元上涨。当日英国财政部表示,该国三家主要银行可能将获得370亿英镑的政府注资。受此计划提振,欧元开盘后英镑兑美元上涨约1%至1.7218美元。

外汇市场本周关注的重点在于全球股市,尤以美国股市的表现为重。由于市场预计此次金融危机对美国经济的破坏力将超过“9.11”事件,而目前美国三大股指均距“9.11”事件时的低点有一段下跌空间。若本周股市继续保持震荡下跌,这将令外汇市场格局有突破,但因股市下跌空间有限,救市措施的效果料将得以发挥,因此本周料不会出现类似上周的大动荡走势,而会进一步小幅震荡。

数据方面,本周欧元区数据众多,但这些数据料将对市场的影响有限。除了数据之外,市场焦点还将指向任何可能的全球协作行动。(作者系中国建设银行总行交易员)

牛市果实能否维持

东莞银行 杨鹏

目前来看,债市如此暴涨肯定难以持续,但是众多利好尚在期盼之中,回调的压力也不大。债市牛市果实能否维持和后期众多利好能否落地自然关系紧密,其中一个重要的标志是央行持续“双降”的节奏,笔者对此仍然比较乐观。

在货币政策的取向上,由于独立性不足,央行历来处于比较尴尬的境地。经济过热,通胀走高,央行采取紧缩性货币政策本也无可厚非,但是对于经济增速的抑制使得这些政策难免存有行政阻力,因此紧缩政策历来都有滞后性,2004年是一个比较典型的例子,但是一旦经济下行风险增加,央行采取宽松货币政策时,行政上的支持力度则明显增加,尤其是这一次经济遭

遇内外双困,放松节奏显著加快的可能性相当较大。

从目前的基本面上来看,尽管前8个月消费的数据表现抢眼,但是若想到庞大的GDP保持一个较快发展还是显得勉为其难,而外需在后两年进入一个调整期已经比较明显,投资无疑成为后期经济增长的最大期盼,这也是中国经济在2009年“硬撑”还是“假撑”的最后悬念。目前通过财政政策拉动投资的倾向已经非常明显,但和1998年的市场环境有所变化,市场自主投资已经占据绝对比重,市场自主投资的重要性可能更高。从历史经验来看,一旦企业盈利下降,信贷支持将成为投资资金的重要渠道。从目前的投资来看,尚难以判定信贷紧缩局面已经形成,但是信贷对投资支

持逐渐下降却是不争的事实,这种局面势必要求央行在利率和货币供给方面提供支持。

对于后期CPI的分歧目前仍存在,但普遍的观点是比较乐观的。如果仅按照前5年的历史数据做测算,2009年CPI大概在3.5%附近,这是一个温和通胀水平,但是可能会对后期央行降息的幅度形成阻力。但是如果考虑到内需乏力的大环境,物价的环比增速可能会慢于历史数据,用1998年或1999年数据做一个替代,可能会给出3%以下这样一个更为乐观的预期,这和市场上目前降息三次的预期较为吻合。

如果从汇率的角度来看,对降息力度的预期性可能会更高。从中美的角度而言,对中国而言,在美国经济回暖至可能加

息之前最重要的事情是把利率降到一个足够低的水平,并且把经济增速维持在潜在增长率水平,这将给后期的汇率政策以及可能存在的金融市场“斗争”留下足够的利率实施空间。而从有效汇率的角度来看,中欧利率政策协调的重要性有所加强,欧元区在降息政策上存有比较大的滞后性,因而可以断定目前欧元区的降息应该是刚刚开始,为保持外部竞争力,中国同样有必要将利率保持在一个相对低位。

后阶段债市的主基调应该是随着利好的逐渐落地,借助于央票和回购利率的下行,逐步修正目前过于平坦的收益率形态,同时逐步确立中长期债券在未来几年内抵御利率下降风险的配置价值。

后阶段债市的主基调应该是随着利好的逐渐落地,借助于央票和回购利率的下行,逐步修正目前过于平坦的收益率形态,同时逐步确立中长期债券在未来几年内抵御利率下降风险的配置价值。

债券指数(10月13日)

Table with 4 columns: Index Name, Value, Change, % Change. Includes China Total Bond Index, Shanghai Gov Bond Index, etc.

上海银行间同业拆放利率(10月13日)

Table with 5 columns: Term, Shibor(%), Change(BP), Shibor(%), Change(BP). Includes overnight, 1W, 1M, 3M, 6M, 9M, 1Y.

人民币汇率中间价

Table with 4 columns: Date, 1 USD, 1 EUR, 100 JPY, 1 HKD. Shows exchange rates for Oct 13, 2008.

全债指数行情(10月13日)

Table with 5 columns: Index Name, Value, Change, % Change, Bid Price, Offer Price. Lists various bond indices like 1Y, 3Y, 5Y, etc.

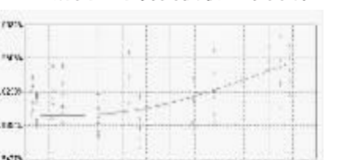
交易所回购行情(10月13日)

Table with 5 columns: Code, Name, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price. Lists repo transactions.

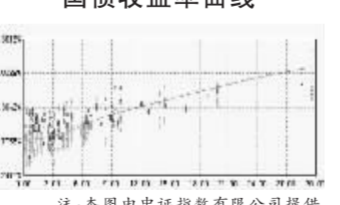
人民币利率中间价

Table with 4 columns: Date, 1 USD, 1 EUR, 100 JPY, 1 HKD. Shows exchange rates for Oct 13, 2008.

上证所固定平台国债收益率曲线



国债收益率曲线



上证所固定收益证券平台确定报价行情(10月13日)

Large table listing fixed income securities with columns for code, name, bid price, offer price, etc.

交易所债券收益率(10月13日)

Large table listing exchange-traded bond yields with columns for code, name, yield, etc.

Table with 15 columns: Code, Name, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price, Bid Price, Offer Price. Lists various securities and their prices.