



节后开市再遭抛售 债券交易机会隐现

福州商业银行 吴亮谷

昨日市场上,下午表现阴阳两重天。早盘受所有机构节后回市带动,表现出一定的投资热情,5年附近国债双边卖价曾有短暂被点,后市场对1月份新增信贷将大幅增加的消息开始关注,引起经济超预期回调的猜想,部分机构开始抛售5-7年期国债,后波及10年、30年国债,相对而言,3年内券种昨天表现更具抗跌性。

经过年前一轮较大幅度的调整,部分机构寄望于开春后的建仓配置,毕竟调整的结果直接消化了近58BP的降息预期。然而不可否认的是,在普遍手握巨额浮动利润的前提下,市场成员变得越发谨慎和脆弱,加之部份基金和券商尝试性转移资金投资方向,引起的抛售更加剧了投资者持币观望的心态。这是开春债市受抛的主要特征。

对于未来,目前坊间一致的观点是央行第一季度必有一次降息过程,幅度在27BP左右,应该说这种预期已经体现在近来价格中了,央行即使降息亦只是兑现市场预期,不会带来多大冲击。笔者认为,对于降息幅度、次数等,目前正逐渐被市场边缘化,投资者关注的因素是降息的必要性,虽然从结果上看二者都体现了对最低利率水平的预期,但前者注重利率下行通道的底部,而后者已延伸到反弹后利率水平上扬的走势预期,也可以说前者预期降息空间,后者关注加息的起点,二者在坐标上都体现为零,但一个呈负方,一个在正方向上。从这个角度出发,经过了年前大幅回调的收益率水平难以再有向上走的动力,原因在于市场普遍预期经济反弹至少要到2010年,政策在此期间必将保持低利率水平、充足的市场流动性,并配以积极的财政政策,因此基本上是在支持债市行情的,收益率上行难有作为。但同时,收益率下行底部似乎也正有不断提高的趋势,具体表现在极具市场流动性的2年期央票年前调整过程中,收益率每次下移过程都会被迅速止住,且每一次止住水平都高于上一次(如年前第一次止住于1.27%,之后止在1.47%水平)。因此,我认为未来收益率曲线形态在短期内会得以持续,变动乏力,交易性资金甚至在中端品种上或可一试。

昨日交易中,三个月央票收于1.05%附近,7-10个月央票皆收在1.14%-1.15%水平,2年期的0801017在1.51%有成交,2.3年的0801047成交于1.53%;国债方面,待偿1.5年国债070011早盘卖价1.25%被点,2.2年的804成交在1.35%,2.8年的819在1.43%有成交,5年债080017买价2.25%被点(早盘时卖价2.29%被点),6年的807买价2.65%、2.66%皆被点,7年期的822收于2.7%,待偿10年国债818买价在3.05%-3.1%全部被点,30年期的806和820都在3.9%被点;金融债方面,剩余三年国债080222买价1.62%-1.63%被点,4.5年的080213买价2.57%、2.58%皆被点,10年债080217买价被点于3.5%和3.53%;信用产品剩余4.2年的铁道二期中票买价2.87%、2.88%都被点,7年铁道债08铁道05在3.63%有成交。

短讯

人民币对美元汇率 中间价继续回落

据新华社电 农历牛年的第一个交易日,人民币对美元汇率中间价继续回落。来自中国外汇交易中心的最新数据显示,2月2日人民币对美元汇率中间价报6.8397,较节前最后一个交易日走低17个基点。

上周末美国公布2008年第四季度GDP数据,经过季节性因素调整后创下1982年以来的最大季度跌幅,但由于其收缩幅度远小于此前市场的预期,因此对美元形成提振。由于国际汇市风险厌恶情绪仍占上风,美元指数小幅上行,人民币对美元汇率中间价则维持下行走势。中国人民银行授权中国外汇交易中心公布,2009年2月2日银行间外汇市场美元等货币对人民币汇率的中间价为1美元兑人民币6.8397元,1欧元兑人民币7.8261元,100日元兑人民币7.6179元,1港元兑人民币0.88197元,1英镑兑人民币9.8611元。

前一交易日,人民币对美元汇率中间价报6.8380。

贷款或连续大增 债市不再乐观

昨日,交易所国债指数、企债指数高开低走,双双以阴线报收

证券时报记者 张广明

昨日,交易所债券市场未能迎来牛年开门红。其中,企债指数、国债指数均以阴线报收。业内人士认为,消息面上,对债券市场最为不利的信息莫过于1月份新增贷款增加较多,信贷的全面回暖令市场的后续走势也变得不再乐观。

债指阴线收盘

昨日,交易所债券市场中,国债指数、企债指数基本都延续了高开低走趋势。其中,国债指数以120.81点开盘,盘中小幅涨至120.82点后开始回落,最终以120.74点收盘。较前一个交易日小幅上涨0.02%。与之类似,企债指数最终也以阴线收盘,较前一个交易日则下跌0.11%。

从盘中具体债券品种来看,受股

市回升利好刺激,一些可转债位居涨幅前列。赤化转债、金鹰转债、柳工转债、大荒转债等均出现了2%至3%不等的上涨。与之相比,2008年发行的一些高息债走势则不尽人意,依然延续了年前的下跌走势。

市场行情显示,自进入1月份以来,交易所市场中国债指数就开始出现了下跌趋势。与之相比,企业债方面则表现稍好。在1月5日至1月9日的这5个交易日中,企业债指数仍然涨势强劲,并且创出了新高。不过,在其后的交易日中,这种势头并未能延续下去,而是开始调整下行。

渤海债券徐华认为,近期对交易所债市而言,最大的利好莫过于上市商业银行可以作为试点进入交易所市

场交易。但这一利好信息早已经被市场充分消化了,因此很难对市场再有较大的推动作用。

此外,还有分析师表示,从理论上来说,商业银行进入交易所意味着资金供给加大。但短期内,由于商业银行进入的只是固定收益平台,这一收益平台的国债报价基本参考银行间市场的报价,该收益平台的国债和银行间市场不存在套利空间。同时,固定收益平台报价原则较银行间市场严格,这也限制了商业银行报价的热情。因此,对交易所债市的正面影响比较有限。

不但交易所债市近期出现了一定的调整,银行间债市的观望气氛也比较浓厚。分析人士认为,受信贷数据增加较多以及经济形势好于预期等因素

影响,债市目前的这种向下调整趋势可能还将延续。

债市面临利空

据媒体报道,国务院总理温家宝1月28日在出席达沃斯世界经济论坛时透露,2009年1月份的前20天,银行业金融机构新增贷款达到9000亿元。这是继2008年1月份新增贷款创下了8036亿元的天量后,又一次刷新了单月新增贷款的最高纪录。同时,这也是新增贷款连续两个月出现大幅增加。2008年12月,当月新增贷款达到7718亿元,同比多增超过7000亿元。

徐华表示,新增贷款连续两月大幅增加,表明信贷已经开始回暖,这对债券市场绝对是一个大的利空。信贷

规模与工业的关联度最大,近期信贷数据的大幅增加,预示着1月份的工业形势也将继续好转。从近两个月的部分经济数据来看,今年1季度的经济形势肯定要好于去年四季度,最坏的时期或许已经过去了。”徐华表示。国海证券固定收益部陈亮也认为,近两个月新增贷款出现大幅增加,将从多个方面对债券市场形成打击。其一,市场的资金将被分流出去一部分,资金供给将开始减少;其二,这表明经济形势要好于预期,与之对应的降息等货币政策的调整力度也将变小;其三,宏观经济的好转也将从一定程度上提振股市,受债股跷跷板这一因素影响,债市的吸引力也将降低,尤其是对交易所债券市场的不利影响会更大。



避险情绪主导 美元日元走高

建行上海市分行 陈芳

周一亚洲市场,避险情绪主导行情,推动美元和日元兑主要货币走高。美元兑日元曾升至90.00之上,之后跌至89.52的最低点;欧元兑日元至113.87的最低点,之后于该水平获得支撑。

在Moody's调降Barclays银行的评级后,英镑兑美元曾跌至1.4400之下,至1.4346。在澳洲储备银行将于周二宣布议息决议前,澳元兑美元和纽元兑美元的表现继续差于其他货币,分别跌至0.6305和0.5017的盘中低点。市场预期澳洲储备银行可能将于周二大幅降息,为澳元兑美元带来了额外的压力。加拿大公布的数据显示,该国2008年11月GDP萎缩0.7%,为连续第2个季度萎缩,并且是自2003年8月来的最大萎缩,这强化了市场关于加拿大央行可能于3月降息的预期。美国ISM制造业数据,商品价格和股市将主导美元兑加元的走势。

上周五美国公布的第4季度GDP数据进一步影响市场的情绪,避险情绪完全主导周一欧洲市场。美国第4季度GDP跌3.8%,好于之前市场预期的跌5.4%。但仍是自1982年来的最快萎缩。再加上关于坏账银行的讨论,已在最近的交易中见到其他货币兑日元进一步下跌,而其他货币兑美元则在欧洲开盘时走低。欧元兑美元上周五收市已跌了300点,因之前公布的数据显示欧元区通缩的忧虑。在欧洲市将公布一系列经济数据,包括欧元区制造业采购经理人指数,英国Halifax房价指数,及英国CIPS制造业采购经理人指数。美国将公布的数据包括个人收入和PCE,及ISM制造业指数。

美元兑加元已略为超过了1.2765-1.2025跌浪的62%反弹,曾上试1.2425。汇价可能在1.2137-1.2211之上录得更高高点后上试1.2514。建议候1.2200设长仓,目标1.2425,止损1.2130。

美元兑瑞郎已形成升势延续的走势。若升至1.1581-1.16之上,则将上试1.1717及1.1807(76%)。建议候1.1470设长仓,目标1.1807,止损1.1398。

澳元兑美元开盘价0.6356,跌破下降趋势线(连接高点0.6844/0.6720和低点0.6537/0.6417),并曾下试0.6332,一旦跌破将下试0.6233。建议于0.6580设短仓,目标0.6233,止损修正为0.6410。

全球难以长期维持低利率

国信证券 皮敏

决定商品市场利率水平的因素有两个:资金的供给和需求。资金的供给取决于全社会的储蓄率水平;资金需求取决于全社会的投资回报率。

货币市场均衡利率则取决于中央银行的货币政策。中央银行就像一个蓄水池,按照基准利率向市场投放或者回笼资金。央行的公开市场操作实际上是提供了一个一定期限内的最低无风险回报率的,如果这个无风险回报率过高,则实体经济需求不旺,失业率上升,经济增长低于潜在增速。如果这个无风险利率过低,则投资过度,物价全面上涨,发生通货膨胀。

当前货币政策则是在控制通胀的前提下促进充分就业,那么从较长的期限来看,是商品市场的均衡利率引导货币市场利率。但是资本市场利率并不会与商品市场利率完全吻合。在较短期限内,资本市场利率经常会高于或者低于商品市场的均衡利率,这也是经济波动的原因。

投资回报率对利率影响

利率是宏观经济中的核心变量。在一般理论研究中,都会假设全球资金能自由流动,那么各国之间的利率水平就有趋于相等的趋势。但是现实中就有一些国家和地区,利率明显要低于其他经济体,而且短期看,并没有向其经济体靠拢的趋势,如日本和台湾。

当谈到日本低利率环境的原因时,大家首先想到的是经济增长缓慢,通货膨胀水平很低,甚至通缩。但是台湾显然不能用这个理由来解释:

台湾的GDP增长水平甚至要高于美国,通货膨胀水平也要明显高于日本。当然你或许会认为,台湾和日本利率水平较低是由于基准利率低,但是利率是宏观经济和市场运行的一个结果,货币当局能一直这样压制利率水平吗?也许我们不能简单的用GDP增速,和CPI同比来分析利率市场。

然而如果从投资回报率(ROIC)的角度来分析国家与地区之间利率水平的差异时,我们发现问题要简单得多。

各个国家和地区的收益率水平与ROIC大体一致。唯一的问题是:美国与欧元区的ROIC差异较大为什么没有反映在收益率方面。对此我们的观点是,美元作为世界货币,许多国家大量持有美元债券,虽然美国整体储蓄率较低,但是有中国、日本为代表的国家在替他们储蓄,这样就压低了美国债券的收益率,这也是前几年格林斯潘提出“长期债券收益率之谜”的原因,而欧元并不具有这样的优势。

我们以资本市场最发达的美国为例来分析在过去的十几年内

ROIC对利率水平的影响

国债收益率走势与ROIC的走势基本一致,只是在幅度上略有差异。导致幅度产生差异的因素有很多,包括货币政策,国际收支等。

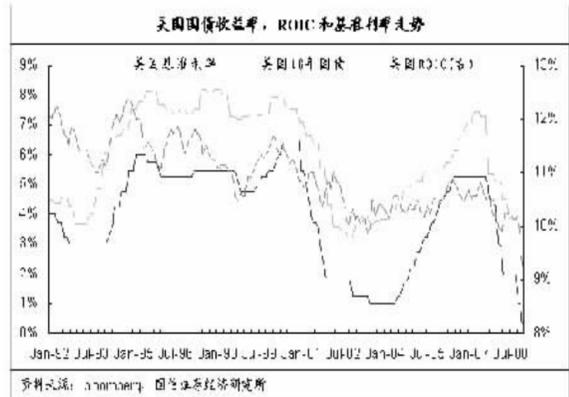
为什么台湾和日本 ROIC 一直维持低位?

导致台湾和日本低利率环境形成的直接原因是ROIC低迷,货币政策只是被动的随着ROIC调整。那么为什么台湾和日本的ROIC能一直维持在低位呢?

麦肯锡在报告《从长期的角度看已投资回报率》中分析:不同行业的ROIC历史水平可能会差别很大。在美国的各行业中,制药行业和消费性包装产品行业由于拥有可以长期维持的进入行业门槛(专利和品牌),因此竞争压力较小,故而ROIC始终较高。相反,在资本密集型行业(如基本材料行业)和竞争高度激烈的行业(包括零售业),ROIC通常较低。

我们可以将行业之间ROIC差异的分析应用到国家之间的分析。美国在技术专利,商业品牌方面具有不可比拟的优势,因此美国ROIC从上个世纪中叶以来就一直维持在10%左右的水平。但是日本和台湾不一样,他们不具备美国或者欧洲那样的全面技术实力品牌优势。当新兴市场国家凭借人口优势和自身的技术实力上升配合全球产业转移以后,他们对日本和中国台湾的经济竞争力造成强烈冲击。同时日本和台湾并没有及时完成产业结构调整,产业升级乏力,导致他们全社会的投资回报率受新兴市场国家压制,长期在低水平徘徊。

有机构就中、日、韩对东盟的



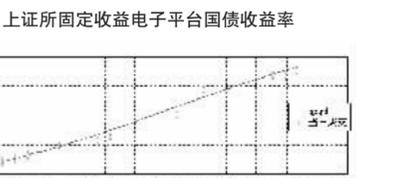
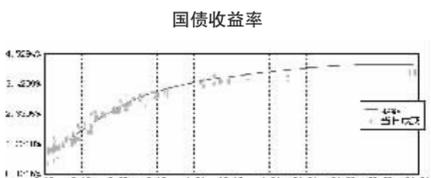
出口产品相似度进行研究过:因此极端一点说,日本、台湾的低利率是由新兴市场国家造成的。

全球会日本化吗?

所谓全球日本化是指全球经济进入日本那样低增长,低利率时代。当美联储基准利率降到创纪录的低点以后,市场普遍担心全球经济不会日本化。从利率的角度来看,我们认为全球很难像日本那样进入长期低利率时代。我们仍以美国为例进行分析。

截止至2009年一月底,美国10年期国债收益率仍徘徊于2.3%左右,这应该是1954年以来的最低点。而在上世纪50年代初,低利率形成也还是因为全球盛行凯恩斯学说,采用了降低长期利率促进资本深化。其结果是通胀上升,并导致货币主义随后的盛行。当前的情形与50年代比较类似,利率水平下降的主要动力来自于基准利率的下降和美联储购买长期国债。

因为如果以ROIC为参照来分析美国利率水平的话,我们发现截至2008年底,美国ROIC只是达到1992年和2002年的水平,并没有明显创新低。而美国ROIC水平仍高于全球大多数国家和地区,但是利率水平却要低于欧元区和中国。当然也有可能市场预期ROIC仍将会大幅下降,但是金融危机不只是对美国未来一段时期的ROIC造成冲击,对欧元区,中国也都会造成重大冲击。而且在麦肯锡的报告《从长期的角度看已投资回报率》中,我们可以看到,从1963年到2004年美国的ROIC相对稳定。因此美国现在的低利率水平只能



2月2日中证全债指数收盘行情

指数名称	指数值	指数涨跌幅(%)	成交量(万元)	修正久期	凸性	到期收益率(%)
中证综合债	123.77	0.06	12020149.36	4.13	40.55	2.273
中证全债	128.20	0.05	4949544.41	6.35	67.03	2.954
中证国债	127.70	0.06	1099147.89	6.96	78.80	2.753
中证金融债	129.48	0.11	3176600.00	5.46	51.98	2.722
中证企业债	131.02	-0.10	673796.52	5.88	53.15	4.223
中证央票	109.61	0.08	5716600.00	1.06	2.74	1.323
中证短融	109.10	0.09	587000.00	0.51	0.81	1.695
中证转债	118.90	0.04	4147604.95	0.45	0.71	1.170

数据来源:中证指数有限公司