

2008年以来人民币升值近1%

中美利差倒挂 短期或现大幅持续升值

本报记者 王辉 上海报道

在经过短短4个交易日的盘整后，近期强势尽显的人民币汇率昨日再度刷新纪录。当日人民币对美元中间价报7.2350，较上一交易日大涨了206个基点，创出了08年以来的第8个新高。市场人士表示，在美联储紧急降息75个基点的背景下，人民币汇率刷新纪录完全在情理之中。考虑到当前中美利差已经倒挂并有望进一步扩大的背景下，短期人民币汇率有望持续刷新纪录。

统计数据显示，截至昨日，人民币在08年开始不到1个月的时间里已累计升值0.96%，逼近单月1%的水平。与此同时，与汇改前相比人民币已升值14.31%，汇改以来则升值了12.09%。对于人民币汇率昨日的大涨，市场人士表示，此前美联储的紧急降息是推高人民币汇率的主要原因。22日，为应对因担心美国经济衰退引发全球性股市动荡，美联储紧急决定降息75个基点。

中国银行外汇交易员史炜彦表示，美联储紧急降息在一定程度上出乎市场预期，不过美元对各币种汇率在短暂冲击后目前已有所企稳，美元指数短期已维持在76.30附近水平。而在美元对人民币汇率方



本报资料图片 制图/苏振

面，此次美联储75个基点的降息之后，中美利差已正式倒挂，因此人民币汇率昨日中间价出现强劲上扬并

创出新高完全在情理之中。史炜彦同时表示，截至昨日各金融机构已基本为周四的存款准备金率上缴做

好准备，银行间外汇市场也基本没有十分显著的美元头寸需求。关于短期内人民币汇率的走向，史炜彦

认为，美联储紧急降息对人民币汇率的影响仍未结束，短期内人民币汇率将继续刷新纪录。

国家统计局今日将公布2007年经济数据，包括GDP增速、消费者物价指数(CPI)、固定资产投资增长率等重要经济数据。根据目前来自市场的消息，2007年全年的CPI水平将上涨4.8%，12月涨幅为6.5%。市场人士表示，中期来看，政府控制物价水平的任务仍然艰巨，未来央行提高利率的空间仍然存在，此外有交易员认为，目前央行可能正在结合加快人民币汇率升值速度的手段控制通胀，在此背景下今年人民币全年升值幅度将可能大大高于去年同期，并有望达到10%的水平。

目前，国际外汇市场普遍预期美联储在此次75个基点的降息之后，可能将在下周的常规利率会议上继续降息50个基点。多位外汇交易员表示，短期内不排除人民币大幅度持续升值的可能。

昨日银行间外汇市场其他交易货币对人民币汇率的中间价分别为：1欧元对人民币10.5899元，100日元对人民币0.92690元，1英镑对人民币14.1806元。与07年底相比，除日元外人民币对其他三种货币均有大幅升值。

■记者观察 | Observation

美联储再次大幅降息

全球金融市场祸兮福兮？

本报记者 张曙东

周二，美联储紧急宣布，下调联邦基金目标利率75个基点至3.5%。这是2001年9·11事件以来首次在两次议息会议期间下调基准利率。

美联储临时大幅降息是应对市场大幅波动的无奈之举。本周一，除美国股市因马丁·路德·金纪念日休市外，其余市场均出现罕见的暴跌。美联储在公告中表示，尽管短期融资市场的紧张局面已经略有缓解，但金融市场总体环境依然继续恶化，针对部分企业和家庭的信贷条件进一步收紧，住房业加速萎缩，劳动力市场也出现疲软迹象。

美联储此举进一步确认了经济衰退的风险。美联储大幅降息是基于经济前景恶化和经济增长下行风险增加的判断。这无疑给了那些先前稍微乐观主义者当头一棒。和本周末前几次降息一样，美联储已经将决策重点放在了经济增长方面。

关于美联储降息政策效果的争议仍存。乐观派人士认为，大幅降息有望缓解金融市场的恐慌情绪，并有助于经济尽早走出衰退阴影。但悲观派不这么认为。从去年9月份以来，美联储已经累计降息175个基点，由于本次危机是建立在美元作为全球储备货币的基础之上，流动性泛滥与实体经济信贷紧缩之间的矛盾依然堪忧，全球经济滞胀风险进一步上升。更为重要的是，市场有可能会形成对政策放松的依赖，从而加剧市场的波动。

英国央行行长委婉地批评了美联储的降息政策。他表示，简单

的几次大幅降息并不能解决金融系统的问题，矫正金融系统中的错位问题不是货币政策制定者的工作，央行不应该试图扭转风险重新定价的过程。

不仅仅对理顺市场关系不利，美联储降息还将对其他经济体政策构成压力。以欧洲为例，利差扩大将刺激欧元上涨，从而进一步恶化欧洲经济前景。德国1月投资者信心跌至1992年以来新低，欧元区去年12月制造业增长放缓。经济学家和投资经理们指出，市场环境已经发生了翻天覆地的变化，央行有必要采取措施。利率期货也反映了市场关于欧英央行将降息的预期。加拿大央行更是在美联储降息后宣布调降基准利率25个基点至4%，以避免美国经济减速的影响。环球同此炎凉，虽然目前断言全球经济的减息周期开始还为时过早。

美国著名经济学家金德伯格研究发现，危机大约每隔十年轮回一次。不幸的是，这个规律再次被验证，而且本次危机发端于发达国家，并将由全球投资者买单。索罗斯指出，全球正面临60年来最严重的金融危机，当前的危机是一轮长达60年的超级繁荣周期的顶峰。

就全球金融市场而言，短期看，在经济增长下档风险增加的背景下，权益类市场的趋势性调整将不可避免，而对固定收益类市场而言，信用产品利差受信贷紧缩和盈利前景黯淡将趋宽，而且分化将会更加严重，国债价格在避险买盘的推动下将会上扬，但受限于通胀前景，收益率下降幅度有限。

美联储降息将加剧全球通胀

□国泰君安证券研究所 姜超

周二，由于经济前景恶化，美联储临时调降基准利率75个基点。全球经济面临通胀风险，而美联储的大幅降息无疑是对全球通胀的推波助澜。

全球经济将减速

目前，美国居民房产总价值相当于GDP的170%，假定房价降低3%，美国居民的房产净值将降低5%(占GDP)，约为7000亿美元。从98年至今，美国居民的住房再贷款规模迅速上升，与房产净值的上升密切相关，是其不断将升值的房产抵押成贷款用于消费的反映。从历史数据可以看出，美国居民住房再贷款的增量约为房产净值增量的1/5，因而7000亿美元的房产净值下降对应着1400亿美元的消费减少。

而房价下跌也使得住房抵押贷款支持债券的违约率上升，价格下降。目前美国自身持有量约为4万亿美元，10%的市值损失即为4000亿美元。其中3000亿美元为居民的财富损失，影响600亿美元的消费，而剩余1000亿美元为金融机构损失，可能产生6000亿美元的信贷紧缩。

房价的下跌对住宅投资将产生直接影响，预计08年的住宅投资将继续减速5%。目前美国的住宅投资总额约为6300亿美元，对应的总投资下降约为300亿美元。整体而言，美国经济少则减少2300亿美元，减速1.6%，多则减少6000亿美元，减速4.3%。

简单测算显示，目前外国人持有的美国住房贷款支持债券总量

约为GDP的14%，即2万亿美元左右。假定损失10%的市值，再假定其中的25%为商业银行所持有，那么全球商业银行的本金损失约为500亿美元。如果全球商业银行的资本充足率为巴塞尔协议规定的2倍，即16%，那么在对应6倍的杠杠下，会产生3000亿美元以上的信贷紧缩，影响全球经济减速可能高达1%。

石油替代导致粮价暴涨

最为重要的是，美国贸易逆差依赖于维系的平衡被打破。缺少了外国资本流入，美国必须主动缩减其两大贸易逆差——石油进口或者从亚洲新兴市场消费品进口。

面对油价的上涨，美国大大增加了石油替代的力度。目前，美国生产燃料乙醇的主要原料是玉米，其对国内玉米乙醇的销售提供相当可观的税收优惠，由此刺激玉米乙醇的产量大幅上升。预计07年美国新增玉米乙醇消耗的玉米量接近3千万吨，而全球所有其他新增玉米消费量还不到1千万吨。美国的玉米乙醇生产已经成为全球玉米消费量激增的压倒性因素。

近两年来，全球谷物消费的上升几乎全部归功于玉米，而小麦和大米消费的增长相对比较稳定。这表明推动全球谷物消费上升的并非口粮需求，美国的石油替代战略是主要原因。玉米价格的暴涨使得玉米的收割面积迅猛上升，01年以来，玉米收割面积增加了近20万公顷。由于全球谷物收割面积的增长是稳定的，玉米收割面积的大幅上升只能是以其他谷物收割面积的相对下降为代价。自01年以来，大

米收割面积几乎没有增加，而小麦的收割面积还在净减少，对两者产量的提升自然有限，加之需求的稳定上升，库存的下降也是必然的结果。

由此我们也可以理解近两年在全球小麦消费量持续下降的情况下，小麦价格的狂飙猛进，因为播种面积减少导致的产量下降更大，使得库存创下历史新高。

成本劣势注定美元贬值

除了缩减石油逆差，美国还需要减少非石油产品逆差。历史上，美国非石油产品的逆差规模与其贸易条件之间有明显的反向关系，在86至90年间，美国非石油产品逆差的缩减就是通过贸易条件的改善来获得的。

以往，美国可以通过币值水平的变化来改善贸易条件，例如85年之前美元的升值及之后的贬值均导致美国贸易条件的相应变化。然而从02年开始，虽然美元持续贬值，但是美国的贸易条件还在不断恶化，这意味着美国的出口价格涨幅大大超过了其进口价格的涨幅。

在97年以后美国的各类进出口价格中，一个显著的特点是从新兴亚洲市场进口价格的不断下降。而这类产品价格由中国所主导，占美国非石油/汽车类进口的比例达40%，严重影响到了美国贸易条件的改善。由此可见，美元不仅需要继续贬值，更重要的是对人民币的贬值。

美元的贬值意味着油价仍将高位，加之粮价的上涨，全球结构性通胀仍将持续，而美联储的大幅降息无疑是对全球通胀的推波助澜。

固定收益证券综合电子平台确定报价

| 债券代码 | 债券简称 | 买入价 | 买入数量 | 买入到期收益率 | 卖出价 | 卖出数量 | 卖出到期收益率 |
|--------|--------|------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 019711 | 07国债11 | 匿名 | 99.925 | 5000 | 3.9827 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 中银证券 | 99.900 | 5000 | 3.9935 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 国寿资产 | 99.900 | 5000 | 3.9935 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 广发证券 | 99.890 | 5000 | 3.9979 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 招商证券 | 99.890 | 5000 | 3.9979 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 申银万国 | 98.890 | 5000 | 3.9979 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 中金公司 | 98.890 | 5000 | 3.9979 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 国信证券 | 98.890 | 5000 | 3.9979 | 99.120 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 人保资产 | 98.890 | 5000 | 3.9979 | 99.130 | 5000 |
| 019711 | 07国债11 | 长江证券 | 98.890 | 5000 | 3.9979 | 99.130 | 5000 |
| 019714 | 07国债12 | 中信证券 | 99.000 | 5000 | 4.2492 | 98.400 | 5000 |
| 019714 | 07国债12 | 国寿资产 | 98.000 | 5000 | 4.2492 | 98.458 | 5000 |
| 019714 | 07国债12 | 申银万国 | 98.000 | 5000 | 4.2492 | 98.550 | 5000 |
| 019714 | 07国债12 | 华泰证券 | 98.000 | 5000 | 4.2492 | 98.550 | 5000 |
| 019714 | 07国债12 | 中金公司 | 97.900 | 5000 | 4.2672 | 98.550 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 长江证券 | 99.593 | 5000 | 3.5510 | 99.655 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 中银证券 | 99.185 | 5000 | 4.1867 | 99.605 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 广发证券 | 99.185 | 5000 | 4.1867 | 99.605 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 中信证券 | 99.185 | 5000 | 4.1867 | 99.605 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 银河证券 | 99.593 | 5000 | 3.5510 | 99.655 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 申银万国 | 99.593 | 5000 | 3.5510 | 99.655 | 5000 |
| 019716 | 07国债16 | 中金公司 | 99.593 | 5000 | 3.5510 | 99.658 | 5000 |
| 019717 | 07国债17 | 长江证券 | 99.593 | 5000 | 3.5510 | 99.655 | 5000 |
| 019717 | 07国债17 | 中银证券 | 99.185 | 5000 | 4.1867 | 99.605 | 5000 |
| 019717 | 07国债17 | 广发证券 | 99.185 | 5000 | 4.1867 | 99.605 | 5000 |
| 019718 | 07国债18 | 中信证券 | 100.390 | 5000 | 4.2789 | 100.840 | 5000 |
| 019718 | 07国债18 | 国信证券 | 100.280 | 5000 | 4.2977 | 100.975 | 5000 |
| 019720 | 07国债20 | 广发证券 | 100.060 | 5000 | 3.5641 | 100.100 | 5000 |
| 019720 | 07国债20 | 中信证券 | 100.040 | 5000 | 3.5872 | 100.120 | 5000 |
| 019720 | 07国债20 | 国信证券 | 100.020 | 5000 | 3.6104 | 100.145 | 5000 |
| 122000 | 07海工债 | 中金公司 | 98.650 | 1000 | 5.5276 | 100.050 | 1000 |
| 122001 | 07华能G1 | 中信证券 | 99.950 | 1000 | 5.6755 | 100.750 | 1000 |
| 122003 | 07华能G2 | 中信证券 | 99.800 | 1000 | 5.7808 | 100.900 | 1000 |
| 122004 | 07华能G3 | 中信证券 | 99.950 | 1000 | 5.9029 | 101.400 | 1000 |

交易所债市日评 | Bond

长期债大幅走高

□银河证券 吴天舒

周三沪市国债市场现券多数上涨，整体成交较上一交易日有所减少，其中长期债大幅走高。

上证国债指数最终收于111.39点，较上一个交易日上涨0.14%。35只成交债券净价25只上涨4只平盘6只下跌，市场成交了5.24亿元。上交所固定