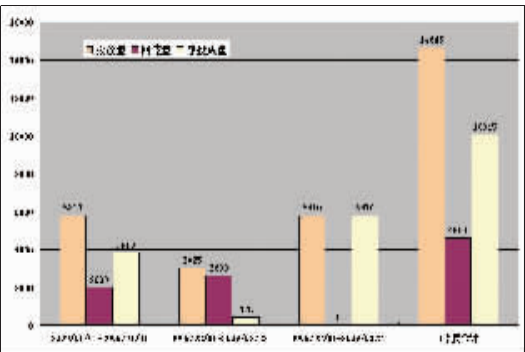


流动性动态监测站 | Liquidity

央行本周回笼1000亿元



□本报记者 葛春晖 北京报道

央行公告显示,人民银行于本周四(2月12日)以价格招标方式发行了2009年第四期央行票据,但没有进行正回购操作。本期央票发行量为350亿元,期限3个月(91天),中标价格为99.76元,参考收益率为0.9650%,连续四期持平。

WIND资讯统计显示,加上周二的正回购650亿元,本周央行在公开市场回笼1000亿元,较上周的1600亿元大幅缩减。今年2月份公开市场到期资金量为3025亿元,截至12日,央行已回笼2600亿元,2月份公开市场实现货币净回笼几无悬念。

从整个1季度来看,公开市场到期资金量将达到14645亿元,截至12日央行仅回笼4600亿元,尚有10045亿元可以释放。分析人士表示,2月份央行回笼力度增大与春节因素有关,而从经济复苏需要和实际情况来看,央行操作力度不会太大,1季度银行间市场流动性仍有望继续保持宽松局面。

外汇市场日报 | Forex

短期市场交易方向混乱

□天利恒丰 丁勇恒

周四亚洲汇市,受周三风险厌恶情绪延续影响,各个货币波动区间极为有限。而避险货币的走向亦因时间因素而显得凌乱,市场对短期交易方向的意见难显一致。美元指数借助周三避险情绪建立的涨势直接挑战上方压力线,不过受买盘的获利回吐影响,美指在周四亚洲盘时段承压下跌。至截稿美指报于85.61附近,上方阻力线为86.15一带,若此位置不破,上升趋势难以确立,下方阻力为月线85.53一带。

经过长时间激烈的讨价还价,美国国会参众两院11日就耗资7980亿美元的经济刺激方案达成共识,国会将在本周末前对是否通过此经济刺激方案进行最终投票,鉴于不确定因素依旧存在,市场重要数据较少,而临近周末的各种会议又有增加,市场的风险情绪依旧控制着投资者建立新的头寸的意愿。短线交易的方向并不明确。

周四澳大利亚统计局公布的数据显示,澳大利亚1月失业率经季调后由08年12月的4.5%升至4.8%,较经济学家预期高0.1个百分点,但同期就业人数增加0.12万人预期为减少1.65万人。澳统计局称,澳大利亚1月就业参与比经季调后较前值上升0.1个百分点至65.1%。澳大利亚1月失业率趋势估计值较上月上升0.1个百分点至4.6%,该数据表明澳大利亚经济恐将陷入衰退,澳元承压而行。通胀持续下降使得澳元有了降息空间,澳元降息声音新高,令澳元资产吸引力下降。至截稿时澳元兑美元依旧盘整下行,报于0.6555一带。

欧洲央行执行委员会成员斯塔克表示,欧元区不希望看到零利率的出现,但欧洲央行依然拥有在3月进一步降息的空间。鉴于欧洲央行很有可能在下次政策会议上对当前处于2.00%水平的利率进行下调,很多投资者都希望减持欧元头寸,欧元下行风险加大。

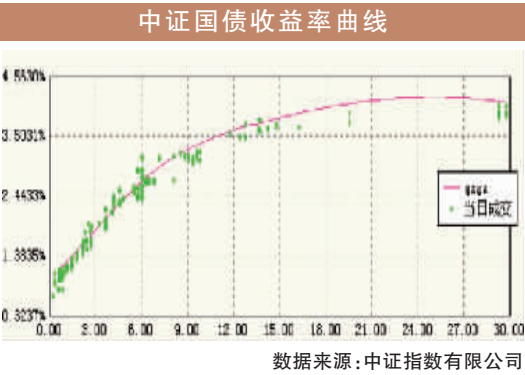
受地缘政治上的关联性影响,英镑兑美元和日圆这两种主要避险货币的汇率亦走软。至截稿欧元兑美元急挫近百点后报于1.2840一带,英镑亦大挫近二百点至1.4200附近。

人民币汇率中间价					
日期	美元	港币	100日元	欧元	英镑
2009-2-11	6.8337	0.8815	7.5577	8.8062	9.8966
2009-2-12	6.8327	0.88145	7.5709	8.8183	9.8261
涨跌幅(BP)	-10	-0.5	132	121	-705

数据来源:中国货币网

美国市场关键利率					
	CURRENT	1 MONTH PRIOR	3 MONTH PRIOR	6 MONTH PRIOR	1 YEAR PRIOR
Federal Reserve Target Rate	0.25	0.25	1.00	2.00	3.00
Prime Rate	3.25	3.25	4.00	5.00	6.00
1-Month Libor	0.45	0.37	1.40	2.46	3.14
3-Month Libor	1.23	1.36	2.18	2.8	3.07

来源:Bloomberg



数据来源:中证指数有限公司

货币高端访谈 | Dialogue

信贷扩张恐难持续 降息空间将缩小

编者按:本报从本期起将不定期的推出货币高端访谈栏目,以在宏观数据出台之际,为读者、投资者提供最及时、最权威的新闻资讯和参考。本栏目第一期邀请到中金公司首席经济学家哈继铭博士、国海证券固定收益证券研究中心副主任杨永光先生,国泰君安销售交易债券部经理姜超博士就1月份货币信贷数据展开对话,希望为读者展望宏观经济走势、做出正确投资决策提供有效参考。

主持人: 中国证券报记者 周文渊  
嘉宾: 中金公司首席经济学家哈继铭博士  
国海证券固定收益证券研究中心副主任杨永光先生  
国泰君安销售交易债券部经理姜超博士

票据融资致M1增速下降

09年1月份新增贷款规模创出1.62万亿元的历史新高,而同期M1增速却仅增长6.68%,创出历史次低、九年来最低值,为什么会产生这种背离现象?

中金公司哈继铭博士:M1增速再创新低,反映出企业盈利恶化尤为严重。我们认为,这并非由春节因素造成。M1主要为企业活期存款构成,而企业活期存款又包括企业留存利润和尚未投入使用的贷款,目前贷款急剧增长对M1理应起到推高效果,但M1依然创出新低,反映出其中的企业利润恶化尤为严重。

M1增速再创历史新低,这将继续打压资产价格,因为股价等资产价格变化与信贷或M2的关系并不够密切,而与M1的关系相对紧密。2005-2006年经济处于上升期间,尽管信贷增速较低,但M1增长较快,呈现“紧信贷,宽货币”局面,股市其后高涨,2009年可能与2005-2006年截然相反,出现“宽信贷、紧货币”局面,M1增速不容乐观,因此对于资



哈继铭博士

产价格的推动也较为有限。

国海证券杨永光先生:现在投资者相当关注M1的走势,把它当成是经济回暖的先行指标,美国M1在政府大规模投放流动性的背景下,早已明显上升。我国的M1在去年12月反弹,今年1月份又创了新低。原因有几个方面:

第一,虚假票据融资的影响,造成企业定期存款大增。以往的新增贷款量当中,中长期贷款、短期贷款及票据融资的规模差不多。2008年金融机构中长期贷款占总贷款的比重达51.29%,基本上验证了这个规律。但09年1月份,后者却比前者高出4000多亿。同时,从票据融资的比例上看也偏大。2008年全年票据融资增加6461亿元,仅占08年新增贷款4.91万元的13%。而08年12月与09年1月份的票据融资却将近占到总新增贷款量的三分之一。我们相信其中必有奥妙。

这主要是由于票据贴现利率下降过快,低于或接近于同期定期存款利率所导致的。去年四季度,在央行不断下调法定利率以及经济不断走差的影响下,银行间货币市场收益率急剧下滑,市场利率下滑幅度超过了法定利率的下滑幅度。与一年期央票利率为例,去年三季度之前一年期央票利率只比一年定存利率低8BP左右,但自去年12月份之后,由于一年期央票的停发,货币市场利率出现崩塌,目前差距已扩大至100BP左右。票据市场也是如此,11月份之后,票据贴现利率就下降至2%以下,低于当时的三个月定存利率水平。这样提供了企业套利的机会。企业可以在银行存三个月定



杨永光先生

期,再质押给银行,再将票据贴现,不断滚动,从而导致票据贴现量增大。巨量增加的票据融资对应巨量的新增定期存款,因此造成了企业活期存款比重的大幅降低,M1增速大幅下降。

第二,今年春节因素的影响较大。今年春节假期正好跨过1月份和2月份,在放假之前,很多企业将活期存款存了各种形式的短期定期存款;同时,企业提现用于个人奖金支付的需求也增加,这样一来,对企业活期存款的影响也就较大,也加剧了企业活期存款的下降幅度。若春节假期不跨月,那么假期后现金回流银行体系对月度数据的影响会相对小一些。

第三,M2体现了银行资金的总体状况,受存款结构性影响较小。毫无疑问,09年1月份在央行适度宽松的货币政策下,银行体系流动性肯定是较多的。同时,M2指标不易受存款结构化变动的影响,因此M2保持了继续反弹的趋势。

M2的增长主要归功于信贷爆发,因为信贷创造和外汇占款是流动性的两大来源,当前外汇占款保持稳定,因而信贷超增直接拉升M2。

国泰君安姜超博士:M1的主要成份是企业活期存款。从央行公布数据可以看到,1月份非金融性公司存款下降了919亿,这一数值与1月份M1的下降额1000亿大致相当。而1月份新增存款集中于居民户,新增额达到15300亿。这表明1月份投放的1.6万亿贷款的绝大部分经由企业部门转入居民部门,因而导致了M1和M2的迥异表现。

此外票据融资也成为影响M1



姜超博士

增速的重要方面。当前放贷已经成为各银行的政治任务,而票据融资的时间短,可以不断滚动,方便银行操纵规模。而由于票据融资利率随货币市场利率急剧下降,远低于同期限的短期贷款利率,使得企业通过票据来融资的意愿也大大增加。

信贷爆发性扩张不可持续 年内或前高后低

主持人:1月份我国新增人民币贷款达到1.62万亿元,这个规模创出历史新高,是否具有可持续性?2009年货币供给走势具体将呈现怎样的特征?

中金公司哈继铭博士:1月份人民币贷款爆发性增长1.62万亿元,增速陡升至21.3%,基本符合市场预期。在贷款大幅增加拉动下,M2增速继续上升至18.8%。这显示“数量型放松”效果显著,货币条件极为宽松。但贷款结构仍以短期和票据融资为主:尽管1月份贷款创出天量,但其中票据融资占企业贷款比重达到42%,而中长期贷款占比仅有35%,显示目前的贷款仍主要是解决企业流动资金困难的燃眉之急,借中长期贷款以进行产能扩张的意愿低迷。

目前的信贷爆发性扩张不可持续,年内前高后低。目前的信贷需求主要来自短期资金周转和政府项目,各银行目前竞相介入政府主导项目贷款,提前释放资金而“寅吃卯粮”,而私人部门投资带来的信贷需求仍然比较孱弱,因此一旦项目贷款争夺完毕,未来信贷增长可能陷入急刹车。

国海证券杨永光先生:1月份异

交易员札记 | Trader Notes

从量变到质变 市场终确立反转

□中国邮政储蓄银行 刘晋

银行间二级市场上沉重的抛盘,在经历超过1个月的消化后,终于被买盘占据上风,从元旦至今的大幅回调行情让投资者背负很大压力,期间曾有3次较有力度的反弹,前两次都被卖盘迅速压倒,在经过了从量变到质变的消化过程后,买卖盘的力量对比终彻底反转,债市反转趋势在本周四最终确认。论及本次反转的原因,除了基金的调仓盘被市场所消化以外,股市在周三到达2300点关口以及2009年首期国债的招标结果,都成为市场反转的催化剂。

周四银行间市场早盘的买盘就明显大于卖盘,不光是前期回调较多的中长期债券主动买盘较多,就连周三收盘时占据绝对优势的央票,也是买盘居多。市场收益率一路

常的票据融资情况肯定会引起相关监管部门的注意,如果受到严查,这样一来,2月份的票据融资将会大幅减小,定期存款的增长速度将会放缓。考虑到2008年为季度贷款控制,2、3月新增贷款量较少,因此2、3月份货币供应量增速(M2和M1)都应会反弹。同时,等到1月份这一批票据融资所带来的定期存款到期之后,预计到5月份之后,M1的增幅应会比M2的增幅明显。本人还是坚持货币供应量M1实际已于去年11月份见底了,今年1月份的水平为异常值,不能真实体现经济的运行状况。

国泰君安姜超博士:2009年信贷走势可能前高后低,货币供给也类似。主要原因是当前的信贷超增源于政府的反周期调控,而按照1998年的经验,政府政策的短期影响在半年左右。因而2009年1季度的信贷持续超预期,而到了2季度或者下半年以后就会恢复原本的减速趋势。

2009年或降息54个基点

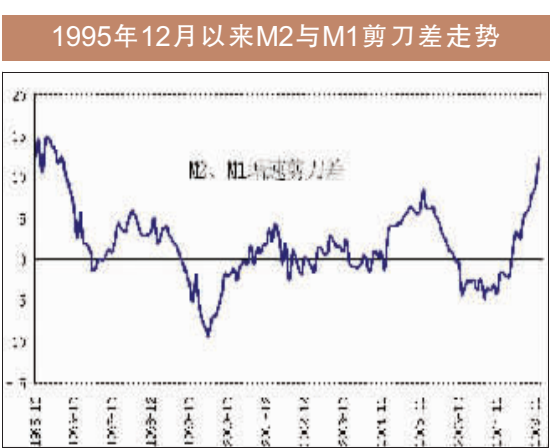
主持人:鉴于2009年1月份的宏观数据反映经济正在走稳,那么央行的货币政策空间还有多大?

中金公司哈继铭博士:货币条件已经极为宽松,我们认为后续降息空间较小,且人民币不具备贬值基础。鉴于目前的货币条件大幅放松,我们将今后后续降幅度预期调整为全年降息54个基点,显著低于市场预期的108个基点。首先,近期的信贷爆发性增长部分降低了眼前继续大幅降息的必要性,降息更可能发生于未来信贷回落之后;其次,中国的利率具有“向上刚性”,在过去历次周期中降息容易升息难。因此如果本轮降息幅度过大,将来临通胀再起之时加息步伐未必能快速跟上。第三,贸然大幅降息对币值稳定和资金流动可能造成负面影响。

国泰君安姜超博士:基于信贷的大幅度回升,央行短期内大幅度降息的动力显著下降。由此,我们认为,央行在一季度最多有一次27BP的降息;而大幅度的降息需要等到二、三季度经济数据再度恶化之后。(注:中金公司首席经济学家哈继铭博士的采访资料为中国证券报根据其最新研究报告编辑)

M2与M1剪刀差创149个月新高

股市走势暗示剪刀差或将收窄



□本报记者 张曙东 上海报道

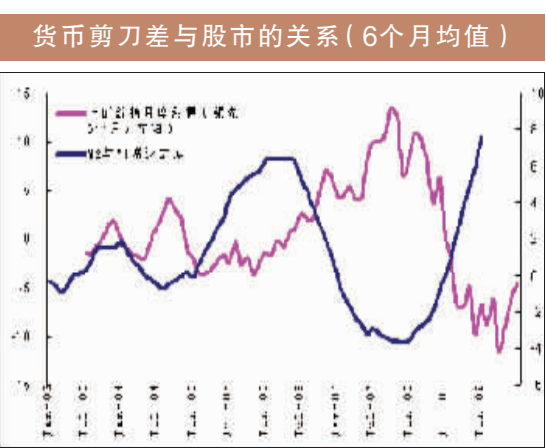
12日,备受关注的1月份货币信贷数据公布。除了逾1.6万亿元的新增信贷外,广义货币(M2)和狭义货币(M1)增速再次背离,剪刀差高达12.11个百分点,创出1996年9月以来的新高。业内人士分析,未来几个月这个缺口有望收窄。

剪刀差创149个月新高

从M2和M1的内容来看,M2与M1增速之间的剪刀差可以近似看作判断资金活跃程度尤其是企业层面的观察变量。因为M1中除了现金之外更多是企业活期存款,而M2中除M1以外的准货币更多是定期类存款,实际上是一种资产形式。

剪刀差(M2-M1增速)越小,货币供应量存款活期化倾向越高,经济活力越高,剪刀差越大,存款定期化比重较高。

从剪刀差的变动历史可以看出,2007年为最近一轮剪刀差的底部,其中2007年8月创出-4.7个百分点的低点。但进入到2008年以后,剪刀差上扬,并于今年1月份达到12.11个百分点,创出近149个月



以来的新高。

从宏观背景来看,2008年以来,受全球金融危机影响,企业经营活力逐渐减弱,M1增速逐渐下滑,并于今年1月份创下6.68%的历史新低,反映微观层面的经济活动较为疲弱;而M2增速去年虽也呈现回落趋势,但受信贷飙升影响,最近两个月反弹迅猛,一举将剪刀差拉大到纪录高位。

招商证券分析师薛华、胡鲁滨认为,M1增速下降主要是春节因素导致。类似的情形还有2004年,当年1月份M1增速也比正常低3个百分点,而企业和其他部门存款余额也出现下降。兴业银行资金营运中心首席经济学家鲁政委指出,M1增速创新低与环比增加微不足道的760亿元企业存款相互印证,暗示票据融资可能存在虚增现象。

剪刀差或呈“强弩之末”

分析人士认为,在连续上扬并达到逾12年高点之后,M2与M1剪刀差或呈“强弩之末”,未来几个月将趋于回落。

直观上看,尽管大量信贷投向于财政政策项目,但随着这些项目

的陆续开工,企业活期存款将会增加,而且随着微观主体的预期逐步改善,经济活动将会逐渐复苏,带动M1增速反弹。另外,由于1月份贷款暴增中有不少疑点,有市场人士判断信贷增长将会放缓,这种现象最早将会在2月份体现出来。由于信贷是推动当前M2快速增长的主要力量,若信贷增长放缓,M2增速将会下滑。由此带动M2与M1剪刀差缩小。

另一个佐证剪刀差将趋于回落的有意思的证据来自股票市场。对比2003年以来上证综指月度涨幅与剪刀差之间的走势可以发现,领先6个月的股市与剪刀差之间呈现负相关关系。可能的解释包括:首先,股市是经济的晴雨表,业内普遍认为股市能够提前半年左右反映实体经济的变化。过去几个月股市已经构建出阶段性底部,暗示实体经济可能出现积极变化,M1增速(至少在均值意义上)将会回升,剪刀差缩小;其次,股市在构建出阶段性底部后,财富效应显现出来,增加股票资产的吸引力,形成对M2中除M1以外的准货币(也是一种资产形式)的替代作用,至少会带M1增速回升。

数据来源:中证指数有限公司

固定收益证券综合电子平台成交行情(2009-2-12)

债券简称	昨日收盘价	最新价	加权平均价	总成交量	开盘收益率	最高收益率	加权平均收益率
07国债11	103.000	103.080	103.080	40000	1.3211	1.3211	1.3211
07国债17	107.067	107.117	107.117	10000	1.9775	1.9775	1.9775
08国债09	100.783	100.802	100.786	100000	0.9500	0.8893	0.9409
08国债11	105.554	105.620	105.620	10000	1.5277	1.5277	1.5277
08国债16	101.328	101.327	101.327	10000	0.9728	0.9728	0.9745
08国债24	99.965	100.190	100.190	10000	1.0427	1.0427	1.0440