

数量工具受缚 加息概率增大 债市压力仍有待消化

□本报记者 王辉 上海报道

周四，央行公开市场操作继续暂停。分析人士表示，由于短期内市场资金面难以明显改善，数量调控工具的施展空间将受到限制。在市场对于1月CPI冲高已有普遍预期的背景下，春节前后一段时间内，债市将进入加息敏感时期，市场的外部压力仍需进一步消化。

CPI冲高已成市场共识

伴随着春节的临近，以及近期全国大范围雨雪天气的影响，农产品价格出现了快速上涨。根据25日商务部公布的1月17日至1月23日食用农产品价格指数监测数据，进入1

月以来，农产品价格呈现全面加速上涨态势，粮食价格环比上涨0.4%，蔬菜价格环比从6.1%高位升至12.6%，肉类价格环比从0.3%升至0.8%，其他农产品价格继续维持较快增长。

与此同时，第一创业证券指出，自2010年10月以来，非食品价格环比涨幅也连续三个月大幅超过历史平均水平，劳动力成本、服务业等非食品价格也正在成为物价持续高位的另一负面因素。

兴业证券预测，1-3月CPI同比增速将分别达到5.5%、4.9%、5.2%，一季度通胀水平将延续高位运行态势，而国泰君安、第一创业等多家机构也判断1月CPI增速将达到5.5%左右水平，东方证券更预测1月CPI同

比将上涨6%。第一创业分析师宋启超表示，伴随着节前物价较大幅度的上涨，当前市场对春节前后加息的预期已逐渐统一。

与此同时，根据东方证券本周公布的一项测算数据，12月底银行体系超额准备金率平均在2.62%左右的水平；大型商业银行超额准备金率更低至1.19%左右，短期内从商业银行进一步回收流动性的可能性已较小。

上海一银行交易员表示，在目前的市场资金面环境下，春节前后进行一次加息显得“顺理成章”。在前期保持高强度的流动性回收后，央行必然面临进一步动用价格工具的选择。这也有利于央行通过年初的一系列货币动作，为今

年全年的政策走向定调，向市场传递信号。

债市压力仍待化解

中债收益率曲线显示，在市场仍然维持负面预期的背景下，目前中长期收益率水平已接近去年11月底的高点，市场的弱势格局已较为明显。在年内首次加息仍未落地的情况下，一些市场人士表示，债市的外部压力仍有待进一步化解。如果春节前后加息落定，且资金面出现超预期的改善，市场将有渐进走强的可能。

宋启超表示，目前市场中长期收益率仍在不断向上修正，未来或有进一步突破2010年11月底高点的动力。而2010年12月份非食品价

格贡献的提升，再次说明了今年物价压力很可能面临持续高位的局面。在这种情况下，一旦节后物价压力未得到明显缓解，那么中长期收益率很可能需要继续向上调整，市场的弱势格局可能还将进一步深化。

与此同时，一些持相对乐观观点的市场人士也指出，伴随着市场对加息负面预期的进一步消化，后期市场资金面的改善，可能会给债市带来上升动力。徽商银行分析师尚飞表示，由于目前中长期债券的收益率已接近高点，市场对于未来的通胀形势的预期也已较为充分，如果未来的市场资金面有所缓解，目前的中长期债券品种具备一定的配置价值。

七天回购利率破八望九

资金面正度过最紧张阶段

□本报记者 葛春晖

1月27日，市场流动性紧张局面依然持续，主要回购利率再创2007年10月以来新高。不过，经过央行再次实施逆回购并继续全周暂停公开市场操作后，资金面形势较25日最紧张时已有部分缓解。

中债网数据显示，当日质押式回购利率主流品种R001、R007分别收报7.9912%、8.2635%，较上一交易日上涨29.51BP和44.77BP。此外，跨春节的14天期回购加权平均利率也上涨了14.09BP，收于8.2013%。不过值得注意的是，尽管主流交易品种的加

权平均利率水平仍在连续上涨，但其全天最高成交价并未超出25日的最高水平。R001、R007在27日的最高利率为8.55%、9.00%，而25日二者最高的水平则分别高达9.20%和9.50%，致使央行再施逆回购为资金面解困。另外，21天期以上品种利率在上一交易日回落基础上继续下行，也反映出机构融出稍长期限资金的意愿有所上升。

分析人士指出，从资金利率短升长降来看，春节日益临近成为当前流动性紧张的主要原因，预计节后市场资金面有望得到全面缓解，高企的资金利率也有望重新回落。

人民币兑美元汇率刷新高点

□本报记者 葛春晖

1月27日，人民币兑美元汇率继续小步升值。数据显示，当日美元兑人民币汇率中间价为1美元对人民币6.5876元，较上一交易日微跌2BP。人民币兑美元汇率再创2005年汇改以来新高。

事实上，尽管近日人民币兑美元汇率屡创新高，但升值步伐却近乎停顿。分析人士表示，这与国际市场上美元连日盘密密切相关。24日以来，虽然美元指数表现较弱，但跌幅已经大为放缓，四个交易日跌幅不足0.5%。

对于未来美元走势，兴业银行鲁政委认为，目前已有多种理由支持美元反弹：其一，技术上美元已超卖；其二，标普刚刚将日本主权债务评级由AA下调至AA-，这可能导致并加剧谨慎资金回流美国市场；其三，近期国际社会对于美元持续疲软公愤渐起。一旦美元反弹最终形成，人民币汇率也有望突破目前的“一线天”格局。

■ 汇市慧眼

美元还能再爬起来吗？

□宏源证券 邵宇

1月中旬以来，美元指数出现新一轮快速下跌，目前仍然在78点下方苦苦挣扎。令市场觉得迷惑的是，美国的经济数据看起来有些起色，美股也遥相呼应，美元指数却一直下滑，似乎全球资本并不愿意进一步转换为美元资产，难道果真如此吗？未来美元还能再爬起来吗？

我们认为，短期美元指数的走向看欧元，欧元占美元指数57%的权重，使得美元指数的波动看上去像是欧美经济之间的PK，关键问题是美国向谁。在近三个月中国领导人“三顾”欧洲的情况下，会明显降低市场对欧元和欧债的风险厌恶程度。其实，以后很长一段时间都将是欧洲最需要中国的时候。从全球博弈的角度来说，一个分崩离析的欧元区只会进一步加强已高高在上的美元在国际货币体系中的话语权，形成联储一手遮天的局面。缓和欧洲是中国在国际货币竞争布局中合纵连横的必然选择。我们认为中国再三表态后，2011年欧洲债务问题不必过度担心，几个危险国家的债券发行都顺利过关。加上日本也在对欧元频频示好，对冲基金也就顺水推舟地转向多方。再加上北亚的地缘风险也在释放，使得美元的避险需求无法提振，导致美元走软。

中期，我们认为QE2的强制注射，一定程度上可以提升消费，从而拉动消费主导的美国经济。理论上，消费的增长基于名义收入和实际收入形成的恒久收入的上升，简单地说，只要投放货币又不引发通胀快速上升，财富幻觉必然刺激消费和产出的增长。但这对于美国就业的回升和房地产价格的提升有多少帮助值得怀疑，因为毕竟制造业的繁荣和地产价格的回升才会真正巩固居民的收入和财富，它们是消费的真实基础。不论如何，在经济改善的推动下，美元重新反弹到80一线应该也可以期待。

若往更长期看，我们对美国经济总体不太乐观。设备更新投资才是发动新成长周期的动力，而目前看不到新兴产业拉动就业的明显迹象，设备更新周期也迟迟未能大规模发动，资本仍就着迷于Facebook、Iphone、Ipad这些虚拟网络和消费电子的细枝末节，虚拟网络无法带来更多就业，而apple的狂欢会对中国而不是美国增加更多的低端工作机会。

美国的问题出自哪里呢？并不是美国没有足够的技术储备，恰好相反，美国仍有最发达的研究机构和大学，真正出问题是把技术转化为生产力和就业的渠道，这种渠道历来是美国最有核优势的地方：第一，财政渠道，美国的军事-工业复合体一度是

最初的利润和创新来源，目前的政府则更乐于把这些钱投入到医疗开支中，同时不断削减军费开支；第二，商业银行体系，目前美国的银行体系正在经历资产负债表衰退，融资功能基本丧失，在舔舐伤口的同时使得市场流动性千涸；第三，资本市场即华尔街模式，2000年以来在可以带来真正变革和最需要资金支持的三大领域——生物、新能源和空间技术，并无一宗值得称道的IPO，华尔街原本是美式市场主义的精华部分——在它堕落之前。

引发新周期的三条融资渠道受到致命损伤使得美国的结构转型和中国一样费劲。如果复苏乏力，美联储就会QE上瘾，6个月过后QE3出台的概率就会攀升，届时很可能会由于政治压力，进一步释放货币，而过于宽松的货币使得投资者对于美元的价值判断不断受到侵蚀，而且高企的债务也对美元债务的安全性，甚至美元国际地位的可持续性提出了质疑。毕竟从较长的历史来看，生产型国家的货币远比消费型国家的货币靠谱。这都推动美元指数去往70以下的历史低位，而蠢蠢欲动的石油价格和粮食价格将随着美元的进一步贬值诱发全球性大通胀和大宗商品再度狂欢。届时油价将有望突破120美元，而几种大宗商品的价格都将刷新历史纪录，残酷的货币竞争不可避免。

■ 交易员札记

节前债市成交清淡

收益率暂不会创新高

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四尽管公开市场有逾700亿元资金到期，但是资金紧张形势却愈演愈烈。R001达到7.99%，R007和R014则全面突破8%。在经历了春节前的这轮洗礼后，估计各家银行将更加注意流动性管理，暂时控制债券投资的规模，虽然对债市短期有些不利影响，但这也会加速回购利率向正常化回归的过程。

春节前债券二级市场向来会比较冷清，今年自然也不例外。周四，银行间市场表现平静，短期央票收益率继续上行达到4%以上，中长端基本保持平稳。

目前主导债市长期走势的是经济增长和通胀水平。关于经济和通胀的预期，市场的分歧并不大。经济增速下行没有悬念，但是2011年总体增长水平尚可。通胀虽然上半年压力较大，但是在全球治理通胀的环境下，相信本轮通胀基本可控，四季度CPI同比将有明显回落。美国国债余额逼近14.3万亿的法定上限，限制了其继续向全球输出流动性。此外，最近两周美元走势非常疲弱，但是大宗商品也只是涨跌互现，原油与有色金属价格出现了一定幅度回落，棉花和粮食价格上涨也主要源于异常天气的影晌，说明发展中国家一致地抑制通胀的政策取得了一定效果。

相对而言，货币信贷形势对市场的冲击是当前市场关注的焦点。对于1月20日的准备金率上调，我们认为央行有着春节期间流动性管理的丰富经验，不太可能错判节前的资金形势，只是在差别准备金率和社会融资增速指标体系尚不成熟的情况下，面对迅速超万亿元的信贷增长，央行只能釜底抽薪。今年1月的资金紧张程度，甚至在2008年初从紧的货币政策背景下也不曾达到。在准备金率逼近20%的时候，资金的结构性失衡问题越来越突出，央行肯定也会注意到这个问题。虽然未来准备金率的普调还会继续，但是央行也会注意把握分寸。只有当央行真正可以通过差别准备金率这个新工具驾驭好信贷形势以后，市场资金利率的波动才会回归常态。

我们预期2月中旬加息一次的概率较大。虽然1月份CPI很可能超越5.1%而创新高，不过这些因素都已被市场充分预期。如果没有新的超预期利空出现，债市收益率目前还不具备创新高的推动力。

铁道部超短融中标利率3.92%

□本报记者 葛春晖

1月27日，铁道部成功招标发行了其2011年度第一期超短期融资券。本期债券为铁道部首次发行的超短融品种，发行额为100亿元，期限180天。招标结果显示，本期超短融中标利率为3.92%。交易员表示，在当前资金面整体吃紧的情况下，该利率水平较低。

连日来，随着市场资金面日益紧张，资金利率不断刷新高点，债券收益率曲线也大幅上行。这一背景下，部分发行人纷纷以推迟债券发行日期或缩减发行量来应对发行成本的上升。这期间，收益率短端上升更为明显。中债网数据显示，截至1月26日，6月期央票收益率已从月中的3.02%上升到3.51%，AAA中短期票据收益率也由3.59%左右飙升至4.00%。交易员表示，本期超AAA品种，本期债券的中标利率比较合理，估计基金是本期债券的主力需求方，因为对于基金来说，从流动性管理的角度，11铁道SCP01的利率水平要高6月期央票。

1月27日，铁道部成功招标发行了其2011年度第一期超短期融资券。本期债券为铁道部首次发行的超短融品种，发行额为100亿元，期限180天。招标结果显示，本期超短融中标利率为3.92%。交易员表示，在当前资金面整体吃紧的情况下，该利率水平较低。

1月27日，