

2006年11月18日

债券分析师

赵明勋 李拴牢  
0755 - 82026715  
zhaomingxun@cjis.cn

## 准备金率提高影响不大，紧缩预期仍然存在

● 央行行长周小川称，中国货币供应增速在一定程度上高于其应处于的水平，但目前通胀水平仍相当低；中国经济已显示出降温迹象，央行将关注未来几个月的经济指标。央行副行长吴晓灵表示，央行将维持政策的稳定，是否进一步加息将取决于经济形势的发展。不排除再次调高存款准备金率的可能性。

● 10月份，我国居民消费价格(CPI)同比上涨1.4%，涨幅比9月份的1.5%回落0.1个百分点。企业商品价格(CGPI)较上月下降0.2%，较上年同期上升3.8%。这是我国企业商品价格连续走高9个月后，首次年内下降。我国生产资料市场价格温和上涨，环比上涨0.26%。

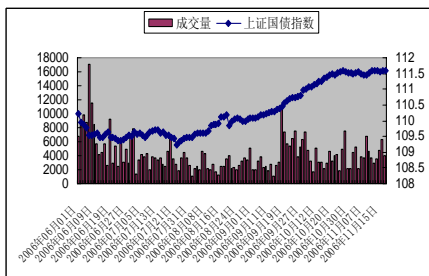
● 全美10月份扣除食品和能源成本的核心PPI数据下降0.9%，不包括食品和能源的核心CPI指数则上升0.1%。物价小幅上涨使美联储对于加息的压力得以释放。

● 货币市场：受央行今年第三次提高存款准备金率0.5个百分点、铁道债发行的影响，回购市场利率快速攀升，周一，7天回购利率达到了3.3418%的水平，创3年来的新高。直至16日，7天回购利率才掉头向下，当日下降了14.56个基点，至3.5374%。

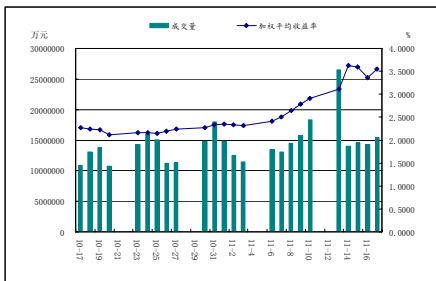
● 债券市场：上证国债高开低走，连续三天阴线，在新的准备金率正式实施后，开始有所上行。周五收于111.60点，仍然较前一周上涨0.01%，表明，经过一周的调整，市场已经消化了准备金率提高的短期影响。

● 我们仍然对于未来债券市场走势持谨慎乐观的态度，操作上建议投资者关注短期品种、浮动利率品种和含权品种，对于有配置需求的投资者而言，则根据需要进行长期投资。

上证国债指数及成交量走势图



银行间回购价量走势图



## 一、宏观经济运行

### 1. 央行：中国经济已显示出降温迹象，但仍不排除再次调高存款准备金率的可能性

中国人民银行行长周小川日前在德国法兰克福称，中国货币供应增速在一定程度上高于其应处于的水平，但目前通胀水平仍相当低；中国经济已显示出降温迹象，央行将关注未来几个月的经济指标。央行副行长吴晓灵表示 不排除再次提高准备金率

中国人民银行副行长吴晓灵昨日在印尼巴厘岛出席印尼央行研讨会时表示，央行将维持政策的稳定，是否进一步加息将取决于经济形势的发展。不排除再次调高存款准备金率的可能性。

### 2. 物价温和上涨

10月份，我国居民消费价格(CPI)同比上涨1.4%，涨幅比9月份的1.5%回落0.1个百分点。从月环比看，当月CPI比9月份上涨0.1%。前10个月累计，CPI同比上涨1.3%。另据中国人民银行昨日公布的最新数据显示，10月份，企业商品价格(CGPI)较上月下降0.2%，较上年同期上升3.8%。这是我国企业商品价格连续走高9个月后，首次年内下降。商务部监测数据显示，10月份，我国生产资料市场价格温和上涨，环比上涨0.26%。

### 3. 美10月物价升幅小于预期

美国劳工部数据显示，全美10月份生产者价格指数(PPI)下降1.6%，与最大降幅历史记录持平。扣除食品和能源成本的核心PPI数据则下降0.9%，为1993年8月以来最大降幅，降幅大于市场预期。居民消费价格指数经季节性因素调整的，10月份CPI连续第二个月下降0.5%；而当月不包括食品和能源的核心CPI指数则上升0.1%。实际数据大幅下滑，表明美国通货膨胀压力消退的速度甚至快于预期，从而也使美联储对于加息的压力得以释放。

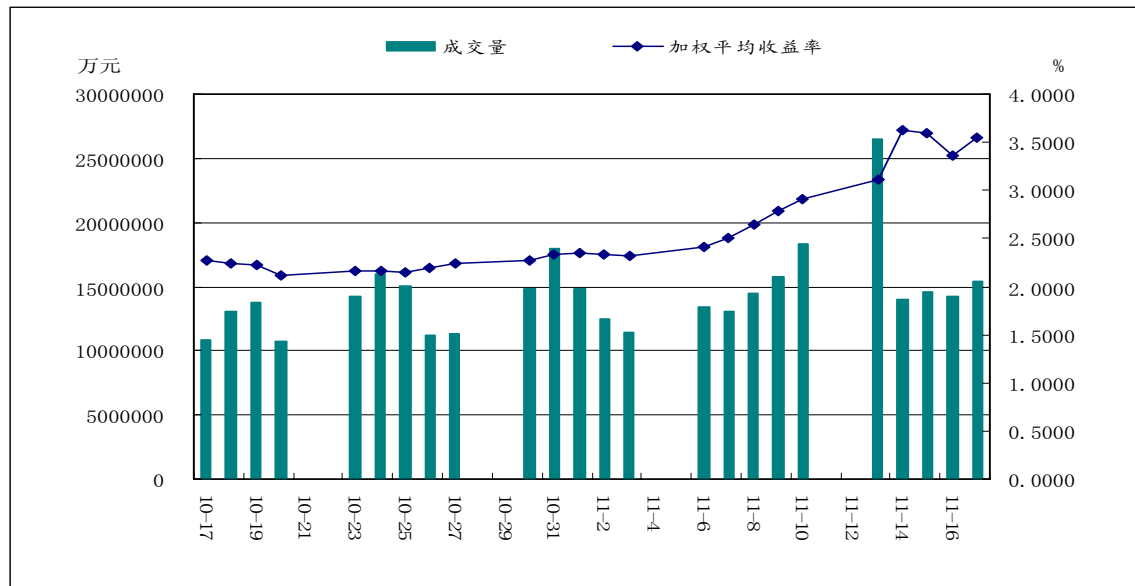
## 二、货币市场

上周，受央行今年第三次提高存款准备金率0.5个百分点、铁道债发行的影响，回购市场利率延续了前周快速攀升的势头，周一，7天回购利率达到了3.3418%的水平，创3年来的新高。上周三，也就是准备金率正式实施的15日当天，银行间回购利率上涨态势终于停下来。全场加权平均利率下跌2.55个基点，1天回购也下跌了8.74个基点，但7天回购仍然上涨了4.73个基点，7天回购利率直至16日才掉头向下，当日下降了14.56个基点，至3.5374%。

为了配合新的准备金率的实施，央行上周公开市场操作缩小了货币回笼力度。上周二央行发行了1年期央票100亿元，利率仍旧维持在2.7855%的水平。上周四，央行发行了30亿元3个月

期央行，利率继续稳定在2.5023%的前期水平。上周央行净投放货币240亿元，以稳定剧烈上升的货币市场利率。

图1 银行间回购量价走势



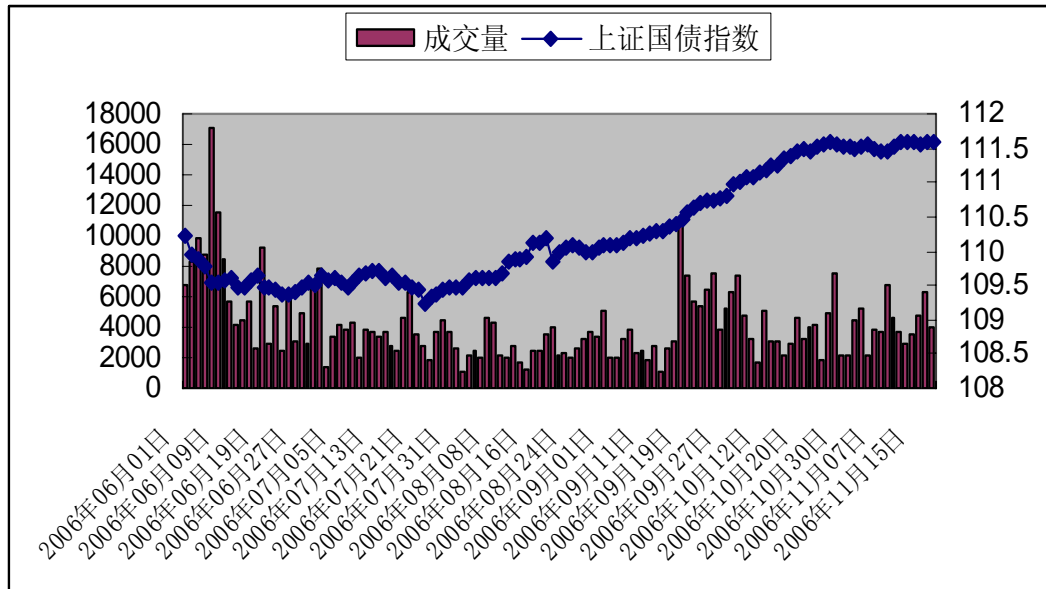
数据来源：北方之星，中投证券研究所

### 三、债券市场

上周，受央行上调存款准备金率影响，债券发行利率较前期上升。13日，财政部发行了15年期国债300亿元，认购倍数仅1.53倍，票面利率为3.27%，超出市场预期7个基点。上周二，进出口行发行的6月期金融债，利率为2.8426%，也高于二级市场收益率水平；上周三，国开行发行了06年第29期7年期金融债200亿元，中标利率3.21%，认购倍数为1.67。17日，农发行5年期金融债中标利率为3.10%。从上周一级市场国债金融债发行认购情况来看，认购倍数较低，中标利率较高，显示市场资金受政策紧缩影响明显。

二级市场，上证国债高开低走，连续三天阴线，在新的准备金率正式实施后，开始有所上行。上周五收于111.60点，仍然较前一周上涨0.01%，表明，经过一周的调整，市场已经消化了准备金率提高的短期影响。由于外贸顺差仍然较高，资金供应充裕的局面难以改变，未来市场有继续上行的动力。银行间国债收益率曲线较上周相比，短端继续上扬，长端基本未变，显示进一步平坦化的趋势。金融债收益率曲线较上周相比几乎没有改变。

图2 上证国债指数数量价走势



数据来源：北方之星，中投证券研究所。

#### 四、市场展望

受存款准备金率上调的影响，货币市场短期利率近期出现的大幅震荡，但是，由于市场资金的基本面受到外汇继续增加的支撑，流动性仍然较充裕。未来，政策紧缩的预期仍然存在，但是，皆是以收缩流动性为主，都会在经历短期市场利率波动之后不久，即被市场消化吸收，因此，市场基本的格局不会改变。因此，我们仍然对于未来债券市场走势持谨慎乐观的态度，操作上建议投资者关注短期品种、浮动利率品种和含权品种，对于有配置需求的投资者而言，则根据需要进行长期投资。

## 免责声明

本报告旨在发给中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的特定客户及其他专业人士，未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料，但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定，客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

本报告仅作提供资料之用，其所包含或表达的一切资料或意见，如有任何变更恕不预先通知。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处，中投证券不承担任何法律责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

地址: 深圳福田区福华三路国际商会中心49楼

主页: <http://www.cjis.cn>

传真: (0755) 82026711

北京

地址: 北京市西城区金融大街(乙)16号华实大厦5层

传真: (010) 66212490-541