hopefuls.cn
乐观财经

财富的盛宴

利率、流动性和资本市场波动

杨 辉 / 著

- 利率是金钱的时间价值！流动性是资本市场的血液！
- 央行升息如何影响我们的投资行为？
  经济、金融市场的变化如何影响生活？
- 流动性泛滥，钱到哪里去了？
  人民币升值，如何影响中国资本市场运行？
- 通货膨胀高企，如何走出经济滞胀的阴影？

中国市场出版社
China Market Press

财富的盛宴

利率、流动性和资本市场波动

杨　辉 / 著

中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目（CIP）数据

财富的盛宴——利率、流动性和资本市场波动/杨辉著.
北京：中国市场出版社，2008.8
ISBN 978-7-5092-0390-3

Ⅰ.财… Ⅱ.杨… Ⅲ.资本市场—研究—中国 Ⅳ.F832·5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 091627 号

书　　名：财富的盛宴——利率、流动性和资本市场波动
著　　者：杨 辉
责任编辑：许 慧
出版发行：中国市场出版社
地　　址：北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼（100837）
电　　话：编辑部（010）68012468 读者服务部（010）68022950
发行部（010）68021338　68020340　68053489
68024335　68033577　68033539
经　　销：新华书店
印　　刷：北京东海印刷有限公司
规　　格：710 × 1030 毫米　1/16　22.50 印张　290 千字
版　　本：2008 年 8 月第 1 版
印　　次：2008 年 8 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5092-0390-3
定　　价：48.00 元

参与经济生活　激发金融潜能

——编者的话

近些年来，国内外不少知名经济学家写了很多普及经济学的书，对于社会公众了解经济知识、理解各种经济现象和经济政策，具有非常有益的启蒙作用。经济学家们努力地用轻松的语言、有趣的事例告诉你身边发生了什么，这种由现实引导出理论的方法对于培养经济系学生或“旁观者”是有效的，然而，现实世界的复杂性远大于书本的理论指导，参与经济生活、投资金融市场应该要求更高，需要理解和掌握的知识更多，干扰分析和判断的噪音也更强。

要想学习如何投资，光有理论和轻松的知识是不够的，当我们必须参与其中时，发现面对漫天的信息和市场的杂音我们无所适从甚至手足无措。毕竟，投资需要扎实的基础，财富的积累不能如空中楼阁或海市蜃楼般虚幻；投资需要我们深入地了解影响市场运行的各种因素，并通过逻辑分析判断各种因素带来的实际效果。

理论是基础，实践出真知。系统而大量地阅读分析研究报告是建立和培养实战能力最快速有效的方式之一，当然，需要有选择的阅读。

而《财富的盛宴——利率、流动性和资本市场波动》正是对大量分析报告取舍之后的结果。

本书作者杨辉先生作为一名资本市场的高级分析和操作人员，近几年来写了大量的分析报告，并进行了成功的投资操作。由于篇幅所限，我们收集的只是作者诸多分析报告中的一部分。希望本书的出版能够为读者带来一些关于投资的基本知识和在投资当中遇到不同问题情况下的资产配置策略。

本书分为三个部分：利率、流动性和资本市场。

第一部分是利率。利率是理解资本市场的基础，关于利率的重要性，可以毫不夸张的说：利率的变动“影响资本市场的回报、左右企业的投资行为、改变投资者的盈利预期”——利率是衡量一切资产价格的工具。第一部分文章介绍和分析利率的定价、如何套利以及影响利率变动的各种宏观经济状况与政策。研究和分析利率的形成机制，可以帮助读者理解资本市场上各种资金的成本与未来的流动方向。

第二部分是流动性。流动性并不特指现金，而是指资产的变现能力。相对于流动性弱的资产，流动性强的资产在定价时需要具有一定的风险溢价。对于投资者而言，流动性往往是其生命线，是专业投资者时刻关心的问题。

通过分析流动性的变动，我们可以得到市场投资者的投资行为变化方向，从而为自己的资产配置提供参考。但是，流动性又是一个看不见摸不着的模糊概念，考察流动性变化需要从几个侧面来把握。首先，需要观察货币当局即中央银行通过政策选择——例如准备金率的

试读结束，需要全本PDF请购买 www.ertongbook.com

调整、央票的发行、特别国债政策等等——对整个国家货币的态度和管理；其次，需要关注那些最有钱机构的资金投向和配置，包括商业银行、政策性银行、保险公司、投资机构、基金等等；最后，要洞察流动性的国际性流动，其中最难管理的是所谓的游资，即通过各种渠道进入国内以分享中国经济高速成长和人民币升值的国际投机资金。

第三部分是资本市场的波动。资本市场波动实际上是对本书前两部分内容的综合运用以及各种影响因素的分析，尤其是对通货膨胀变动的重点关注。本部分文章的分析面比较广，体现了作者知识面广、研究深入的特点。

在本书的编辑过程中，我们与杨辉先生进行了多次的讨论，既有关于本书内容的沟通，也针对当前大家非常关心的人民币升值、热钱、房价、通货膨胀及高通胀期间个人如何更好地管理自己拥有的资产等诸多私人话题进行了探讨，杨辉先生凭借渊博的专业知识和对当前各热点问题的深入研究予以合理的解释，深感受益匪浅！

例如，自 2007 年以来，通货膨胀数据高企，根据现在学术界非常推崇的奥地利学派著名经济学家哈耶克的理论，所有的通货膨胀都是有害的，都将不断地侵蚀个人和社会的财富。只于掌握货币发行权的政府有利，即政府抵制不了大量发行货币的诱惑。例如，美国利用美元的“本位货币”优势大量而无节制地发行美元，造成全世界的流动性泛滥和通胀高企。我们讨论的问题是：在通货膨胀率居高不下、资产估值过高的环境下，个人如何实现财富的增值？分析的结果是：保持资产的流动性或者取得资产的定价权。这有两个方面的解释：一

方面，由于治理通胀的紧缩性政策往往会造成经济增速的回落和资本价格的下滑，因此保持流动性、短期内忍受通货膨胀（无风险收益往往低于通胀水平）可能可以更好地规避经济回落和泡沫崩溃的巨大风险，也可能会更有利于寻求和把握下一轮的投资机会。另一方面，我们寻求把握资产或商品的定价权，通过转移成本等方式享受通货膨胀带来的财富增长，当然，这也同样制造通货膨胀——这里只是局限于分析的范围，实际上取得定价权并不是一件容易的事情，然而，我们可以通过类似的分析得出谁是通货膨胀受益者以及如何在通胀环境下生存的判断。

经作者的同意，我们将书中部分报告的标题作了一定的调整，对书中涉及的金融、经济专业名词和术语，在书后的名词解释中列出，希望有助于读者的阅读。

无疑，编辑出版这么一本书是非常具有挑战性的，一方面，我们必须考虑如何将报告的格式转化为图书的格式；另一方面，还要考虑将报告的学术性语言转换为相对通俗的语言，以便于读者理解。尽管如此，书中还会保留有部分的报告式语气和词语，以尽量保留作者实战色彩的特点。

我们相信，经过以上编辑处理，本书会更易于阅读和理解；同时，我们也相信，真正地读懂这些文章，并且能够理解作者的分析思路，必定能使自己的投资之路更宽、更广。

通往财富之路

——推荐序

2005 年注定了将是载入我国金融史册的一年，也是国民开始分享新一轮财富盛宴的开始。

这一年，中国开始汇率制度改革，人民币开始了持续的升值过程，截至 2008 年 5 月底，累计升值幅度超过 16%；

这一年，债券价格不断攀升，金融市场利率持续走低，1 年期央票利率甚至降到 1.3%这一历史最低水平，货币市场 7 天回购利率也只有 1.1%；

这一年，股票市场摆脱了持续了 4 年之久的熊市，开始了一轮波澜壮阔的牛市行情，上证指数从最低的998点涨到2007年最高的6124点，累计涨幅高达 513%；

这一年，房地产价格开始加速上涨；

这一年，流动性过剩开始成为人们普遍关注的问题；

……

对于资产价格上涨有许多的解释。就股票市场而言，我们认为大致包括以下几方面因素：以全流通为主要特征的股改政策为股市上涨奠定了坚实的制度基础；新一轮经济上涨周期，上市公司盈利能力的增强提升了股票的内在价值；人民币升值以及由此引发的流动性过剩为完成资产价值重估创造了非常有利的市场条件——同样是流动性

过剩，也推动了债券价格不断攀升，导致了银行间市场利率水平不断降低。

由于资产价格变动幅度过大，仅仅从基本面的角度很难解释。考察国外相关国家例如日本、德国等的历史经验，可以发现，本币升值往往是资产价格重估的重要条件。从理论上，本币升值与资产价格上涨往往具有较为密切的内在逻辑关系，即本币升值（预期）——外资大量流入——流动性出现过剩——利率降低——资产价格开始重估——股票、房地产等资本价格大幅攀升。我国正在经历着这一过程。

尽管如此，"天下没有不散的宴席"。我们在分享财富盛宴的同时，也遇到了新的挑战。

人民币升值引发的流动性过剩，不但导致了资产价值的重估，也导致国内需求旺盛，产生了较为严重的通胀问题。自 2007 年中期开始，通胀逐渐成为我国宏观经济中非常突出的矛盾，在 2008 年 2 月，CPI 达到 8.7%，创下了自 1994 年以来的历史新高，之后数月 CPI 尽管小幅回落，但是下降幅度明显低于预期。通胀高企、流动性过剩引发了管理层严厉的宏观调控。自 2006 年以来，中国人民银行连续 7 次上调存贷款利率；同时积极利用数量化工具，连续 17 次上调存款准备金率至当前的 17.5%，在公开市场上大量发行央票，发行特别国债，以达到大规模回笼流动性、降低社会总需求的目的。

如此密集的紧缩政策操作和较高的通胀水平改变了证券市场运行的外在环境，也导致了利率水平的明显上升、股票市场的大幅调整以及房地产价格的高位回落。

分析 2005 年以来的财富聚散故事，我们将发现，流动性变动、货币政策变动以及由此导致的利率变动，是我们理解资本市场变动的重要基础，也是投资者在研判市场变化时不可忽视的重要变量。

本书是杨辉博士根据最近几年的研究成果整理精编而成的，是从市场参与者的视角，为我们提供一个分析利率、流动性以及市场的研

究框架。杨辉博士是我在中央财经大学的学生，他曾在德意志银行、中信证券等国内外著名的投资银行工作过，具有较为深厚的理论基础和丰富的实战经验，目前在中信证券主要负责市场研判和投资策略研究。

纵览全书，我认为本书主要具有以下特点：

1. 理论与实践密切结合。

研究证券市场，仅有经验是不够的，仅有理论而没实践也是不够的，需要的是同时具有丰富的经验和较强的理论功底。只有这样，理论联系实际，才能从宏观层面和理论层面，把握经济和金融运行规律，形成较为准确的判断。本书的许多报告，与一般的研究报告不同，不是就事论事的评述，而是从理论分析的高度，把握金融变量背后的逻辑关系，理论与实践相结合，因此，推导出的结论，往往经得起市场的检验，具有较强的指导意义。例如，2007 年 10 月和 12 月的报告中，通过对收益率曲线特征以及利率面临环境的理论分析，提出了利率存在结构性矛盾的观点，并预测未来升息应该是结构性的，并且是短期大于长期、存款大于贷款，这些判断与 12 月份的升息实践完全一致。在本书中，从理论层面探讨基本的市场问题的案例还有很多，比如，对于基准利率定价的分析具有一定的新意，得到的相关结论也值得关注；从金融学的基本原理出发，从中央银行资产负债表变动的角度研究流动性变动，同样具有较强的说服力。

2. 现实性与前瞻性密切结合。

作为证券公司的策略分析师，研究的前瞻性具有重要意义，只有准确地前瞻性判断，才能为公司和客户创造出现实的财富或规避市场的巨大风险。在本书的许多报告中，我们同样可以发现，在对市场分析的同时，非常强调研究的预判性，很多结论往往不同于当时市场的一般观点，具有较强的前瞻性和独立性。一些重要的判断，例如对 2007 年收益率曲线变动趋势（先陡峭后平坦）、2008 年 1 季度末判断

流动性将趋于紧张，货币市场利率将不断抬升等观点在随后的实践中都得到了印证，彰显出研究的重大意义。

3. 市场研判与投资策略密切结合。

策略分析师主要的任务是通过市场研判提供投资建议。在本书中，通过理论梳理和前瞻性的判断，报告提供的建议具有较强的针对性。例如 2007 年 4 季度建议购买长期债券、2008 年建议购买浮动债、2008 年 1 季度末提示长期债券的投资风险等，都取得了较好的实际效果和收益。

总之，本书充分地体现出作者分析逻辑严密、数据丰富、思考独立等特征，许多结论具有较强的理论意义、政策意义和实战意义。

我相信作者的很多真知灼见对广大读者来说，具有很强的启迪作用。因此，我很高兴向大家推荐本书。

贺　强

中央财经大学证券期货研究所所长

中央财经大学金融学院博士生导师、教授

2008 年 6 月 15 日

试读结束，需要全本PDF请购买 www.ertongbook.com

自　序

对于一般公众而言，关注资本市场更多的是在关注股票市场，实际上，资本市场的内容是非常丰富的，除了股票市场外，债券市场同样是国内资本市场的重要组成部分。在许多发达国家，债券市场规模往往大于股票市场，同时，债券衍生产品更加丰富（包括利率互换、利率期货、利率期权等衍生工具），交易更加活跃，债券市场发展的深度和广度都超过了股票市场。

目前我国债券市场规模已经从 1997 年的 4780 亿元增长到 2008 年 4 月的 13.74 万亿元；各大实力机构广泛参与其中，除了本土的商业银行、保险公司、证券公司、基金等机构外，外资银行、对冲基金等机构也通过香港市场的 NDIRS（不交收的人民币利率互换）参与到我国利率产品的交易中。

债券市场的发展，为广大的投资者提供了更多的选择机会，从 2008 年 1 季度的投资表现来看，债券基金的投资收益率明显好于股票基金，这使许多投资者开始关注债券市场。

关注债券市场，不但是由于债券本身的投资价值，更是由于股票市场与债券市场往往具有“跷跷板”的效应。这种效应主要是由于尽管两个市场都是反映宏观经济的“晴雨表”，但是预期的内容是不同的。简单来说，在经济景气时期，股票市场表现一般好于债券市场；

在经济萧条和衰退时期，债券市场的表现往往要好于股票市场。

同时，资本市场本身是开放、互动的，许多投资者同时参与股票市场与债券市场，因此从资金在两市场之间的流动中，我们可以推断市场的变化。比如说，自 2007 年 4 季度到 2008 年 1 季度，许多原来的股票类机构例如证券公司理财产品、QFII、基金等机构已经开始逐渐减仓并进入债券市场，债券市场发挥了重要的避险职能。同样，在 2006—2007 年大多数时间内，上述机构大幅减少对债券的投资，也反映了他们对股票市场的强烈看多态度。因此，从这些机构的行为中，我们可以推断其对市场的判断。

股票市场与债券市场的相关性，除了体现在投资者行为外，还有一个重要的关系，即由于国债利率作为无风险利率，往往是证券定价的重要变量，在国外，许多分析师习惯通过比较长期国债与市盈率的关系来评估股票的投资价值，例如假设国债利率为 4%，这就意味着股票市场的市盈率在 25 倍（国债利率的倒数）以下才可能是比较合理的。因此，债券市场利率变动也为股票市场定价提供了重要的依据。

关注债券市场，还由于债券市场是政策操作的重要平台。在现代经济中，货币政策和财政政策往往是最重要的政策工具，而两者的一个重要的结合点就是债券市场。对于货币政策来说，中央银行往往会通过公开市场操作，买入或卖出债券（在我国主要是央票），引导市场流动性以及利率变化，因此在债券市场，我们可以更直观地观察到央行的行为变化，更直接地判断其政策取向以及对市场的影响。2007 年以来，由于货币政策变化较大，股票市场分析师明显加大了对公开市场操作的关注，也加大了对央票利率走势的关注，表明债券市场对股票市场的影响力在提升。

作为证券分析师，我们在日常研究中主要是研究央行政策变动、市场流动性变化以及利率可能的动向等，并在此基础上进一步提供具体的债券投资操作建议。应该说，作为主要研究债券市场的证券分析

师，我们不同于一般的宏观经济分析师，尽管我们也会非常关注宏观经济变化；也不同于行业分析师，不需要对各行业进行特别细致的研究。因此，我们的研究定位似乎是介于宏观与微观之间的中观研究，因此研究视角与其他分析师也是有所区别的。

本书中的报告记录了我们过去几年对资本市场尤其是债券市场的研究心路。在过去几年，尤其是汇改以来，我国金融市场面临的环境更为复杂，宏观经济走势尤其是通货膨胀已经成为各方关注的重点，通货膨胀将如何影响资本市场；流动性过剩以及流动性分布情况是影响证券市场波动的重要变量，连续两年多的紧缩货币政策对证券市场到底产生了怎样的影响；金融市场创新是近年来市场的一个亮点，针对创新如何理解和运用等，都是投资者关注的重点。针对上述问题，我们进行了相关研究，其中一些报告曾在《中国证券报》、《金融时报》、《中国货币市场》、《中国债券》等报刊上发表过。回顾过去的报告，我们为一些小小的成就感到欣慰，例如我们在 2006 年 1 月份准确地预期了 3 月份央行将采取从紧的货币政策，会提高准备金率；在 2007 年 10 月预测到了未来利率政策变动可能呈现非对称的结构性特征；同时 2007 年对收益率曲线先陡峭、后平坦的变动特征也把握得较为准确。同时，我们更多的是发现自己对未来世界的无知，这种无知和困惑导致我们的一些判断出现了重大错误，这最为明显地体现在我们对通胀变动的判断上。当然，也正是对未来世界的敬畏和好奇，成为我们进一步努力研究的动力。

在此我要感谢中信证券的领导，尤其是德地立人先生、黄卫东先生和陈剑平先生，他们对宏观经济和证券市场发展的前瞻性分析以及对业务发展的运筹把握，令我非常敬佩，对债券分析师的准确定位和严格要求，则为我们静心研究提供了良好的平台和宽松的环境。同时，我要感谢高占军博士，与高博士的交流与讨论，深化了我对一些问题的理解；感谢韩冬博士和胡航宇先生，不但是由于一些报告是我与他

们合作的结果，更多的是在研究中，他们在基础数据的采集和处理中花费了大量的时间和精力。此外，我要感谢公司其他同事和朋友，他们的支持与帮助对我们的研究也是极大的推动力。

在研究中，我们与大量的客户包括基金经理、保险公司投资经理以及商业银行交易员等进行了广泛的交流，这些交流和争论促使我不断完善逻辑，同时，他们的许多见解和思考也使我受益良多，在此表示感谢。

我还要感谢乐观财经的吾伟烈先生，是他的热心提议和出色工作，使得我们有机会将研究成果结集成册。吾先生在工作中表现出的敬业、负责精神也令我钦佩。

最后，我特别感谢的是中央财经大学证券期货研究所所长、博士生导师贺强教授，贺教授在百忙之中欣然为本书作序，并给予了很高的评价，使我倍受鼓舞。

对于研究报告的出版，我们既高兴又诚惶诚恐。尽管对每份报告的写作，我们都是用心完成的，但是回头来看，许多想法仍是粗浅的，这一方面需要我们在未来研究中不断完善，同时，更希望得到各方面的批评与建议，这种交流将促使我们未来的研究与思考更加严谨和深入。

是为序。

杨 辉

2008 年 7 月 30 日

目　录

编者的话　I

推荐序　I

自　序　I

第一部分 利率

利率——金钱的时间价值。利率上升或下跌，会改变居民和企业等微观主体行为选择，进而明显地影响经济运行，也会直接影响资本市场的表现，反映到资本市场会直接造成股票和债券价格变化。同时，基准利率作为资本定价和重要的货币政策工具，也是现代央行所倚重的，因此，利率变动值得关注及持续追踪。

引言　3

宏观经济运行中利率面临三重困境　5

困境之一：存款的利率敏感性上升是否是一种假象？　5

困境之二：利率变动与货币供应量之间的关系？　11

困境之三：利率上升，是否会增加套利交易？　14

针对困境，我们的看法　16

利率结构性矛盾与投资机会 21

宏观经济与政策背景 21

结构性矛盾是当前利率形态存在的主要矛盾 24

政策变动和债市研判 33

加息、市场分割与收益率曲线结构 37

我国债券收益率波动特征分析 37

市场分割对未来收益率变动的影响 40

对未来收益率曲线结构的判断 43

国债与金融债利差关系 45

利差的决定因素 45

考量利差需要宽视野 47

套利工具（Ⅰ）：利率互换定价 49

影响互换利差的主要因素 49

我国利率互换发展情况 50

对我国互换利差影响因素的实证分析 52

结论与判断 65

套利工具（Ⅱ）：利率互换运用 67

利率互换简介 67

人民币互换管理规程 69

利率互换交易的风险控制制度 73

利率互换交易运用 76

试读结束，需要全本PDF请购买 www.ertongbook.com