

美联储议息再成市场关注焦点

# 美元中期或有望转强

□本报记者 王辉 上海报道

本周美联储将召开为期两天的议息会议,并将于北京时间本周四 4月26日)凌晨宣布利率决议和发表货币政策声明。在近期欧债危机再度显现恶化迹象、QE3预期再起等因素导致全球金融形势再度陷入错综复杂的背景下,本次美联储的议息会议再度成为本周金融市场的关注焦点。分析人士指出,尽管前期美国就业增长数据有所疲弱,但美国经济复苏日趋稳健的势头已经较为强劲,如果QE3预期落空或美联储对于政策进一步宽松做出谨慎表态,美元或将可能出现趋势性走强。

QE3迷雾或将明朗

当前美联储正在执行的货币政策细节显示,美联储的“扭

转操作”——将4000亿美元短期国债换长期国债的措施,即将于今年6月份结束。与此同时,美联储在今年1月末的议息会议上再度将此前承诺的“极低利率水平”保持到2014年年末。而另一方面,此前美联储公布的会议纪要则显示,FOMC成员3月货币政策会议上宣布上调美国经济增长估,只有在经济扩张失去动能,或通胀率长期低于2%目标时,才有必要实施QE3。

值得注意的是,3月下旬以来,美联储主席伯南克在其首次公开课及其后的多次会议上,依然没有排除进一步放宽货币政策宽松空间的可能,这也被许多市场人士理解为QE3的选项未从美联储政策工具箱中剔除。在此背景下,市场人士普遍预期,此次美联储议息会议将或多或少地给予

美元中期走向以方向性指引。

而根据此间观察人士普遍预期,在排除美国经济再次出现恶化的背景下,当前美联储继续释放QE3的理由更多依赖于就业形势的变化以及美国核心通胀率的走向。一方面,仅从美国近期一度较为疲弱的就业数据并不能促使美联储拿出第三轮量化宽松的决心;另一方面,在去年四季度和今年一季度高油价的压力下,美国通胀率并未出现长期低于2%的状况,美联储进一步“印钞”显然将受到该方面的巨大掣肘。

市场人士普遍预期,本次议息会议上美联储推出新一轮资产购买计划的可能性不高,而更多将会集中在对未来中场货币政策走向上的政策表态。一旦QE3得到美联储较明确的中立或偏否定的表态,将可能带动美元出现上涨。

强势美元基础渐扎实

自美联储2012年首次议息会议做出延长“极低利率水平”到2014年年末的承诺以来,美国主要工业产出、劳动力市场、零售销售和消费者信心持续增长,仅在近几周出现就业改善不甚明显的状况。而美联储拿出第三轮量化宽松的背景下,一些市场人士对于美元中期走强的预期已较为强烈。

新加坡华侨银行外汇分析师谢栋铭表示,在近期西班牙国债发售持续传来不利消息的背景下,欧元兑美元汇率虽然未出现大幅下跌,但这并不表明欧元的内在基础出现实质性改善,欧元中短期内预

计仍将继续向下寻底。而与此同时,从市场走势来说,近几周美国多次较差的失业率数据对美元指数带来的负面影响也极为短暂,这也从另一个侧面揭示出市场对于美元较高的认可度。

根据经济发展与合作组织(OECD)日前公布的一项基于商品以及服务价格编制的指数显示,美元在经历了自2010年5月以来长达近两年的贬值之后,已经成为了G10货币中唯一的市值比欧元更低估的币种,其市值相比欧元有5.6%的低估幅度。与此同时,OECD的数据同时显示,美元相对日元以及加元的市值低估幅度更是分别高达了31%和24%。一些分析人士就此指出,一旦美元部分或完全消除投资者对其进一步宽松的政策隐忧,美元中期转强或将有望逐步成为现实。

# 风险厌恶情绪推涨美元

周一,日本内阁府公布的数据显示,日本2月领先指标修正值月率上升1.7%至96.3,此前初值为月率上升2.1%至96.6。数据还显示,日本2月同步指标修正值月率上升0.9%至95.0,初值上升1.0%至93.7。此外,2月滞后指标修正值月率上升2.5%至86.3,高于初值85.6。日本数据虽然暗示日本央行周内继续放宽货币政策的可能性较高,但仍阻挡不了日元在风险面前的魅力,美元兑日元一路下跌至10日均线上方。

澳大利亚统计局公布的数据显示,澳大利亚第一季度PPI下降0.3%,年率上升1.4%,二者均不及预期值和前值。澳大利亚第一季度生产者物价指数季率和年率低

缓解,进一步巩固澳洲联储5月降息的预期。

市场研究机构Markit与德国联邦采购物流协会发布的调查显示,德国4月Markit/BME制造业采购经理人指数初值46.3,分别低于预期值和前值,并创2009年7月以来最大跌幅。数据还显示,服务业采购经理人指数初值52.6,预期52.4,前值52.1;综合采购经理人指数初值50.9,前值51.4。数据公布后,欧元兑美元一路下跌至1.3040附近。

法国统计局周一最新公布的数据显示,法国4月商业信心指数下滑,但符合预期。数据显示,法国4月INSEE商业信心指数从3月的96.0下滑至95.0,和预期水平一致,但依然低于100.0的长期平均

水平。INSEE在报告中表示,鉴于商业领袖的个人生产前景较前月大幅下滑,未来几个月商业活动料不会很活跃。

稍微建立起来的市场信心轻易被德法经济数据“告沉”,而美联储,日本央行等将陆续在周内议息,在新一轮的议息会议中,各国央行/联储对经济前景的描述和看法仍旧是市场的焦点。类似美联储对量化宽松政策的描述,日本对进一步放宽货币政策决定等有放大市场恐慌情绪的“功效”,风险资产的前景仍旧充满众多变数。

至周一17:25,美元指数79.45附近,澳元兑美元交投于1.0286附近,欧元兑美元交投于1.3151附近。

# 新兴经济体降息强化美元转折趋势

□兴业银行 蒋舒

近期,新兴经济体掀起一波降息潮引发了市场的高度关注。美元自2011年9月以来波段性走强,使得新兴经济体面临的通胀压力迅速缓和,给了新兴经济体在面对不确定的全球经济增长前景时施展降息政策的空间。反过来,“降息潮”又会降低市场对于新兴经济体收益的预期,进而通过国际资本流动强化美元企稳和走强的态势。

通胀缓解 抱团降息

截至目前,2012年以来已经有巴西、印度、俄罗斯、越南和菲律宾等新兴经济体相继降息。而上述“抱团”降息的情形为市场所热议。有些评论认为,这是新兴经济体担忧全球经济黯淡而采取的经济刺激举措,有些分析指出,降息是为了遏制新兴经济体货币过度升值的势头。

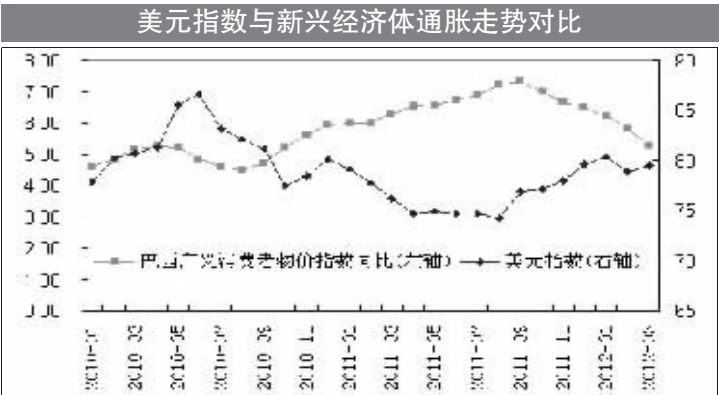
笔者则认为,新兴经济体纷纷降息主要是拜美元走强而导致的通胀压力下滑所赐。

众所周知,自从次贷危机以来,因为两轮量化宽松货币政策的刺激,美元计价的大宗商品价格迎来了一个“先增长动力”的牛市。商品牛市由货币金融因素引发,却给

大多数新兴经济体带来了实实在在的输入性通胀压力。于是,在美国推行量化宽松政策导致美元节节下滑的同时,新兴经济体们不得不纷纷施展出“加息+升值”的组合拳来抵消输入性通胀压力。

如果我们正视全球经济一体化的现实,那么应该看到新兴经济体在欧美日萎靡不振的大背景下,同样对于自身经济增长前景忧心忡忡或者深感不安。之所以新兴经济体无法像欧美那样实施超低利率,实在是受到通胀压力不断抬升的掣肘。因此,在次贷危机以后新兴经济体纷纷加息,事实上只是对全球央行美联储放水政策的被动回应。

如果审视目前抱团降息的巴西、印度、俄罗斯、越南和菲律宾等新兴经济体的通胀走势,我们会发现一个有趣的现象:尽管这些经济体启动降息的进程不一,但是它们的通胀水平都在2011年9-10月份间从局部高点回落。连通胀问题特别突出的越南也不例外。而新兴经济体通胀几乎在同一时点的转折,恰好与当时欧债危机恶化下美元的走强趋势相吻合。不难发现,2011年9月以来的美元波段的走强已经使得新兴经济体面临的通胀压力迅速缓和,这才给了新兴经济体在面对不确定的全球经济增长



前景时,施展降息政策的空间。

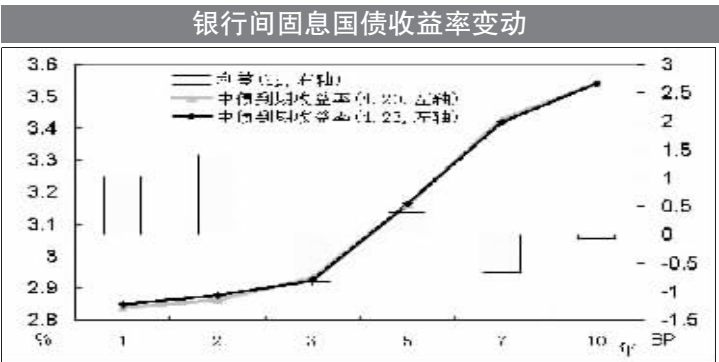
新兴经济体吸引力弱化

次贷危机以来,国际市场上普遍流行着“向新兴经济体进军”的口号,其主要的依据是欧美与新兴经济体经济前景的差异以及新兴经济体更高收益回报的魅力。但是,随着摆脱通胀压力负担的新兴经济体纷纷降息,无论从经济增长还是利差的角度来解读,向新兴经济体进军的吸引力都有所下降。

眼下,在全球经济前景和美元汇率都处于不上不下的微妙状态,这将使得新兴经济体在近期采取更多的货币放松政策。一方面,虽然美国失业率逐步小幅下降,但是8.2%的高水平依然不能称之为经济复苏的标志,而且欧债危机虽然

有所缓和但是阴影犹在,新兴经济体仍会倾向于以宽松货币政策去应对可能的国际市场冲击。另一方面,美元因为欧债危机而波段走强,而目前又因为量化宽松3预期的减弱而颓势不再,这也为新兴经济体的降息提供了操作空间。

新兴经济体的“降息潮”由于美元走强而引发,反过来又通过降低市场对于新兴经济体收益的预期,强化了美元企稳和走强的态势。汇率市场的投资者将会发现,许多新兴经济体的货币当局并不认为次贷危机后的加息之举是自身信心满满的体现,而是遏制通胀的组合拳之一。因此,享受次贷危机后新兴经济体高收益的时代正在逐渐落幕,从国际资本流动角度看美元的动力正在消失。



[4.47%,4.52%]水平;剩余期限为4.55年的11五矿MTN1(AAA)市场双边报价在[4.75%,4.80%],较前一交易日持平。

近期债市资金面表现平稳,未来基本面仍然向好。一级市场MTN1(AAA)市场双边报价维稳在

■ 债市策略汇

利率产品

招商银行:短期难以有效打破震荡格局

上周央行人士讲话刺激了市场宽松预期,但债券收益率维持震荡,表明目前投资机构对未来债市走势依然信心不足。症结主要存在于两方面:一是国开债供给对长端的冲击难以有效避免,加上市场对未来经济及通胀走势存在分歧,投资者对利率品种普遍采取回避态度;二是政策放松预期强烈虽然利于利率品种,但也带来了风险偏

瑞银证券:政策性金融债配置价值有所提升

近期,政策性金融债相对于国债的利差持续扩大,主要原因在于供给压力。就政策性金融债的投资价值而言,近期的利差扩大显著提高了政策性金融债的配置价值。就交易价值而言,由于未来整体利率市场供给压力较大,且利率市场整体基本面环境仍相对中性,短期内尚难以见到利差大幅收窄的机会。对于开行

好的回升,导致利率品种在政策放松预期强烈的情况下,反而反应平静。我们判断,即便降准,对债市的影响也有限。短端收益率难以通过资金面的持续放宽来打开下行空间,在银行资金成本无法有效下行的情况下,短端收益率难以有较大的下行幅度,而短期内经济基本难以有较大的起色也限制了中

端收益率的反弹。

债,我们也持类似的观点,即配置价值有所提高,但是交易价值仍然较低。虽然我们仍认为定存浮息债相对于固定利率债券品种有一定的相对价值优势,但是由于国开行是定存浮息债的主要发行机构,其近期利差扩大的趋势亦会拖累浮息债表现,导致定存浮息债报价利差的扩大,因此建议交易资金暂时回避该品种。

信用产品

中金公司:非城投企业债价值洼地显现

近期3年期AA+和AA级中票受到银行理财的追捧,AA+品种收益率已经降至5%的目标水平,进一步下降的空间不大,AA级还有20bp左右的利差保护空间,可以继续增持。值得注意的是,非超AAA的非城投企业债收益率仍显著高于中票,而目前中票收益率下行空间有限,该类品种的交易价值有所提高,建议关注AA评级以上、实际资质与中票可比的非城投企业债。上周尽管10

年期国开债收益率出现显著上升,但10年期国债的发行利率略低于二级市场水平,显示超AAA企业债5%的收益率能够得到配置型机构的认可。国开债发行利率的走高主要反映的是其自身供需矛盾的问题,而且考虑到国开行较大的城投平台贷款比例,与超AAA品种的利差收窄也很正常,我们认为长期限超AAA企业债受此影响收益率显著上行的风险并不大。

海通证券:低评级品种行情仍将延续

低评级品种行情仍将延续,但分化加剧。山东海龙按期兑付,将会加强市场对于发债企业背景的偏好,即较民营企业而言,市场给予同评级国有背景信用债的溢价水平将有抬升。国资背景低评级品种短期仍将会是市场热点。

考虑到中低评级信用债收益率通常以同期贷款基准利率为上轨,总体来看,目前AA及以上多数品种收益率与贷款的倒挂现象已经消失,考虑评级高估因素的影响,目前AA-品种收益率至少仍有50BP的下行空间。

可转债

东方证券:波段操作难度大 优选个股

近半年以来转债的波动区间明显收窄,主要受到大盘区间震荡、转债股弹性不足以及部分转债溢价率较高的影响,这增加了波段操作的难度,持有转债的收益也并不突出。接下来这种状况要显著改善有一定难度,可优选个券,继续持有股性较强、且安全边际较高的

估值水平仍处在低位,是攻守兼备的品种,可继续持有。中石化近期调整幅度较大以及石化转债二期的发行都对石化转债的价格有一定支撑,接下来上涨主要受正股推动。三大企业转债今年业绩都可能有一定改善,但目前企业转债溢价率稍高,这可能限制接下来的表现。小盘转债中巨轮、恒丰近期涨幅较大,暂不建议追涨。

国泰君安:继续坚守低估值

从基本面来看,权益市场走强仍有支撑:其一,3月国有企业收入增速、利润增速分别较1-2月上升16.2%、7.8%,因国有企业收入、利润占工业企业总数的约六成,因此企业特别是上市公司利润同比增速的底部或正在出现。其二,通胀趋于回落,4月

CPI甚至可能低于3.5%的预期。考虑到近期正股超涨压低转债估值,大盘转债估值修复空间再度打开,预计非银行大盘、工行转债转股溢价率有望上探5%、3%,中行转债到期收益率将下探至3%左右,建议继续坚守低估值。(张勤峰 整理)

■ 新债定位 | New Bonds

12进出06			预测中标区间【4.20%,4.33%】		
债券期限	10年	招标数量	150亿,可追加50亿	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	荷兰式	招标时间	4月24日
缴款日	4月26日	上市日	5月3日	手续费率	0.15%

第一创业:上周10年期国开债发行利率明显走高。从供求角度来看,需求不足成为国开债发行的关键问题。短期内,这个问题难以明显解决,因此国开债发行利率还有可能继续走高,非国开债也会受此带动。预计本期债券中标利率在4.20%—4.25%之间。

国海证券:4月20日,10年期金融债收益率曲线显示为4.44%,高于历史平均水平约53bp,具备较好的配置价值。由于前期10年期国开债发行较多,供

给冲击已经在收益率上有所反应。参考其它期限非国开债比国开债低10BP左右,预计本期债券中标利率区间为4.28%—4.33%。

中银国际:本期金融债为今年以来首次10年期非国开金融债招标,估计中标利率将明显低于国开债收益率。考虑到机构对长期金融债的需求情况,预计本期债券中标利率将在4.25%附近。建议积极的投资者在4.22%—4.25%投标,相对保守的投资者在4.26%—4.29%投标。(张勤峰 整理)

## 中电投集团今发40亿超短融券

公告显示,中国电力投资集团公司将于4月24日发行其2012年度第一期超短期融资券。

本期超短融券期限180天,发行金额40亿元,将由联席主承销商组织承销团,通过簿记建档、集中配售的方式进行银行间市场公开发行。本期超短融券按面值平价发行,采用固定利率形式,发行利率由簿记建档程序确定。光大银行和建设银行担任此次发行联席主承销商,其中光大银行为簿记管理人。

时间安排上,簿记建档日为4月24日,缴款日和起息日为4月25日,4月26日起上市流通,2012年10月22日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。

本期超短融券无担保。中诚信国际信用评级有限责任公司给予发行人的主体信用评级为AAA。本期超短融券所募集资金将用于偿还公司本部银行贷款,降低银行贷款规模,提高直接融资比例,改善并优化融资结构。(张勤峰)