

# 人民币汇率有望重回强势区间

## 美元难言反转

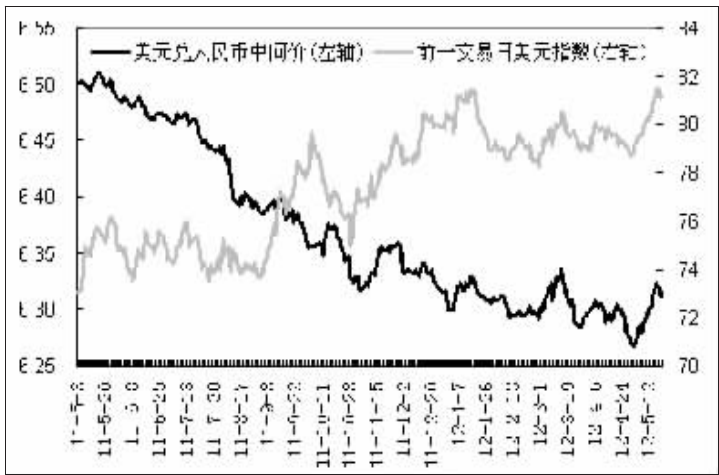
□本报记者 王辉 上海报道

上周五,美元指数自四个多月高点附近冲高回落。本周一,人民币汇率迅速给出灵敏反映,美元对人民币汇率中间价较上周五大幅下滑93个基点。分析人士表示,尽管美元指数5月以来节节攀升已涨至81点一线水平,但断言美元就此中期反转仍为时尚早。在国际油价近期大幅重挫、QE3第三轮量化宽松)并未出现最终答案、美国经济指标未来仍可能“阴晴不定”的背景下,美元长期走强的基础仍不稳固。如果后期美元指数重新陷入宽幅震荡,人民币汇率就有望重回6.30以下的强势区间。

### 美元走强尚缺基本面支撑

中国外汇交易中心公布,2012年5月21日银行间外汇市场美元对人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3116元。该中间价较前一交易日的6.3209大幅滑落93个基点,再次定位在较接近6.30的汇率水平。而值得注意的是,推动周一人民币汇率大幅反

人民币汇率与前一交易日美元指数走势对比



弹的关键原因,仍来自于上周五美元指数的高位回落。在周五国际外汇市场上,美元指数自81.75点的近4个多月高点附近滑落,收盘报81.08点,全日下跌0.53%。

5月以来,受欧债危机再度发酵推动,美元指数节节攀升,上周已涨至81点一线水平。不过,最终决定美元长期走势的还是美国经济基本面和美联储货币政策取向。

上周,美国相关政府部门的多项经济数据喜忧参半,一改前期经济指标持续表现强劲的状况。其中,美国4月房屋开工年化月升2.6%,远超预期,成为美国房地产复苏的初步迹象;而另一方面,费城联储发布的报告则显示,5月份该行辖区内制造业的商业景气程度意外下降,就业形势也有所恶化。美国3月工厂订单则由初值按月跌1.5%创3年来

最大跌幅,进一步向下修订为按月跌下降1.9%,显示美国首季经济复苏势头或未如预期般强劲。分析人士指出,虽然市场对于美国经济陷入衰退的担忧已经基本消散,但中长期来看,美国经济复苏的步伐依然可能面临“阴时晴”的考验。新加坡华侨银行外汇分析师谢栋铭则指出,上周四美联储公布了4月货币政策备忘录之后,市场对美联储重新推出量化宽松政策预期再次上升。还有一些市场观点认为,美联储在4月议息会议上开始将讨论话题转移到欧债危机和美国财政预算等外部风险因素上,而不再是把注意力仅仅集中在经济增速与通胀等方面的指标上,这意味着货币进一步宽松的可能性已明显超过了此前。

综合来看,美元指数近期的持续上涨能否长期延续还有待观察。

### 人民币或延续强势震荡

自5月上旬以来,受美元指数持续上涨、人民币汇率中间价不断走软等因素影响,海外投资者

对于人民币远期汇率就开始出现较明显的贬值预期。对此,上海一大行外汇交易员指出,如同2011年年末海外无本金交割远期外汇(NDF)市场看贬人民币汇率一样,预计此次境外人民币远期汇率与境内人民币即期汇率的倒挂,最终仍会以“海外跟随境内”为终结。

该市场人士认为,从前期人民币在汇率弹性放大之后的宽幅震荡态势来看,人民币汇率至少可以延续在6.30一线宽幅波动的态势。进一步地考虑到美元长期走强的基础仍不稳固,如果美元出现回调,人民币汇率将有望重回6.30以下的强势区间,并可能保持在6.20至6.30区间宽幅波动,前期创出的6.2670汇改高点也很可能被再次改写。

渣打银行最新发布的一份关于人民币汇率的研究报告认为,2012年初以来中国境内即期市场的企业结售汇数据表明,进出口企业的结售汇行为正在回归正常。这或许表明,在人民币汇率2011年9、10月份的动荡之后,企业仍然有一定升值预期。

## 欧债恐慌情绪对美元刺激有限

□兴业银行 蒋舒

近两周以来,汇率市场、股票市场和商品市场对于欧债担忧反应强烈,但是欧洲银行间市场美元流动性并没有明显收紧,相反,美元3个月LIBOT-OIS利差已经回落到30个基点以下,说明目前的欧债危机尚未真正令欧洲金融体系“伤筋动骨”。这意味着,目前依赖恐慌情绪推升的美元走强不会如同2008年雷曼倒闭之后一样成为一个中期趋势,美元出现“V”型趋势反转的可能性较低。

自从年初欧债危机稍有缓和后,欧债再起的梦魇一直困扰着市场。终于,希腊和法国政局的变化再次挑战了市场脆弱的神经,美元汇率在最近两周内持续走高,丝毫不受“胀多必跌”等常规技术指标的影响,也带动美元计价的各类大宗商品价格纷纷下落。

如此的情形令不少投资者回想起2008年相似的一幕:在次贷危机的最高潮,雷曼的倒闭使得美元持续走高而令大宗商品价格重挫。在不少投资者看来,一旦希腊退出欧元区,其对于金融市场的冲击力将远远胜过雷曼的破产。

于是,目前汇率市场的主线就是欧债危机的进展。然而,一触及欧债危机这个多学科课题,不少投资者便无所适从。要使习惯于关注经济变量的投资者一夜之间变成老练的欧元区政治观察家,能够从欧盟、法国和希腊等错综复杂的政局中看出欧元的前程,实在是一桩不可能完成的任务。结果,投资者其实还是顺着自己的直觉或者干脆任由恐慌心理引导,所谓“研究分析”过程变成了一个空壳。

其实,在各种新闻报道之外,金融市场本身提供了监测欧债危

机温度的指标:体现欧洲银行间市场美元流动性松紧的指标——美元3个月LIBOT-OIS利差。该利差在2008年的雷曼倒闭危机、2010年的第一轮欧债危机和本轮欧债危机中,都十分敏感地体现了市场恐慌情绪的强弱。毕竟,欧债危机对于全球经济能够造成多大的冲击,取决于欧洲银行体系受到欧债危机波及的程度。

数据显示,自从去年9月份欧债危机再度恶化以来,美元3个月LIBOT-OIS利差直线攀升,从之前的10-15个基点蹿升到50个基点左右,然后随着年初希腊危机的缓和以及欧洲救助措施的加强,该利差回落到31-33个基点左右。近两周以来,汇率市场、股票市场 and 商品市场对于欧债担忧反应强烈,但是欧洲银行间市场美元流动性并没有明显收紧,相反,美元3个月LIBOT-OIS利差已经回落到

30个基点以下,说明目前的欧债危机仍停留在“风声鹤唳”的心理层面,尚未真正令欧洲金融体系“伤筋动骨”。这意味着,目前依赖恐慌情绪推升的美元走强不会如同2008年雷曼倒闭之后一样成为一个中期的趋势,美元出现“V”型趋势反转的可能性较低。

站在美国经济的角度,虽然近期量化宽松3的预期降温,但是8%以上的高水平失业率为近20年来美国所罕见。虽然不少学术研究指出,随着全球化和新技术的冲击,美国的自然失业率水平正在抬升,然而一般大众仍然会以最近20年来的经验来判断经济是否复苏,那就是8%以上的失业率依然高得离谱,经济尚未获得坚实的复苏动力。因此,市场对于量化宽松3的预期在眼下依然是多空各半,这也意味着,目前美元汇率出现趋势性反转的可能性较低。

### ■ 外汇市场日报

## 美元高位回调 欧系货币难言回暖

□天利恒丰 丁勇恒

周一亚太交易时段,受上周六八国集团峰会(G8)传出的利好消息影响,风险情绪稍稍好转,风险资产呈震荡小涨态势。但至欧洲早盘,欧股开盘下跌则令这一好转“化为乌有”。

在美国马里兰州戴维营闭幕的G8峰会上,峰会成员就欧元区债务危机的解决方案达成重要进展,会后声明强调希腊必须留在欧元区,同时就欧元区下一步刺激经济计划达成初步一致。G8峰会声明在一定程度上提振了市场信心,风险资产一时风光无限。

瑞士联邦统计局(SFSO) 21日

公布的统计数据显示,瑞士第二季度消费者信心指数意外好转,但仍处于悲观状态。瑞士第二季度消费者信心指数为负8.0,预期为负20.0,前值为负19.0。借助利好数据,美元兑瑞郎一度回升至10日均线上方。

英国网络房地产代理商Rightmove周一公布的数据显示,5月Rightmove平均房屋要价指数月率持平,前值上升2.9%;年率上升2.0%,前值上升3.4%。数据暗示英国5月房屋要价指数涨幅略有放缓,英国房产市场传统旺季或提前进入温和期,房产市场热度有所降温。数据进一步反映了英国经济仍然面临强大的压力。这引发了市场对进一步扩大量化宽松(QE)的预

期升温,周三公布的英国央行5月货币政策会议纪要若证实或倾向于于此,将利空英镑。

欧元兑美元的上涨则是自上周五亚盘尾盘开始,欧美汇价自近33个月低点附近开始发力,借助涨势,汇价全上破五月以来到下跌通道。受其影响,美元指数自81.75附近开始下跌。此位置为2010年9月份来高点附近),市场一触即发。投资者纷纷猜测,欧元是否会因此止跌,甚至迎来反弹,风险货币会不会走出下跌阴影。

虽然欧元、英镑、瑞郎等货币近两个交易日都表现出回涨态势,但这并不能确定欧系货币的“春天”来了。美国商品期货交易委员

会(CFTC) 18日发布的报告显示,截至5月15日当周,投机者持有的欧元净空头增加18%至277亿美元,为1月以来最大。投机者持有的美元净多头头寸从之前一周的209.50亿美元增长至上周的285.20亿美元,美元净多头头寸较之前一周大幅增长,且为连续第二周增长。数据表明市场对于持有美元的意愿继续回暖。避险情绪依然占据市场主流,虽然美元多头云集或导致技术性的回调,但这并不表示美元将下行,风险资产压力仍旧较大。

截至周一17:58,美元指数报于81.19附近,美元对瑞郎交投于0.9399附近,欧元兑美元交投于1.2773附近。

### 资金利率小步下移 回落空间或已有限

本周一,货币市场利率仅作小步下移,短端利率水平企稳迹象进一步显现。市场人士指出,在短期资金压力犹存,且存贷基准利率未见松动的情况下,近阶段资金利率难有进一步回落空间。

周一货币市场流动性依然相当充裕。质押式回购市场上,各期限品种加权收益率均有所走低,但幅度限于10bp以内。具体来看,隔夜回购全天成交5843.7亿元,与前一交易日大致相当,加权利率小幅下行1BP至1.82%;7天回购全天成交507.7亿元,需求下滑致成交小幅萎缩,加权利率略微下行2bp至2.67%。14天和21天中期品种需求略有抬头,分别成交115.5亿元、13.4亿元,加权收益率则继续小幅走低至2.80%、2.87%,分别下行3bp和9bp。长端方面,1个月和2个月品种加权利率各自下行8bp、10bp至3.00%和3.54%。

本月12日,央行宣布年内第二次下调准备金率。由于机构流动性预期改善,提前“兑现”退款利好,上周7天回购利率迅速回落至2.70%左右并创出近一年新低,以至于18日正式退款时资金面反应平淡。市场人士指出,目前7天回购利率已低于公开市场28天正回购利率2.80%),从上周两期正回购利率双双持平来看,短期资金价格或已进入央行目标区域,在公开市场利率与存贷款基准利率未见松动局面下,进一步下行空间有限。相反,考虑到下半月财政存款上缴、外汇占款低迷与公开市场对冲安排,短期资金价格反而可能会出现小幅缓步回升。(张勤峰)

### 中电投集团今发60亿90天超短融券

公告显示,中国电力投资集团公司将于5月22日发行其2012年度第二期超短期融资券。

本期超短融券期限90天,发行金额60亿元,由联席主承销商组织承销团,通过簿记建档、集中配售的方式发行。本期超短融券采用固定利率形式,发行利率由簿记建档程序确定。中国光大银行和中国农业银行担任此次发行联席主承销商,其中中国光大银行为簿记管理人。时间安排上,簿记建档日为5月22日,缴款日和起息日为5月23日,5月24日起上市流通,2012年8月21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主体信用评级为AAA。中电投集团表示,计划使用本次发行超短融券所募集的60亿元偿还公司本部银行贷款,提高直接融资比例,使公司一定程度上摆脱主要依赖银行短期融资的局面。(张勤峰)

120亿元 到期量创12周新低

### 本周公开市场或延续净回笼

本周,公开市场到期资金量以120亿元创下最近12周的最低水平。市场人士指出,在资金面较为宽松的情况下,央行可能适度加大正回购规模,并继续暂停逆回购,本周央行公开市场操作延续净回笼是大概率事件。

据Wind资讯统计,本周公开市场将有30亿元央票、90亿元正回购到期,共计到期资金120亿元,较上周到期资金减少380亿元,且是3月5日当周以来单周到期资金规模的最低水平。

据交易员透露,周一央行要求公开市场一级交易商申报28天和91天期正回购需求,但

未对央票和逆回购进行询价。该交易员表示,当前R007已迅速回落至2.70%左右并创出年内新低,资金面处于相对宽松的水平,预计短期内央行有望适当扩大正回购操作规模,以缓冲准备金率下降所释放的大量流动性,并借此调配未来公开市场到期资金分布。与此同时,逆回购可能暂时休整,本周继续净回笼是大概率。

上周,在央行实施年内第二次降准后,央行公开市场操作实现净回笼资金640亿元,结束了此前连续七周净投放格局。(张勤峰)

### 可转债多飘红 表现超越正股

周一,可转债在A股分化局面下实现多数个券上涨,中债标普可转债指数收于2571.66点,较上一交易日上涨0.81点或0.03%。

当日沪深两市交易的18只可转债15涨2跌1平。其中,深机转债收盘净价上涨0.87%,居涨幅首位;海运转债、工行转债分别以0.15%、0.03%的跌幅成为仅有的两只下跌个券;另外两只大盘转债,石化转债与中行转债分别上涨0.49%、0.36%。尽管个券涨幅较为有限,但与相应正股走势对比,可转债表现依然稍强。18只可

转债正股中有9只下跌,而跌幅最大的海运转债所对应的正股宁波海运周一大跌了7.04%。

分析人士认为,经过前段时间回调,转债市场关注点转向低吸机会,但目前增持理由还不充分,建议继续坚持“悲观中买入、乐观中卖出”的震荡市操作策略。从较长时间看,5、6月份两个传统的“股市低迷月份”可能存在建仓机会,但股市调整和新券供给是两个先决条件。短期如果股市反弹,建议仓位较高投资者兑现部分获利并为新券腾挪仓位。(张勤峰)

### ■ 债市策略汇

#### 利率产品

#### 瑞银证券:关注政策性金融债相对价值

利率水平在短期内大幅下行后,其进一步走低的动能趋弱,预计本周利率市场将进入相对平稳的阶段。与此同时,由于近期基本面并未有迹象显示内需的改善,欧债危机后续发展的不确定性不断提高,货币市场流动性会在降准的影响下维持宽松,因此我们认为整体基本面环境对于

利率市场仍有正面影响。投资者可以从更全面做多利率品种的策略转向更多关注相对价值交易机会,以提升获利的空间。随着利率市场基本面的改善,政策性金融债的交易价值有所提高,其相对于国债的利差可能存在收窄的机会,建议投资者进入5年期政策性金融债利差收缩的交易。

#### 招商银行:政策性金融债具备相对配置价值

经历本轮收益率下调后,目前国债收益率3-10年关键期限已经低于历史均值,鉴于银行基准利率尚未放松,国债等品种目前的配置价值并不算高。除非政策面能够持续提供利好刺激,以及经济基本面延续疲软以释放“利好”信号,否则本轮牛市可能

终将复制去年四季度“昙花一现”的“快牛”行情,最终又将回归到震荡与调整并存的“牛皮”阶段。从配置的角度看,金融债各期限品种较历史均值依然还有18BP以上的溢价;金融债的税收利差也处于较高水平,相对于国债依然具备一定的配置价值。

#### 信用产品

#### 招商证券:低评级利差趋于扩大

由于4月经济数据大幅低于预期,市场风险偏好明显下降,低评级、弱资质的企业同时面临经营况况恶化和融资能力下降的双重影响,低评级企业的信用风险继续提升。企业信用风险抬升带来的信用事件频发,以及经济继续下滑带来部分企业出现流动性风险,都将引发市场对低评级债券的谨慎和更高的风险补偿要

求。我们认为低评级品种(AA-级中票、AA级公司债和企业债)的信用利差将随着利率品种收益率的下行而不断走扩,而高评级品种(AAA和AA+级中票、公司债和企业债)的收益率将随着政策的放松和利率品种收益率的下行而走出一波幅度较大的上涨行情。建议投资者加仓高评级品种并拉长久期。

#### 中金公司:信用利差还有缩小的空间

在货币政策没有进一步放松的情况下,基准利率继续下行的动力不足,不过信用债有望继续补涨,信用利差还有缩小的空间。短融的确定性最强,其收益率降幅明显低于央票,信用利差重新回升至历史3/4分位数以上。中票的信用利差略高于中位数,尽管出于节约融资成本的目的企业发行中票的意愿会继续增强,但短期内供给还没有大幅增加的迹象,需求强于供给将进一步压

缩利差水平。评级间利差也有望进一步收窄,尤其是5%以上的AA-级及其以下短融和AA级中票收益率还有下降空间,但仍要注意低配盈利恶化风险高的行业。前期推荐的10年期超AAA企业债收益率已回落至5%以下,目前依然具有较好的配置价值,不过6月份铁道债发行有望启动,加上银行次级债供给也会上升,所以短期信用利差进一步收窄的可能性不高。

#### 东方证券:转债回调空间有限

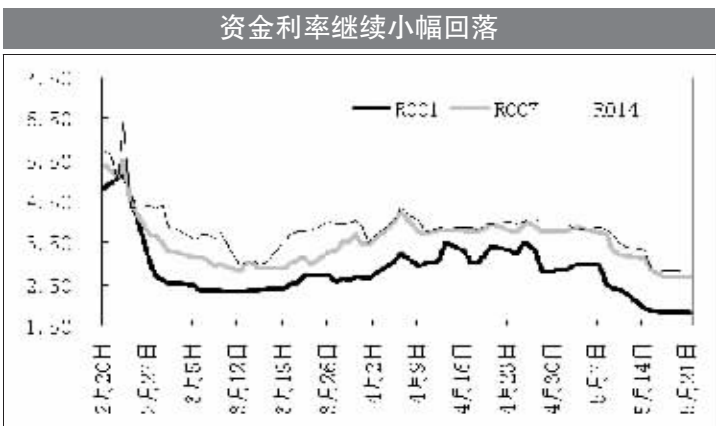
近期利率债和高等级信用债收益率的下降,进一步提升了转债的债底,且质押回购对于债性中等偏强的转债价格提升也较为明显,两者叠加对中行、新钢、川投、中海等转债价格的提升幅度在1-2块钱左右,即使近期股指出现比较大的波动,前期低点之上1-2块钱左右

的位置对转债价格也可以构成较强支撑,因而回调空间较小。接下来转债配置上可继续以持有为主,考虑到信用债行情可能进入下半场,纯债向转债的切换时间可能越来越接近,可得全球流动性转向宽松、刺激经济增长的措施出台之后增加转债的配置。

#### 华泰证券:正股推动力有待蓄势

目前股市向上受基本面制约,向下有政策面托护,预计近期回调后将以蓄势整固为主,转债面临正股推动也将稍有休整,但并无逆转。在此背景下,继续推荐偏股类转债,主要包括国电、国投、川投、深机等高股性、不低债性转债品种。大盘品种中,建议对近期跌回

102元附近的石化转债可逢低买入波段操作,中行转债因具有高债性特点并可优先受惠于正回购推出后低成本融资便利而可继续持有。此外燕京转债可作为条款博弈类低低关注品种,新钢转债可作为债性方面的“守株待兔”型品种。(张勤峰 整理)



的11河钢MTN3(AAA)收益率双边报价由[4.47%,4.57%]扩至[4.45%,4.57%]。

收益率下行态势缓解,震荡回调趋势显现。此次收益率震荡回调的主要原因,是债券市场对上周收益快速下行的修正。鉴于