

QE3预期落空

美元回归“欧洲时间”

□本报记者 张勤峰

近期美元指数在“钱尝”84点关口后,掉头回落至83点附近展开震荡。市场人士表示,本周美联储议息选择按兵不动,“内忧”暂时缓和,“外患”成为短期美元走势的主导力量。虽然周四晚间欧洲央行宣布维持利率不变使得欧元一度冲高,但一些分析人士认为,在QE3预期回落、欧债阴影持续的背景下,近期美元总体维持对欧元的相对强势还是大概率事件。

欧元受力挺+QE3预期升温 美元又被“撞了一下腰”

上周,上升途中的美元又被“撞了一下腰”。7月24日,美元指数短暂站上84点,创下逾两年新高,随后突遭三连跌,自此一直在83点下沿做震荡整理。与此同时,欧元兑美元汇率则在跌破1.20关口前夕抽身反弹,连续徘徊于1.22水平附近。分析人士认为,美元涨势横生波折,既是短线技术回调需求与欧洲央行官员喊话共振的结果,也是“议息综合症”魅影的经典再现。

美元指数在84点上方浅尝辄止,与欧洲央行官员释放积极言论有直接关系。据外媒报道,7月25日欧洲央行执行委员诺沃特尼表示,欧洲正讨论给



予欧洲稳定机制(ESM)银行牌照。此言一出,风险资产集体上涨,欧元兑美元一步脱离1.20低点,美元指数应声跌至84点下方。据市场人士分析,如果ESM获得银行牌照,就可以在各国政府不增资的情况下大大增强救助“火力”,从而打消市场对欧元区金融防火墙火力不足的担忧。7月26日,欧洲央行行长德拉吉表示将“不惜一切代价”维护欧元区的统一,这番言论再次极大提振了市场信心。投资者预计,欧洲央行可能出手干预债市,并出台新一轮经济刺激措施。欧美金融市场

随之人气疾升,当日欧元兑美元一度收复1.23关口,尾盘收在1.22上方,美元指数则大跌至83点以下。

另有机机构分析,近期无论是美元还是欧元,都来到一个关键的技术位置附近。欧洲央行官员喊话与美元技术回调、欧元技术反弹之间存在共振效应,技术指标的修复需求也成为美元汇率调整的推手之一。

此外,本次美元短线回调可能又是一次“议息综合症”的重现,其症结则在于市场对于QE3政策乐此不疲的揣测。美联储于7月31日至8月1日展开新

一轮议息。之前公布的数据显示,美国二季度GDP增长继续放缓,且7月制造业PMI创下2010年底以来新低,因此市场对于美联储推出进一步宽松政策的预期再度上升。从历史来看,今年美联储历次议息前,QE3预期便蠢蠢欲动。尽管美联储一直按兵不动,但QE3预期的反复无常,一直是令美元汇率头疼的梦魇。

QE3预期昙花一现 欧债接棒再成主导

随着美联储公布议息决议,短期围绕QE3的迷雾已经解开。8月2日隔夜,美联储公布了最新利率决议声明,美联储宣布保持货币政策不变,并重申将接近于0的利率至少保持至2014年底。

值得注意的是,此次美联储虽然仍未推出QE3,但在强调将保留采取必要行动的可能时,语气明显比以往要强烈。联邦公开市场委员会(FOMC)表示,将在必要时提供更多宽松政策,以在物价稳定前提下促进经济更强劲复苏和就业市场持续改善。由于美国经济增速已连续两个季度放缓,且部分机构预期随着能源价格的走低,美国核心通胀水平将在三季度回落至目标水平以下,进而有可能促使美联储在9月份的政策会议上采取进一

步行动。因此,短期内虽然QE3警报解除,但是9月议息前后美元预计将再度面临“议息综合症”的考验。不过,在此之前,QE3预期已不再是美元汇率的主要影响因素。

相比之下,近期来自于欧债危机的消息可能更值得关注。在周四结束的欧洲央行货币政策会议上,欧洲央行宣布维持利率不变,并无新的重大利好出台,欧元兑美元短暂冲高后快速回落。相比之下,周四西班牙出售国债意外受到热捧,给欧元带来的提振显得更为有力。

自从QE2结束以来,美元走势一直为欧债危机进展与QE3预期强弱两大核心因素所主导。尽管伴随着两因素的交织角力,年内美元走势跌宕起伏,但始终维持着重心上移的姿态。其关键在于,美联储在极低利率水平上已无明显放松空间,同时美国经济增长虽时有波瀾,但仍维持了缓慢复苏态势。与之相比,欧洲的情况显然要糟糕许多。在欧债危机根源难消背景下,欧元区经济衰退迹象明显,货币政策继续放松的趋势也很明朗。因此,无论是从经济相对增长形势,还是货币政策相对走向上看,近期美元兑欧元维持相对强势还是大概率事件。

人民币由“升值”向“强势”转型

□韩会师

尽管市场成交价频频逼近1%的波动上限,但年内人民币中间价最低仅为6.3429,与年初相比的贬值幅度仅为0.7%。受限于中间价的“保守”,今年美元/人民币市场成交价被限制在6.28-6.40之间窄幅波动。中间价相对平稳固然有助于避免市场大幅波动,但却并未有效抑制弥漫市场的人民币贬值预期。市场担忧人民币无法承受经济增速下滑的压力而踏上大幅贬值之路,于是在对外贸易和外商直接投资均保持顺差的时候,居民持汇意愿却迅速提高。笔者认为,继续将人民币焦点仅仅集中于升值还是贬值已经未免狭隘,从2012年开始,人民币摆脱“升值”或“贬值”的二元选择,逐步实现由“升值货币”向“强势货币”的转型才是正途。

人民币“强势货币”之路的核心内容,可以概括为:借维持人民币整体强势避免资金无序流

动,以更大的市场波动释放积聚的贬值压力,将政策调控的重点由稳定中间价变为主动引导市场走势,化单边行情为双边宽幅波动。

强势货币并不需要永远保持升值态势。历史上公认的强势货币,如欧元诞生之前的德国马克以及1985年之后的日元,在长期升值的大趋势下均曾发生过明显的阶段性贬值,其中日元多次经历超过一年的阶段性贬值周期。1995年4月至1998年8月,美元/日元一度从85附近攀升至147左右,日元累计贬值幅度高达42%,但在持续的对外贸易顺差以及海外投资收益的支撑下,日元的阶段性贬值并未影响国际投资者对日元强势货币的基本认同,同时,日元借助多次的阶段性价贬值有效缓解了升值对其出口产业的压力。

当然,发达国家货币的贬值经验并不完全适合人民币。作为新兴市场货币,人民币可以阶段性的贬值,但须尽量避免发生幅度过大或持续时间过

长的贬值周期。德国马克、日元、瑞士法郎等强势货币的发行国均具有远高于我国的创新能力,其货币强势的基础主要在于其在高端制造业、金融业等方面的核心竞争力,而我国则长期依赖廉价劳动力参与国际竞争,随着人口老龄化的加剧,我国缺乏核心技术的劣势日益明显,国际社会对我国能否维持人民币的长期强势容易产生怀疑,这就要求人民币的贬值幅度和时间都要有所控制,以避免恐慌性资本外逃。

对于新兴市场货币而言,在新兴市场货币发生普遍性贬值的时候,较为稳定或贬值幅度较小的货币就是强势货币。今年,在避险情绪推动下,以美元为代表的避险货币整体走强,新兴市场货币对美元的名义汇率大多发生一定程度的贬值,以“金砖四国”为例,相对于年初的名义汇率水平,巴西雷亚尔、印度卢比和俄罗斯卢布对美元分别贬值了大约8%、4%和1%,人民币对美元的贬值幅度相对较小。若

再考虑到上述三国货币从2011年就持续贬值的现实,人民币是当之无愧的强势货币,即使将贬值幅度放宽到3%-5%,也不会动摇人民币的强势地位。

远高于全球平均水平的经济增长速度和持续的对外贸易顺差是多年来人民币持续升值的两大主要动力,也是人民币未来能够保持长期强势的主要支撑。目前这两大支撑只是有所弱化,而非发生了根本性的崩溃,此时借市场贬值预期放宽人民币的波动幅度,风险是可控的,央行调控也有能力在贬值预期出现失控迹象时再将市场拉回来。在升贬值的频繁波动中,金融机构和国内企业的风险防范能力必然得到锻炼。当市场参与者逐步习惯人民币随经济形势的变动而双向发生一定程度的贬值,以“金砖四国”为例,相对于年初的名义汇率水平,巴西雷亚尔、印度卢比和俄罗斯卢布对美元分别贬值了大约8%、4%和1%,人民币对美元的贬值幅度相对较小。若

欧央行维持利率不变 欧元冲高回落

□东航国际金融公司 陈东海

8月2日隔夜,美国联储公布利率会议决议,虽然联储认为就业增长缓慢,失业率仍然高企,但是本次决议仍未提及QE3的任何情况。因此,美元指数在会议后大涨0.41%。

根据决议,美联储将维持0-0.25%的基准利率不变,承诺将低利率维持至2014年底;同时,联储认为如果有需要,将会提供更多宽松,并决定将扭曲操作持续至

年末;但是没有宣布采取新的政策措施。

8月2日澳大利亚公布6月零售销售月率为1.0%,前值为0.5%,预期值为0.7%;第二季度零售销售季率为1.4%,前值为1.8%,预期值为0.9%。同时,澳大利亚还公布澳大利亚6月出口月率持平,进口下跌2%,6月贸易盈余0.09亿美元,而前值为逆差-2.85亿美元,预期值则为-3.75亿美元。由于以上数据均好于预期和前值,反映澳大利亚经

■ 交易员札记

关注预期逆转

□中国邮政储蓄银行 时旭

周四债市收益率窄幅震荡,成交活跃。受降准预期波动和经济基本面向好转预期的影响,收益率仍处于调整阶段。

央行进行7天逆回购500亿,投放货币以满足市场需求,但资金市场7天加权回购利率收于3.49%,仍处于高位。利率产品收益率变动不大,买盘以商业银行为主,卖盘集中在基金、外资行;

信用产品受到供给增加、铁道债发行利率的冲击,需求减弱。

目前市场仍对降准有一定的预期,但近期的市场调整反映了一些新的变化。

首先,央行是否会将逆回购作为常态的货币政策工具,引导市场资金利率。6月份以来的逆回购持续到现在,一方面反映了资金面的持续紧张,但另一方面,是否意味着央行货币政策工具的优先次序是否已发生变化?在央票

将长期缺席的今天,央行可供使用的贴近市场的价格工具其实不多,逆回购这种兼顾数量和价格的工具,也许是最好的选择。而且下调法定存准率的影响相对复杂,在贷款需求不足,而供给面对问题不大的情况下,降准有放水之嫌疑。

其次,市场对于经济前景的预期也在发生改变。一段时间以来,推动收益率下行的基本判断逻辑是,经济将在未来一段时间

上行,但是尾盘则快速回落。

8月2日晚间,英国央行和欧洲央行分别结束货币政策会议。英央行宣布,保持0.5%的利率水平不变,并保持3750亿英镑的资产购买规模不变,符合市场预期。欧洲央行宣布维持0.75%的利率不变,未降息令欧元得到暂时提振,欧元兑美元快速冲高,升破1.23关口,涨幅一度超过1%,之后震荡回落。由于两央行议息未给市场带来意外利好,后市英镑和欧元仍将继续承压。

在资金利率不低、预期可能逆转的情况下,债券市场风险仍大于收益,目前并不适合参与抢反弹。

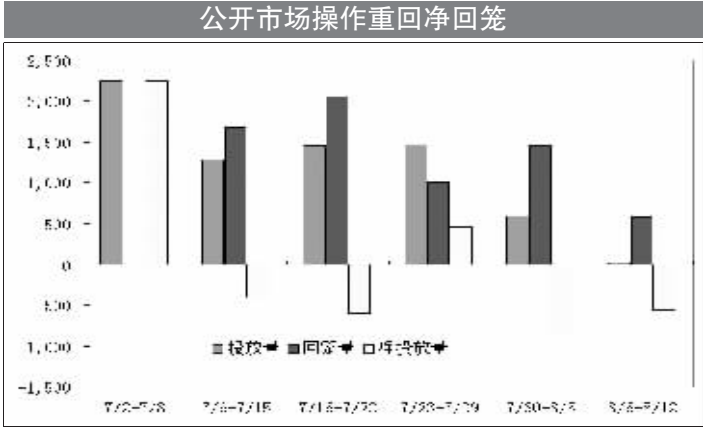
公开市场本周净回笼860亿元

□本报记者 王辉 上海报道

央行8月2日在公开市场操作中进行了总量为500亿元的7天期逆回购,操作利率继续持平在3.35%水平。数据显示,本次逆回购规模较上周四持平,但显著高于本周二80亿元的逆回购数量。

另据统计,本周公开市场逆回购到期1450亿元,央票到期10亿元,与周二、周四两次逆回购对冲之后,本周公开市场仍然实现资金净回笼860亿元。而在上周,公开市场实现了460亿元的资金净投放,刚刚结束了之前连续两

周资金净回笼的态势。近六周以来,央行连续通过滚动逆回购操作平滑公开市场到期资金,该操作结构基本保证了近期资金面的基本稳定。不过分析人士指出,由于逆回购操作的实际时效期较短,并未有效增加银行可用资金,一旦央行缩小逆回购操作规模,资金利率便可能会出现反弹。这使得市场对于降准的预期迟迟不见消退。多数市场观点仍认为,8月内央行再次降准仍是大概率事件,预计下周7月份经济数据公布前后,将迎来较为敏感的降准时间窗口。



■ 新债定位 | New Bonds

12贴现国债06		预测中标利率区间【2.33%,2.43%】			
债券期限	182天	招标数量	150亿	计息方式	固定利率
付息频率	到期还本付息	招标方式	美国式价格招标	招标日	8月3日
起息日	8月6日	上市日	8月10日	手续费率	无

中金公司:央行继续逆回购投放资金,市场关注近期是否会下调法定存准率,回购利率仍维持在偏高水平。资金面尚不算宽松,预计机构对本期债券需求不强,招标利率可能走高。预计本期债券招标价格对应的加权中标利率在2.38%-2.42%之间。

国信证券:经济企稳的迹象正在逐步显现,从目前公布的高频数据判断7月份通胀可能在1.8%左右。在降准发生之前,收益率有较大概率继续在震荡向上的通道内运行。预计本期

贴现国债的招标将高于当前同限曲线估值,有望落在2.37%至2.43%区间。

中银国际:在资金面偏紧情况下,机构在一级市场投标明显趋于谨慎;本期贴现国债期限较短,估计银行是主要需求者,出于流动性管理需要,银行对本期债券会有适当的配置。目前剩余期限在0.5年左右的国债收益率在2.29%附近,考虑到偏紧的资金面,预计本期债券加权中标利率将高于二级市场水平,有望落在2.33%至2.38%区间。

完善第三方估值 提升债市流动性

□中国银行间市场交易商协会 陈珊 谷小青

近年来,随着市场规模的扩大和制度法规的完善,债券市场流动性大大提升。但是相对于发达债券市场,我国债券市场流动性有较大的提升空间。其中,完善和发展第三方估值业务,是提升债市流动性的重要途径。

2008年金融危机下的流动性黑洞问题,让人们反思如何才能获得真正的公允价值。对于债券市场,这一问题更为显著。债券市场上真实的、具有普遍参考意义的交易可能并非每天都存在,因此难以从二级市场交易中为每一只存续期债券选择作为公允价格。而由交易参与方或者被估值产品管理人自行估值又可能掺杂了相关利益,也不免有失公允。在这种情况下,第三方估值中立的优越性凸显,以第三方估值为债券市场提供定价、估值参考成为共识。

第三方估值是指由与交易及交易方不存在利益相关性的独立第三方提供的估值业务。第三方估值可为完善债券市场发展机制制,推动债券市场发展发挥重要作用,主要表现在以下几个方面:

第一,为资产价值评估提供公允性参考价格。从公允价值记账方式和逐日盯市体系建立以来,资产价值评估就成为一项重要的工作。但是对于流动性相对较差的债券而言,实现这一目标存在较大难度。估值是对客观事实的反映,但又掺杂了主观的预测和判断,以哪种估值结果为准存在不确定性。资产价值评估结果与资产的委托人、管理人和托管人有着密切的利益相关性。评估偏高会虚增价值,带来价格泡沫,给判断真实的市场运行情况带来偏差。第三方估值以中立的身份为市场各方提供同一估值服务,避免了参与利益博弈,同时公开的估值服务也为市场各方提供了检验、监督估值过程和结果的机会,从而有助于提升第三方估值的公允性。

第二,为二级市场提供价格参考,活跃交易。对于不活跃的债券进行交易时,报价是一项较为复杂的工作,交易员需要在历史交易基础上,对当前的供需进行判断,因此对个券价值判断存在一定不确定性。第三方每日估值为市场交易提供了参考基准,虽然第三方估值与真实的市场价格有一定差距,但是为全市场都提供了一定的心理基准,有助于市场更快地找到真实价格,促成交易。

第三,第三方估值为一级市场定价提供参考。银行间债券市场发行与上市相隔时间不长,在发行的第二天即可上市。短时滞意味着债券发行定价时可依据当前二级市场价格预测上市之后的价格,加上一定的一二级溢价来确定发行价。因此,债券市场的一二级市场联动效应明显,二级市场交易价格对一级市场定价有很强的影响力。第三方估值反映了认识二级市场的利率水平和供需状况,从而可为发行定价提供参考。

我国第三方估值业务起步于债券指数和债券收益率曲线,多家市场机构都曾经从事指数定价机制制,推动债券市场发展发挥重要作用,主要表现在以下几个方面:

尽管第三方估值在多方面发挥了积极作用,但仍存在诸多有待完善之处,包括估值曲线有待丰富化,估值方法有待改进,估值结果与市场价格存在一定偏差等。尤其是对于交易不活跃债券的估值,如何得到市场认可、真实反映债券的收益与风险,还值得深入研究。