

OMT登台 QE3候场 美元腹背受敌

近期人民币汇率持稳概率大

一方面，欧洲央行宣布启动购债计划，另一方面，美联储新一轮量化宽松呼之欲出。在两大利空因素打压下，美元指数近日急剧下挫，逼近80整数关口。分析人士认为，风险情绪的好转和美元供给的增加，或令美元短期内面临进一步下跌风险。与此同时，考虑到出口数据继续走弱，近期人民币对美元汇率涨跌都有一定难度，保持双向波动、总体稳定运行格局的概率较大。

□本报记者 葛春晖

欧美政策共振 美元避险光环受损

9月6日，欧洲央行行长德拉吉兑现力挺欧元承诺，宣布将启动无限量购债计划（也称直接货币交易，简称OMT）。虽然还有更多细节需要完善，但毕竟该计划有利于压低西班牙、意大利等重债国的融资成本，且为欧债危机的解决赢得了更多的时间，因此欧美主要股市在消息公布当日集体走高，标准普尔500波动率指数（VIX）由上一交易日的17.74大幅下降至15.60，显示市场信心得到提振，风险偏好显著上升。从外汇市场表现来看，6日欧元兑美元汇率收于1.2631，较上一交易日上涨0.24%，美元指数则下跌0.15%至81.11。

与OMT给欧元等非美货币带来的提振相比，QE3预期急剧升温给美元造成打压似乎更胜一筹。7日公布的数据显示，美国8月份非农就业人数增长9.6万人，远低于预期的增长12.5万人；虽然失业率由8.3%降至8.1%，但主要是因更多人脱离劳动力市场所致。非农就业人口增幅不如预期，意味着美国劳动市场陷入停滞，由此市场对于美联储推出新一轮量化宽松政策（QE3）刺激就业的预期大幅上升。利空数据一出，美元顿时遭到投资者抛售，美元指数全天大跌1.16%至80.17，80整数关口岌岌可危。

事实上，自7月下旬以来，在欧洲央行行长德拉吉等人频频喊话力挺欧元，以及QE3魅影不时浮现的双重困扰下，美元的避险功能已经逐渐被市场所淡化，美元指数也因此自84附近高位震荡下跌，目前跌幅已经超过4.5%。分析人士指出，随着欧债危机带来的紧张气氛继续得到缓解，如果美联储真的推出QE3，美元价值将再次被稀释，那么笼罩在美元头上的避险光环也势必进一步消退。

美元短期或延续跌势 中期走强仍有可能

从近日欧债问题进展与QE3预期对外汇市场的影响程度来看，欧债问题已经逐渐被市场作为一种常态化因素所接受，而美联储的下一步货币政策则成为市场更为关注的焦点。本周，美国联邦公开市场委员会（FOMC）将进行为期两天的政策会议，分析人士指出，由于最新的非农数据异常疲软，美联储在9月会议上推出QE3的几率大大增加，美元短期或继续承压。

8月非农数据出台后，主要研究机构纷纷上调对美联储推出QE3的预期，而在具体措施和力度方面，各机构的预测则是五花八门，不尽相同。国投中谷期货研究

部表示，虽然美联储9月宽松值得期待，但不可期望过高，美联储的合理安排应该是将QE3留作底牌以对冲明年初到来的“财政悬崖”风险。因此该机构认为，美联储推出宽松政策的主要形式可能有两种：其一，承诺将0-0.25%的联邦基准利率从2014年底延长至2015年中或年底；其二，出台约1500亿美元的小规模、开放式资产购买计划，并声明将根据形势需要来决定是否额外增加购买。

就本周美联储决策可能对市场造成的影响而言，国投中谷表示，如果美联储按上述方案操作，基本可归结为符合预期，对美元形成压力；如果推出一次性大规模QE3，则对美元形成显著利空；如果美联储什么都不做或仅延长低利率指引，则将引发美元反弹。法国巴黎银行则认为，无论美联储在本周四作出怎样的决定，美元都将走软。

不过，尽管美元短期空头气氛浓厚，但仍有多家机构认为美元存在中期重新走强的可能性。中金公司在前期的一份报告中表示，即使美联储推出QE3，也很难起到前两轮压低美元的效果，因为目前无论是美元短期利率还是长期利率都已很难进一步下降，且已经高于欧元区利率，因此从息差角度来看，美元很难相对于欧元有较明显的贬值。考虑到目前欧元区经济状况较美国更为糟糕，未来美元兑欧元仍将处于强势地位，美元指数在经历一段盘整后有望重新上升。

人民币贬值预期回落 中间价平稳运行

随美元连续走软，近日投资者对于人民币的贬值预期有所降温。9月10日的数据显示，1年期人民币兑人民币NDF报价反映的1年后人民币贬值预期幅度已经由8月下旬的1.7%左右下降至1.30%。

与此同时，人民币对美元汇率中间价的表现则不温不火，总体表现明显弱于欧元等风险货币。中国外汇交易中心公布，11日人民币对美元中间价报6.3391，小幅回落16个基点；自9月6日以来，欧元对美元三个交易日累计上涨1.25%，而以第二天中间价计算的人民币对美元汇率仅上涨0.07%。询价市场上，11日人民币对美元即期汇率收于6.3351，高于中间价40个基点，三个交易日累计上涨0.12%。

从后市来看，一方面，美元走势疲弱减轻了人民币的贬值压力；但另一方面，周一公布的我国进出口数据继续走低，显示出口压力仍然较大，人民币显著升值的可能性也较小。

分析人士表示，考虑到出口形势在可预见的未来都将难以好转，预计近期人民币对美元汇率涨跌都有一定难度，而保持双向波动、总体稳定运行格局的概率较大。

14天逆回购利率下调

市场流动性预期偏乐观

□本报记者 王辉 上海报道

乐观方向发展。数据显示，11日银行间市场隔夜和7天期回购加权利率分别报2.5114%和2.9965%，均保持在三季度以来的偏低水平。其中7天期回购利率跌至3%附近，进一步证实了主流机构对于资金面较积极的预期，这也在很大程度上缓解了此前市场对于季度末资金面可能逐步趋紧的担忧。

中金公司表示，当前银行间市场7天回购利率有“虚高”成分，隔夜回购近期成交量占比持续上升，利率更加真实，目前已接近5月资金宽松时的水平。

在公开市场此前连续两周净回笼的情况下，资金面反而出现改善，可能与外汇占款的回升有关。与此同时，上周以来央行跟随二级市场回购利率的回落下调逆回购发行利率，也表明其希望保证逆回购规模。整体来看，近阶段市场资金面仍有希望持续改善。



非农数据“锚定”美元跌势

□恒泰大通 关威

还有什么比美国非农就业报告更能刺激投资者的神经呢？它如此备受瞩目，却又常以出人意料的面目示人，以至于数据公布前市场总是如临大敌。然而即便如此，上周五出炉的美国8月非农就业报告还是让众多分析人士措手不及。数据显示，8月就业人口仅增加9.6万人，远低于市场普遍预期。如果推出一次性大规模QE3，则对美元形成显著利空；如果美联储什么都不做或仅延长低利率指引，则将引发美元反弹。法国巴黎银行则认为，无论美联储在本周四作出怎样的决定，美元都将走软。

从市场角度看，羸弱的美国就业数据对美元未来走势的影响不容忽视。之所以得出如此结论主要归结于以下两点原因：

其一，非农就业报告已成众矢之的。由于临近总统大选，无论美国政客抑或是普通民众，都会对美国就业市场的表现变得十分敏感。尽管美联储的独立性似乎可以确保其在制定政策时不受干扰，但提振就业也是美联储的主要职责之一，美联储官员在不同场合多次强调就业数据的重

要性即是明证。翻阅美联储8月议息会议纪要不难发现，其将利率政策前景与失业水平挂钩的态度已得到鲜明体现。在之后的全球央行会议上，美联储主席伯南克再次强调了劳动力市场的表现对货币政策的重要性。因此在某种程度上，非农就业报告已成美联储推出新一轮量化宽松政策的重要指引。

其二，市场偏爱“坏”消息。客观而言，美国近期出台的经济数据可谓喜忧参半，而非投资者印象中的一派萧条。数据显示，美国经济增长的核心动力消费领域，以及2008年金融危机的始作俑者房地产业均出现了不同程度的回暖。即便在备受诟病的就业市场，美国8月ADP就业人数也创出3月以来的最高水平，只是市场视而不见。同样，美联储内部“鹰派”官员的强硬言论也难以在投资人群中赢得反响。种种迹象似乎表明市场已经“锚定”了自己的思维，即美联储释放新一轮流动性已势在必然，在这样的市场逻辑下，美元走低应是顺理成章。

基于上述分析，回顾上周五外汇市场，

疲弱的非农就业报告一经发布，市场便认为美联储推出QE3的引信已经点燃，进而脱手手中头寸，导致美元汇率大幅贬值。

那么，在美联储9月议息会议即将召开之际，投资者又该如何应对货币政策的最新变化呢？我们承认美联储推出QE3的可能性正在加大。一方面，美国的通胀水平依然可控，为后续的货币政策提供了调整空间。另一方面，美国国内疲弱的就业现状，以及全球严峻的经济形势，也使得QE3的必要性有所提升。但变数在于政策实施的时点。我们的初步判断是，倘若美联储在本周果断推出新一轮量化宽松政策，美元短线将会出现剧烈的下跌走势。反之若美联储继续按兵不动，或仅是推出延长利率前瞻性指引等相对谨慎的举措，则不排除美元因前期跌幅过大而展开报复性反弹的可能。

但是，无论何种情况出现，都不会轻易改变美元中期下跌格局。因为市场已经“锚定”了QE3的轨迹。如同6月货币政策会议对QE3只字未提，但此后投资者却依然对QE3的前景预测乐此不疲。6月如是，9月亦将如是。

QE3预期透支 美元或现

□南华期货研究所 张静静

8月以来，美元指数在QE3预期重压之下逐步回落。9月7日，美国劳工部公布的8月非农就业数据表明美国就业市场前景黯淡，更令QE3预期加速升温。预计本周美联储推出QE3的概率较高，但由于前期行情透支，QE3影响力将大打折扣。

QE3预期高热不退 非农就业火上浇油

7日公布的数据显示，美国8月份失业率回落0.2个百分点至8.1%，但主要是因劳动力市场参与度下降所致，同时公布的8月份非农就业人数则只增长9.6万人，远低于前值和预期，进一步表明美国就业市场改善已陷入停滞。

诚然，与前两年高达9%-10%的失业率相比，目前美国的就业环境已得到一定改善，加上次贷危机后美国的贝弗里奇曲线发生右移以至于美国均衡失业率提高等因素，我们认为目前美国就业环境并没有表面上看去那么糟糕。

与此同时，美国房地产市场也出现了复苏信号。数据显示全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数已连续5个月反弹，截至今年8月该指数达到37，创下65个月新高；另外，标准普尔/CS20座大中城市房价指数于今年6月结束了持续20个月的同比负增长，美国房贷违约率亦呈现出稳步回落之势。在经历了6年下跌、蒸

发掉7万亿美元的美国家庭财产并引发了美国经济衰退后，美国房地产市场终于出现了反弹迹象。

表面上看，美国就业环境及房地产市场的改善将断送QE3，但结果可能恰恰相反。回顾8月31日美联储主席伯南克在全球央行行长会议上的讲话，可以捕捉到两个重要信息：其一，QE1/QE2对提振美国经济起到了关键作用。也就是说，量化宽松对金融危机后美国就业环境及房地产市场的改善功不可没；其二，尽管美国经济出现复苏迹象，但失业率仍不可接受，这是美联储考虑推出新刺激政策的重要因素。结合美国8月就业数据，我们认为美联储于9月12日-13日利率决议期间推出QE3的概率非常高，但与QE1/QE2不同的是，QE3的意义不再是“雪中送炭”，而是“锦上添花”，为正在进入复苏的美国经济提供更多的货币支持。

助人等于自助

数据表明，金融危机和欧债危机前后都曾出现过由于各国央行及金融机构对美元需求飙升而引发的美元流动性紧缺。

2008年底美联储资产负债表中央行间流动性掉期规模曾由0飙升至5540亿美元，去年底至今年初欧洲央行推行LTRO（长期再融资操作）期间，该指标也曾一度维持在1000亿美元左右。目前，欧洲央行即将推出大规模购债计划，这意味着欧洲央行需要美联储提供更多流动性以确保在

“软着陆”

此环节中不会再度出现因美元流动性紧缺而引发市场恐慌的局面。

美联储并不必为别人做嫁衣，但若助人等于自助，情况自然有所不同。2010年欧债危机以来美国对外出口增速大幅回落，因此以提振自身经济为终极目标的互惠互利也将成为美联储推动QE3的动力之一。

QE3影响已部分透支

综上所述，本周美联储推出QE3的概率较大。从QE1/QE2期间美元指数走势来看，美指将以跌破200日均线为信号进行大幅回调。但与QE1/QE2时期不同的是去年6月以来市场已多次透支QE3预期，因此与前两次量化宽松期间美指降幅分别达到17.23%和18.05%相比，即便QE3变成事实，此轮美指降幅也将大为收敛。加上欧洲方面对美元需求增加将减弱QE政策对货币贬值的传导机制，预计美指总体降幅将不超过10%。7月24日美元指数短期触顶回落，截至9月7日，美指跌幅已经达到4.6%，单从回撤深度来看，市场对QE3影响的消化已经近半。

需要注意两点：第一，若QE3成为事实，一旦市场完全消化了QE3影响，美元指数将重现强势行情；第二，若美联储未在此次利率决议当中宣布QE3的推出时间，则美元指数将提前结束回调，且未来QE3预期对市场的影响也将成为一个类似“狼来了”的故事。

不利因素频现 新债定价偏高

□本报记者 王辉 张勤峰

国家开发银行今年第三批“福娃债”11日首发。面对经济企稳预期增强、新增信贷超预期等多种不利因素的影响，该批债券发行利率多数高于市场预测均值。同日招标的铁道债两品种发行利率也双双落在招标区间偏高位置。市场人士指出，随着收益率上行，债券配置价值逐步得到增强。

国开行昨日招标发行的是该行2012年第38至42期固定利率金融债券，发行量各60亿元，期限依次为1年、3年、5年、7年和10年。这是该行年内发行的第三批“福娃债”

按组滚动发行）。发行快报显示，1年期品种中标利率为3.19%，3年期为3.81%，5年期为4.07%，7年期为4.19%，10年期为4.29%。

据交易员介绍，除1年期品种外，中标利率多数高于此前预测均值。在认购方面，除5年期品种的认购倍数达到2.64之外，其余品种认购倍数均在1.5倍左右。

交易员表示，发改委批复万亿投资项目经企稳预期增强，加上欧洲央行推出购债计划提升风险偏好，自上周以来债券市场陷入连续调整。11日公布的金融数据则显示8月信贷增长远超预期，更加剧了市场对未来债券需求的担忧。同时，本周新债供给仍然比较密集，市场供需矛

盾突出，发行利率走高在所难免。

值得一提的是，铁道部11日招标发行了两品种共200亿元铁路建设债券，中标利率同样落在招标区间的偏高位置。据发行结果显示，铁道部7年期债券中标利率为4.58%，招标区间为3.67%-4.67%；20年期债券中标利率为5.14%，招标区间为4.28%-5.28%。

有市场人士指出，短期市场或将维持弱势局面，博波段的风险甚于机会，但随着一二级市场利率水平上行，债券配置价值逐步得到增强，尤其是政策性金融债四季度供给压力缓解的趋势比较明朗，且当前隐含税率处于高位，相对价值突出。

■ 新债定位 | New Bonds

12附息国债17

预测中标利率 [2.96%, 3.07%]

| 债券期限 | 3年 | 计划发行额 | 300亿 | 可追加 | 计息方式 | 固定利率 |
|------|-------|-------|---------|-----|------|-------|
| 付息频率 | 按年付息 | 招标方式 | 混合式利率招标 | | 招标时间 | 9月12日 |
| 起息日 | 9月13日 | 上市日 | 9月19日 | | 手续费率 | 0.05% |

中金公司：收益率暂时企稳，投资者仍在等待美联储会议内容。收益率回升后配置价值提高，预计银行类机构有较强配置需求。预计招标利率可能接近或者略低于二级市场水平，有望落在2.96%至3.00%之间。

国泰君安：资金面显现趋缓态势，而本周逆回购发行利率的走势仍将成为未来资金成本的风向标。国债需求相对较弱，不过随着9月资金面有所改善，对利率债短期表现有所提振。预计12附息国债17的中标利率区间在3.03%-3.07%。

中银国际：目前市场上交易较为活跃的3年左右国债到期收益率在3.00%附近；考虑到资金面及市场需求情况，预计本期国债最终中标利率将接近于二级市场收益率水平，有望落在2.98%至3.04%区间。（王辉 整理）

三公司今合计发行140亿超短融

全国银行间市场公开发行，采用固定利率形式，票面利率将由簿记建档程序确定；簿记建档日均安排在9月12日，缴款日和起息日为9月13日，自9月14日起上市流通，将于2013年6月10日到期一次性还本付息。三只超短融均不设担保，发行主体信用等级均为AAA级。

公告显示，中国银行为国电电力本期超短融的主承销商和簿记管理人，中信银行为联席主承销商。建设银行为中国铝业公司本期超短融的主承销商和簿记管理人，浦发银行为联席主承销商。工商银行为东方航空本期超短融的主承销商和簿记管理人，民生银行为联席主承销商。（张勤峰）