

# 中间价逼近汇改高位 即期价改写历史新高 多因素助人民币阶段性强势

□本报记者 张勤峰

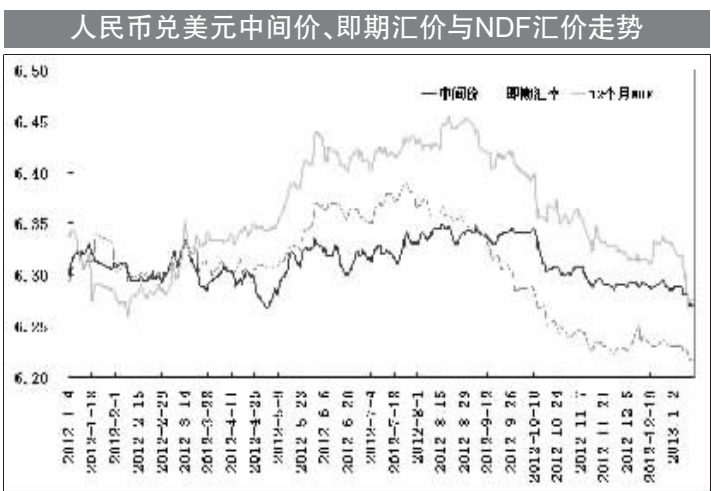
2012年人民币兑美元汇率开局走贬,为全年跌宕起伏的行情埋下伏笔,而2013年初以来人民币持续上扬,甚至创出新高,则无疑给“温和升值论”带来挑战。外汇市场人士表示,中国经济回暖、风险偏好提升及企业结汇需求旺盛,使得人民币阶段性强势具有合理性,这一趋势估计还将延续一段时间。不过,从全年来看,考虑到我国经济增长趋势性放缓、国际短期资本双向流动日趋频繁和我国企业对外投资力度加大等因素,人民币持续单边、大幅升值基础已不复存在。

## 年初发动新高攻势

俗话说,新年新气象。步入2013年,沉寂了近一个半月的人民币升值行情卷土重来。

外汇交易中心数据显示,2013年初以来7个交易日,人民币兑美元中间价有4个交易日出现上行,并于1月11日升破6.28,14日则一举突破6.27,报6.2695,创下汇改之后次高水平。目前人民币中间价距离去年5月初创下的6.2670的汇改后纪录高位只有25基点的差距。

人民币即期汇率则从年前



6.23一线涨至最新6.22左右。14日,银行间外汇市场人民币兑美元询价交易高开高走,盘中最高至6.2124,刷新了汇率并轨改革以来的最高纪录;该汇价随后脱离盘中高点,尾盘走低至6.2192,较前一交易日跌31基点,但仍比去年末高出111基点或0.18%。

在境内外远期市场上,同样可以感受到人民币升值预期抬头的氛围。国内银行间外汇市场,人民币兑美元1年期掉期14日最新成交为升水990点,相当于市场认为1年后人民币兑美元汇率将达到6.3182水平,继续传递出看空

人民币的讯息。但值得注意的是,与去年四季度相比,境内远期市场看空人民币的气氛已经收敛许多。数据显示,去年四季度人民币远期掉期成交平均为升水1454点。离岸市场上,人民币贬值也迅速收窄。据世华财讯数据,11日香港市场人民币兑美元1年期无本金交割远期合约(NDF)收于6.2730,相对境内市场即期汇率的贬值预期已收窄至1%以内,而去年四季度平均为1.56%。

## 阶段强势还未到头

外汇市场人士分析,短期内

人民币升值的原因可能是多方面的:中国经济回暖预期与良好的外贸数据,为人民币短期走强提供了基本面支持,而年底企业结汇需求也从季节性因素的角度提供了合理解释,另外美元汇率运行偏弱,相应的为人民币升值提供动力。站在中国经济回暖及风险偏好提升的大背景下,预计人民币短期强势还会延续一段时间。

观察人民币即期汇率走势,2012年先扬后抑,以7月下旬为分水岭。去年7月下旬过后,人民币汇率重回升值轨道,期间升值行情又可分为两个阶段。第一阶段是去年7月下旬至9月中旬,美联储推出QE4的预期升温,美元大幅走软推动主要非美货币对美元走强;第二阶段是去年9月下旬至年末,美元指数呈现宽幅震荡,人民币兑美元汇率则继续上台阶,市场对于此阶段人民币升值的讨论颇多,但背后都离不开中国经济回暖这一事实。从数据上看,正是从去年9、10月份开始,包括制造业采购经理指数(PMI)、工业增加值、进出口等系列经济指标出现了稳步的回暖趋势。目前这一趋势仍在延续,为人民币走强提供了

有力的基本面支持。最新数据显示,2012年12月PMI为50.6%,连续3个月处于荣枯分界线之上;当月进出口规模双双创历史新高,贸易顺差额较前一月增长119.8亿元至316.2亿美元,远超预期。

从具体影响路径上看,随着中国经济企稳回暖预期上升,人民币贬值预期收敛,外汇流出放缓,同时贸易企业主动结汇意愿上升,从而对人民币需求具有实际正面支持。目前看,国际市场风险偏好依然较强,欧元等主要风险货币兑美元上涨,美元指数短期表现疲软,人民币有跟涨非美货币的动力。与此同时,春节前企业结汇需求一般比较旺盛,季节性因素同样支持人民币短期继续走强。

数据显示,14日香港离岸市场美元兑人民币即期报6.1855/65,比境内即期汇率高出约300点。市场人士预计,离岸市场汇率或牵引境内人民币汇率继续小幅升值。不过,从全年来看,考虑到我国经济增长趋势性放缓、国际短期资本双向流动日趋频繁和我国企业对外投资力度加大等因素,人民币持续单边、大幅升值基础已不复存在。

## 券商开年扎堆发行短融券

年初以来发行规模已达166亿

□本报记者 王辉

中信建投证券、国泰君安证券14日相继公告,两公司将于1月17日分别招标发行16亿元期限91天和30亿元期限90天的短期融资券。至此,年初以来已有6家券商公布了短融发行公告,发行总规模达166亿元。

其中,已完成发行的招商证券2013年度第一期短期融资券和

安信证券2013年度第一期短期融资券合计40亿元,中信证券、广发证券、中信建投、国泰君安等正等待发行的短融券合计126亿元。

国泰君安分析师胡达表示,近期市场资金面十分宽松,券商此次发债从融资成本角度而言较为合适。考虑到2013年春节已日益临近,在本轮券商短融发行高潮结束之后,未来可能会出现一段时间的窗口期。

重工、海直、同仁共舞

## 中证转债指数大涨1.74%

□本报记者 王辉

得益于A股市场强势上涨,周一交易所可转债普涨,中证转债指数更是大涨1.74%。

分个券看,受当日A股市场大涨的推动,正常交易的20只可转债18涨2跌,对应的正股则无一下跌。涨幅居前的重工转债、海直转债、同仁转债分别大涨5.22%、5.12%和4.89%,列涨幅榜前三位;燕京转债、中海转债分别下跌0.15%和0.24%,深

机转债上涨0.001元或0.00%,为当日可转债表现最弱的三只个券。结合正股来看,当日正股涨幅居前的可转债表现更为突出,显示出A股市场与转债市场

人气的同步转强。分析人士指出,目前可转债市场估值整体仍处于较低风险水平,从相关券种的放量上涨来看,投资者通过转债博弈股市反弹的特征较为突出。如果A股市场强势特征依旧持续,可转债市场价格修复应可维持。

资金面不改宽松态势

## 隔夜利率创近4个月新低

□本报记者 王辉

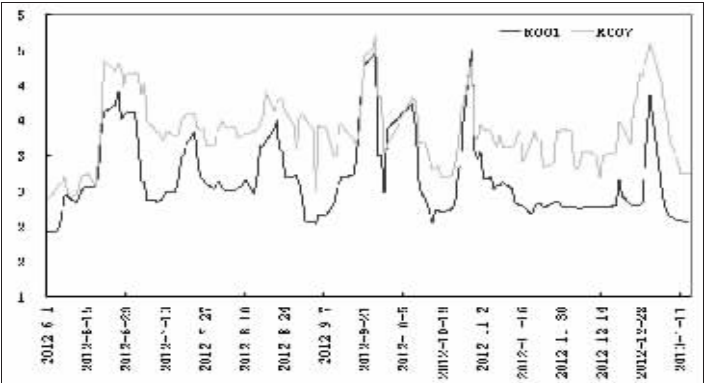
周一资金面延续年初以来宽松态势,银行间市场隔夜回购利率创4个月新低。

Wind数据显示,14日收盘,隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.0412%和2.7492%,其中隔夜利率环比跌4.23个基点、7天期回购利率微涨1.45个基点。隔夜品种2.0412%的新低。在中长期限品种方面,周一跨春节的1个月及两个月回

利率均值分别为3.8568%和4.0660%,也基本保持稳定。

市场人士指出,近期主要金融机构表内外资金流动顺畅,加上央行对于资金面的保驾护航深入人心,当前资金利率持续低位运行也在市场预期之内。来自公开市场的消息显示,周一央行对公开市场一级交易商开展了7天、14天逆回购以及28天及91天正回购操作询量,而本周公开市场到期逆回购环比大幅下滑至900亿元,预计央行本周可轻松实现资金净投放。

## 节后资金利率大幅回落



## 多家公司披露企业债发行计划

□本报记者 陈静

近日有多家公司在中信信息网披露企业债融资计划。

其中,陕西东岭工贸集团股份有限公司拟于本月15日至17日发行7亿元期限10年的固息企业债(简称“13陕东岭债”),募集资金全部用于陕西东岭物流中心建设项目和节能环保与资源综合利用改造工程项目。经中诚信评级,发行人主体信用等级为AA-,债

项等级为AA。

商丘市发展投资有限公司拟于本月15日至18日发行7亿元7年期企业债(简称“13商丘发债”),募集资金中6亿元用于商丘市中心城区生态水系综合治理工程包河河段项目,1亿元用于商丘市中心城区生态水系综合治理工程周商水运河河段项目。经鹏元资信评定,该期债券的信用级别为AA+,发行人的主体长期信用等级为AA。

## 交易员札记

## 年初流动性行情步入尾声

□潍坊农信 代长城

14日,资金面延续宽松状态,各期限资金利率保持低位运行。隔夜回购利率2.04%,较上一交易日下行15BP;剩余0.91年的12国电集CP004(AAA)成交在4.15%,较估值上行6BP;剩余1.79年的11三峡MTN2(AAA)成交在4.27%,下行1BP;剩余3.83年的11五矿MTN1(AAA)成交在4.72%,下行5BP;剩余4.36年的12华电股MTN1(AAA)成交在4.83%,下行3BP;剩余8.91年的11国网债01(AAA)成交在5.04%,较上一交易日下行1BP。

从昨日利率市场表现来看,宽松资金面推动收益率下行的动力已经趋弱,甚至衰竭。从近期发布的经济数据来看,经济面继续改善对债市利空,预计利率产品此轮行情业已结束。信用债方面,需求较旺而供给较低,支持短期内信用债市场继续回暖。但从中期角度看,供给将逐步增加,进而改变供不应求的局面,且资金最宽裕的阶段也已经过去;预计后期信用债市场回暖的局面将慢慢改变。

物价反弹“吹冷风” 供需有利“释暖意”

# 债券配置价值依旧明显

□主持人:本报记者 张勤峰

嘉宾:广发证券 徐寒飞  
招商银行 刘俊郁  
南京银行 黄艳红

上周五公布的略超预期的物价数据,让年初以来小幅回暖的债市行情戛然而止。不过,市场人士指出,考虑到去年高基数,一季度CPI同比涨幅继续扩大的可能性小。年初配置需求旺盛,而供给尚未跟上,为避免收益率大幅上行提供了安全垫。如果收益率向上出现超调,则可能提供交易盘入市和建仓的机会。

## 物价温和回升 CPI难破3%

问:2012年12月CPI同比上涨2.5%,创7个月新高。短期物价反弹的主要因素是什么?未来是否具有持续性?

徐寒飞:短期促使物价反弹的因素是食品价格,受到去年12月低气温的影响,蔬菜价格的大幅反弹推高了整体食品CPI的环比涨幅,而非食品环比增速则持平。未来随着气温回暖,以及春节效应不及往年,预计1-2月份就能看到食品环比增速放缓,对缓解CPI上涨压力具有积极作用。全年来看,CPI可能保持温和回升的势头,全年增速水

## 逆回购控盘 降准可能性小

问:一季度央票零到期与逆回购操作缩量,导致近期有关降准的讨论重新升温。短期内央行调降准备金率的可能性大吗?

刘俊郁:短期看,降准的可能性不大。当前虽然资金面存在诸多不利因素,比如央票零到期、春节资金备付高峰等,但这些仅仅是时点性因素,如果单考虑货币供给的效果,央行逆回购操作完全可以替代降准。我们认为,降准的必要条件是银行信贷受到了明显制约。但从当前银行体系的资金面看,受去年12月财政存款释放资金的影响,当前银行资金面并不算差,降准的必要性及可能性均不

大。未来央行在货币政策上还将以“维稳”为主,逆回购作为央行主要操作工具的现状不会发生改变。

黄艳红:近期央行降准的可能性不大。第一,目前资金面不紧张,7天回购利率在3%以下。第二,央行逆回购减量是因市场流动性较好,机构通过逆回购融资动力减弱,央行跟随降低供给量。第三,近期人民币NDF贬值预期基本消除,代表着海外市场对人民币走势信心的恢复,从而将带动外汇占款的回升,改善流动性。第四,不排除资金利率在春节前后出现时点性冲高,但这只是短期因素,央行据此动用准备金工具的可能性小。第五,预计新一届政府的发展基调是推动经济结构的转型,提高经济增长的质量和效益,而2013年货币政策基调仍然为稳健,不会轻易下调存准。

## 配置盘无恙 交易盘顺势而为

问:物价短期反弹对债券市场行情会产生何种影响?

徐寒飞:物价短期反弹可能对市场有一定的负面作用,考虑到流动性仍然偏好,收益率曲线将继续小幅变陡。未来债券市场的风险在政府无法接受偏低的经济增速而进行财政和货币信贷刺激,机会则

信用债的反弹。综合而言,短期内,我们认为供不应求的现实难以改变,支持信用债市场继续回暖。但从中期角度看,供给将逐步增加,资金最宽裕的阶段也已经过去,目前信用债的择时策略意义不大,仍需谨慎警惕信用风险,因此我们对信用债的中期走势并不乐观。

## 招商证券:继续关注短融的交易性机会

近期在资金面改善的推动下,短融收益率显著下行,但经济增速和CPI增速缓慢上行将成为今年上半年信用债走平的主导力,而货币政策放松预期减弱也将使信用债整体缺乏大幅上涨的动力。综合来看,上半年信用债信用利差将保持稳定,收益率整体以窄幅震荡为主。建议上半年以配置为主,推荐5年左右久期、中等资质产业债+城投债”的资产组合,组合兼顾品种流动性、资本利得的机会和持有票息的回报;短期资金面比较宽裕,将继续推动短融收益率下行,可继续关注短融的交易性机会。

## 可转债

## 国泰君安:低估值下防御性显现

正股市场一季度向好趋势不变,短期或有结构性调整。当前转债股性估值仍处于2011年以来低

会出现阶段性的受阻。收益率曲线将出现陡峭化下行,短期利率的降幅大于中长期利率。操作上,对于持有到期的配置型投资者而言,如果年内收益率升幅不大,那么等待收益率高点,进行配置的择时策略意义不大,仍可以按照资金进度进行均匀配置。对于交易型投资者而言,在利率产品暂时缺乏系统性交易机会的情况下,利率债的配置更多是出于流动性需求和息差交易,同时考虑到1月份收益率可能出现阶段性回落,适宜以3-5年中期品种为主。

## 信用产品

## 申银万国:信用债短多长空

元旦节后信用债市场明显回暖,主要是因为:首先,资金面宽松。去年底财政存款释放,使得市场资金面非常宽松,但这种状态会持续太久。其次,机构需求旺盛,包括:年初常规的银行配置需求;债券基金仍处于规模膨胀阶段;理财产品的需求增加。银行配置需求,债券基金发行速度仍能延续,银行理财也处于扩张阶段,所以需求端应能延续对信用债市场的正面作用。再者,短期内信用债供给不多,但供给的稀缺只是短期因素。最后,“超日债事件”并无实质性的进展或者好转,上周信用风险担心情绪明显下降,推动了低评级

## 债市策略汇

## 利率产品

## 瑞银证券:中短久期金融债相对价值较高

从风险和收益两方面考察,当前投资者可能要采取继续缩短久期的投资策略。首先,随着基本面的回暖,经济数据超预期的表现在近期看来还将持续。其次,随着经济基本面的回暖,投资者的风险偏好提升,风险资产持续上涨,对于利率市场投资者的投资意愿构成压制。再次,2012年12月CPI数据超出2.3%的市场一致预期。尽管当前的通胀水平仍属温和,但通胀超预期上涨仍可能对利率市场,特别是中长期品种构成调整压力。当然,利率市场目前面临的有利因素在于资金面相对宽松。但是,在基本承压的情况下,宽松资金面对于利率品种收益率下行的推动可能将止步于中短期品种。建议投资者当前维持3年左右的组合久期目标。品种选择上,目前政策性金融债的相对价值高于国债。

## 中金公司:1月或有阶段性反弹

尽管上半年市场风险偏好的提高使得利率产品缺乏系统性的交易机会,但1月份利率产品可能出现阶段性的反弹。一方面资金面将继续趋于宽松,另一方面,风险偏好的回升

## 交易所信用债

## 调整压力继续释放

□本报记者 王辉

在周一A股市场大涨的背景下,近期备受市场关注的交易所信用债市场表现疲弱。当日成交的城投债、公司债涨跌互现,下跌券种的跌幅相对更为突出,显示出交易所信用债市场短期内调整压力还在释放之中。

当日成交个券涨跌互现,不过下跌品种的跌幅相对更大。分个券看,城投债方面,07世博2)、11焦作债、12双流02跌幅分别为5.42%、2.52%和1.84%,为城投债券种中跌幅最大的三只;07世博1)、12湘九华、12九江债涨幅均在1%左右,列城投债涨幅前三。公司债方面,12王府01、12中孚债上涨居前,涨幅均在0.40%左右;11联化债、12柳工债分别下跌1.52%、1.38%,跌幅居前。

对于交易所信用债市场的后期表现,分析人士指出,10月以来交易所不可质押债收益率的下行幅度开始超过可质押债,这往往出现在信用债牛市的最高峰,后续将进入牛尾阶段。不考虑A股市场表现对可转债的影响,预计未来较长时间内交易所信用债可能将继续面临调整压力。

## 供销集团

## 今发10亿超短融

中国供销集团有限公司公告,将于1月15日发行2013年第一期超短期融资券,期限270天,发行金额10亿元。

根据发行公告,本期超短融将于1月15日发行,1月16日缴款并开始计息,兑付日为2013年10月13日,到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。本期超短期融资券将采用簿记建档、集中配售方式发行,票面利率通过簿记建档方式确定。北京银行和广发银行担任此次发行的联席主承销商。本期超短融无担保。经大公国际综合评定,公司的主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定。

自去年6月交易商协会将超短融发行主体范围放宽至一般中央AAA级企业及其一家AAA级核心子公司后,超短融发行规模呈现爆发式增长。据Wind资讯数据,2012年全年共发行超短融125只,面值总额5822亿元,而2011年全年则为25只或2090亿元。业内人士指出,凭借融资便利性及成本优势,短融中票等正日益成为大企业替换银行信贷的重要工具,预计2013年发行规模仍将持续增长。(张勤峰)