

美元涨势遇阻 人民币升值难言终结

本报记者 张勤峰

美联储主席伯南克偏鸽派言论，引发11日隔夜美元指数自阶段高位剧烈回调，人民币兑美元中间价趁势逼近汇改以来高点。市场人士指出，尽管量化宽松退出的确定性支撑美元中期向好趋势，但退出时点与方式的不确定性与市场情绪的作用，可能加剧美元走势的波动性。这一背景下，未来人民币升值压力减弱，但升值过程难言终结，或将保持相对强势特征。

美元上涨不会一帆风顺

7月10日，美元指数重挫1.6%。此前一日，该指数最高涨至84.75点，刚刚刷新2010年7月中旬以来的纪录。

美元指数单日剧烈回调，主要受美联储议息会议纪要和主席伯南克讲话影响。11日隔夜，美联储公布6月份议息会议纪要。纪要显示美联储成员整体认为目前仍有必要继续实施QE，而今年晚些时候的退出取决于劳动力市场复苏情况，也要考虑届时的经济和金融发展情况。另外，美联储主席伯南克参加美国经济研究局(NBER)



活动时的讲话偏鸽派，释放出来两点重要信息：一是6.5%的失业率门槛不会自动触发加息；二是当前失业率的计算可能低估了美国就业市场的疲软程度。从市场解读来看，一些研究机构认为美联储启动退出QE的时点可能会比原先预期的9月份稍晚，由此引发资金阶段性获利回吐。

事实上，目前无论是美联储还是市场交易者，对于未来QE退出的趋势基本是认可的。中信银

胡明表示，伴随着美国经济逐渐走上稳健复苏通道，美国货币政策终将退出“危机状态”，回归正常化，QE退出的方向明确。综合主要经济体经济前景对比及主要央行政策趋向对比来看，均对美元相对有利，这意味着美元中期表现强势将是大概率事件。

不过，胡明认为，未来美元上涨不会呈现单边行情，“拥挤交易”的负面影响可能反倒会放大美元指数的波动幅度。由于未来市场参与者对市场风险判断的同

质性可能造成美元指数在某个短周期持续上行，从而“过度消费”了利好美元的中期因素，一旦随后上涨动力不足或者短暂扰动因素出现，任何微小的反向操作都会导致美元指数出现连锁性下跌行情。这一现象在5月以来已表现得非常明显，美元指数虽然运行中枢在抬高，但是波动性明显高于前四个月。

人民币中间价逼近汇改高点

在隔夜美元汇率剧烈调整的背景下，11日境内市场人民币兑美元汇率中间价报6.1599，比前一交易日上涨53基点，为连续第三个交易日上涨，且距离6月中旬创出的6.1598的汇改后高点仅差一个基点。即期市场方面，昨日人民币兑美元即期汇率收于6.1352，较上一交易日微跌11基点，延续了7月初以来围绕6.13一线窄幅震荡格局。

分析人士认为，美元中期趋强背景下，人民币对美元升值将放缓，但升值过程可能不会轻易终结，未来人民币大概率将保持相对强势特征。

当前认为未来人民币升值将放缓的主要理由在于：首先，监管部门对于贸易套利的打击，

或抑制“热钱”流入；其次，疲弱的经济表现、中美利差收窄将削弱人民币套利交易的吸引力；最后，国际市场美元中期走强的概率上升，而人民币兑美元汇率与美元指数走势间存在一定的负相关关系。

不过，农银国际等机构仍认为，未来人民币将保持相对强势特征。农银国际报告指出，中国正加紧强化金融改革，为实现人民币的完全自由兑换和在未来几年成为全球储备货币奠定基础；放松资本管制将加速人民币国际化，并促进作为境外人民币需求窗口的离岸人民币市场和境内市场最终的完全融合统一；同时，日本新的量化宽松政策将继续参与人民币套利交易提供流动性支持。综合来看，下半年人民币将保持强势。

招商银行高级分析师刘东亮则指出，当前人民币并不具备继续升值的基础和条件，市场层面甚至具有贬值压力。但他进一步表示，人民币该不该升值和会不会升值是两个截然不同的问题，人民币汇率并非完全由市场主导，目前没有证据表明升值已经结束，转为看跌人民币将面临相当大的政策风险。

石化转债逆势下跌

7月11日，受A股市场大涨提振，沪深转债市场绝大多数券红盘报收，偏股型品种表现上佳。不过，由于石化转债2期超预期获批，石化转债逆势下跌超过1%。

随着资金面回稳以及经济预期的改善，昨日A股市场情绪显著回暖，上证综指大涨64.86点或3.23%，个股呈现普涨格局。转债市场上，中证转债指数收于292.03点，上涨1.87点或0.64%。个券表现方面，当日19只正常交易的转债1涨2跌1平，4只个券涨幅超过1%，但与正股全线上涨、多数涨幅超过2%相比，转债表现略逊一筹。具体来看，国电、民生、工行分别上涨2.08%、1.95%、1.47%，居涨幅前三；石化转债下跌1.12%，跌幅第一，偏债型中海转债以0.04%的跌幅成为另外一只下跌个券。

中国石化10日晚间公告，公司于7月9日收到了证监会核准其公

开发行石化转债2期的批文，核准公开发行的可转债面值总额为300亿元，期限6年。这意味着石化转债2期的发行进入实质性阶段。申银万国证券就此指出，本次石化转债2期获得批文的时机远超市场预期，预示下半年转债市场供给压力大增，同时，石化2期的发行将对现存的石化转债(石化1期)产生直接冲击。不过申万同时指出，由于目前石化1期的纯债价值低于95元，因此石化1期的绝对下跌空间并不大，此外，市场将预期石化为了发行2期而希望正股价格上涨，也将对石化1期的转债价值产生支撑。

就转债市场整体而言，有分析人士指出，短期市场偏暖情绪有望持续，偏股型品种可继续持有；不过，由于资金面进入7月中旬后可能出现反复，加上下半年转债供给速度可能加快，转债追涨仍需谨慎。(葛春晖)

部分可转债行情与价值分析

名称	最新元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值元)	到期收益率(%)	类型
国电转债	112.40	2.08	3.49	94.83	0.68	平衡型
民生转债	106.44	1.95	9.88	83.87	0.72	平衡型
工行转债	112.85	1.47	1.27	93.63	-1.30	偏股型
川投转债	126.80	1.3	3.13	95.00	-3.02	偏股型
海直转债	113.50	0.89	3.5	86.81	-0.08	平衡型
同仁转债	135.07	0.87	2.75	88.98	-4.59	偏股型
中鼎转债	117.28	0.86	2.66	97.05	-2.80	平衡型
中行转债	100.81	0.45	2.64	95.42	2.81	平衡型
新钢转债	106.32	0	3.96	106.64	5.69	偏债型
中海转债	92.83	-0.04	2.86	90.08	4.25	偏债型
石化转债	99.72	-1.12	0.87	93.49	3.09	平衡型

6个月国库现金定存中标利率5.01%

财政部、央行7月11日进行了今年第四期500亿元6个月期国库现金定存招标，招标结果显示，本期国库现金定存中标利率为5.01%，较上期中标利率有明显下降，但仍处于相对较高水平。

6月20日，财政部、央行进行了年内第三期400亿元6个月国库现金定存招标，由于刚好处在资金利率飙涨的高峰，中标利率达到6.50%。今年以来的四期国库现金定存均为6个月品种，昨日中标利率为年内次高位置。

分析人士指出，由于本期国库定存期限刚好跨年，中小型银行出于年底存贷比考核压力的考量，投标积极性相对较高。此外，近日市场资金面又有小幅趋紧，中长期限资金利率出现一定程度上行，也推升了机构需求。

11日银行间市场资金利率出现小幅反弹。隔夜及7天质押式回购加权平均利率分别为3.36%和3.83%，较10日前分别走高10BP、23BP；1个月以上期限的中长期回购利率则继续保持在4.40%以上的相对较高水平。(王辉)

交易员札记

收益率继续上行 期待明确信号指引

□中国邮储银行 董晶晶

带来不确定因素。这直接导致部分主力机构选择观望态度，也令一级市场需求萎靡；第三，QE退出预期虽在周三晚有所缓和，但四季度QE会部分退出的时点被市场基本认可，市场对收益率的再次上行调整仍有所预期；第四，CPI超预期并不能用基数低的单方面因素考虑，在外围原油价格持续上涨的因素下，可能会推动国内生产要素的价格回升，给通胀带来一定压力。最后，近日股市连续大涨和总理讲话让市场产生联想，在保持货币政策不动的前提下，用财政手段和货币存量的结构性调整刺激实体经济和城镇化建设，将是新领导体制下的新思路。如果此路可通，债券市场无疑继续承压。

近期市场情绪较为低迷，机构普遍等待政策面更加明确的信号。下周一公布的经济数据将是猜测下阶段上层思路的最好指标。在时局不太明朗之时，建议多看少动，但鉴于8月份流动性宽松的确定性，中短期利率可能会在7月中下旬到期和续接方面有下行趋势。

10年期农发债中标利率高于预期

农业发展银行11日招标发行该行2013年第13期金融债券。招标结果显示，本期10年期固息债中标利率4.25%，位于市场预测区间上限，高于二级市场近7个基点。

此前，多家机构预测的本期债券中标利率区间为4.12%-4.25%。而银行间市场到期收益率曲线显示，7月10日10年期农发行固息金融债到期收益率为4.1850%。另据交易员称，本期农发债首场100亿元基础招标量投

标倍数为1.69倍，也属于相对低位水平；而首场招标结束后，本期金融债获得20.7亿元的数量追加，最终本期农发债的实际发行规模为120.7亿元。

分析人士表示，随着市场对央行调控预期迅速扭转，中长期金融市场利率中枢将出现抬升，机构对于新债的收益率水平预期也在提升。此外，近期利率新债供应密集，也在一定程度上抬高了本期农发债的利率定位。(王辉)

国开行16日增发第27-31期金融债

国家开发银行11日公告，将于7月16日第一次增发该行2013年第27期至第31期金融债。

此次增发的5期债券分别为1年、3年、5年、7年和10年期固定利率债券，发行量分别不超过50亿元、70亿元、60亿元、70亿元、70亿元。增发债券上市后同对应的原债券合并交易，发行人对以上各期债券均保留增发权利。首次发行时，1年、3年、5年、7年和10年期品种票面利率分别为4.3100%、3.9799%、4.0205%、4.0866%和4.1700%。

此次增发的各期债券均为按年付息，缴款日均为7月22日，1年期上市日为7月24日，其余四个品种上市日为7月26日。本次增发的第27-31期债券采用单一价格(荷兰式)招标方式；第28、29、30期债券采用多重价格(美式)招标方式。各期增发债券承销费按认购债券面值计算，1年期无承销费，3年期为0.05%，5年期、7年期为0.10%，10年期为0.15%；各品种均无兑付手续费。(王辉)

■ 外汇市场日报

美元短期调整 不改中长期看好

□东航国际金融公司 金纬

7月11日隔夜，美联储6月18-19日会议纪要以及联储主席伯南克讲话重创美元，非美货币全线上涨，美元跌势至111.50附近仍在持续。

美联储纪要显示，大约一半认为应在年内晚些时候结束购买债券、许多其他联储官员认为债券购买应持续至2014年、绝大多数官员同意延续宽松政策、债券购买速度取决于经济状况、大多数联储官员认为债券购买计划应与利率调整分离。纪要里“宽松”的字眼被市场聚焦，美元快速下跌。

伯南克称，失业率65%是加息临界值而非触发点、需要更多的刺激措施、通胀下降会对经济产生损害。市场认为该讲话偏向于鸽派，从而加剧了美元的下跌。截至11日亚洲早盘，美元指数从84上方跌到82.28附近才企稳，而欧元则大幅反弹至13.00附近，美元兑日元跌落至98.30附近。

日本央行11日公布利益决议，维持货币政策不变。同时，央行自2011年1月份以来第一次使用“复苏”字样，但是将2013财年通胀预期从1.7%下调至1.6%，将2013财年经济增长预期从1.9%下调至1.8%。日本央行发出的信息温和，美元兑日元在决议公布后窄幅震荡。

由于伯南克此次的讲话偏向于鸽派，与上次讲话出现明显不同，美元指数短期的基本面转弱。技术面上，美元指数跌破了近期的上升通道，下行压力增大，如果未来跌破82.28附近的水平支撑，将进一步的打开下跌空间。但是由于美联储在今年年底和明年年初减缓QE规模是大概率事件，美元指数的中长期走势仍然可以看好。

申银万国16日

招标25亿元短融券

申银万国股份有限公司11日公告，将于7月16日招标发行2013年度第三期短期融资券。

本期证券公司短融券发行金额25亿元，期限90天，固定利率，发行利率通过招标系统招标决定。本期短融招标日为7月16日，分销日、缴款日、起息日、债权债务登记日均为7月17日，交易流通日为7月18日，付息、兑付日为2013年10月15日。如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日。

经中诚信国际信用评级有限公司评定，发行人的主体评级为AAA，本期短期融资券募集资金主要用于补充公司流动性资金。截至发行公告日，发行人待偿还短期融资券余额为45亿元。(王辉)

“降级潮”兴起的原因可能有两个，一是监管趋严，二是信用基本面恶化。今年4月份以来，一场看上去突如其来，实则积蓄已久的监管风暴席卷债券市场每个角落，除了丙类账户、

未来一年美元将宽幅震荡

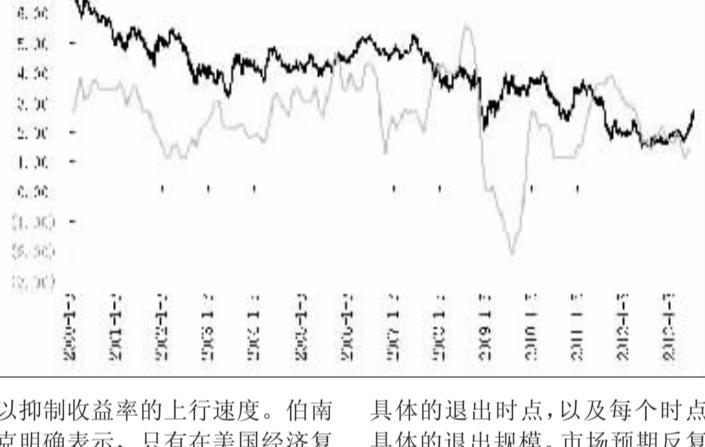
□韩会师

前收缩QE规模以来，两个月的时间内十年期国债收益率已经跳涨超过1个百分点，如果这种飙升态势不能得到抑制，那么必然对美国的实体经济投资和居民消费构成沉重压力。

正常情况下，美国10年期国债收益率应在CPI上方运行。举例而言，2000—2010年，美国10年期国债收益率最高超出同期CPI约6个百分点，以月度平均值衡量，平均高出CPI约1.86个百分点。但2011年5月之后，10年期国债收益率持续低于同期CPI，这很明显是避险因素主导下的非正常状态。在美国经济恢复稳定增长，美联储货币政策正常化过程中，避险需求的退潮必然导致国债收益率向常态回归，这是人尽皆知的常识，因此美国国债收益率存在极强的内生上行动力。

今年3月以来，美国10年期国债收益率重回CPI上方，但若想回归正常状态，仍将上行至少1-1.5个百分点，达到3.5%-4%的水平。而按照目前的收益率上行速度，年内甚至会超过4%。美联储必然要尽力避免这种情况，毕竟美联储目前尚处于调整资产购买规模的阶段，真正的加息为时尚早，而在加息之前由10年期国债收益率突破4%等于自毁。

事实上，在伯南克公布收缩QE的决定之后，美联储的工作重点就开始转向如何引导市场预期，避免资金过快流出国债市场，将争论的重点集中于猜测QE



具体的退出时点，以及每个时点具体的退出规模。市场预期反复的实现与落空，将不断对美债收益率造成冲击，从而避免出现收益率单边上扬行情。而利率上升趋势的中断，将会自动降低资金的回流压力，美元汇率也就难以持续走强。

美联储控制着美元流动性闸门的开关，即使它做不到百分百的掌控，但客观上操纵着全球利率、汇率起伏的大势。对QE退出节奏的把握就是美联储下一步操纵全球市场的着力点。后市美联储官员必然还会不断释放关于QE退出的彼此冲突的言论，这并非美联储内部存在尖锐的对立，而是避免市场紧缩预期失控的必要手段，以逐步引导市场将争论的重点集中于猜测QE

总体来看，伯南克6月19日收缩QE的表态虽然确立了美债收益率长期趋势性走势的基本面，但美联储对利率走势的节奏性调控会制约美元后市持续上行的动力。也就是说，虽然美国货币政策正常化有利于抬升美元后市波动中枢，但这并不意味着单边上扬行情将长期持续，宽幅震荡仍至少在年内主导美元整体行情。(作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

需要说明的是，虽然降级风波愈演愈烈，并不意味着将来会有大面积、全方位的违约事件发生，毕竟目前我国债券市场上B级以下堪称“垃圾债”的债券仍寥寥无几。但未雨绸缪