

美元涨势遇阻 人民币升值难言终结

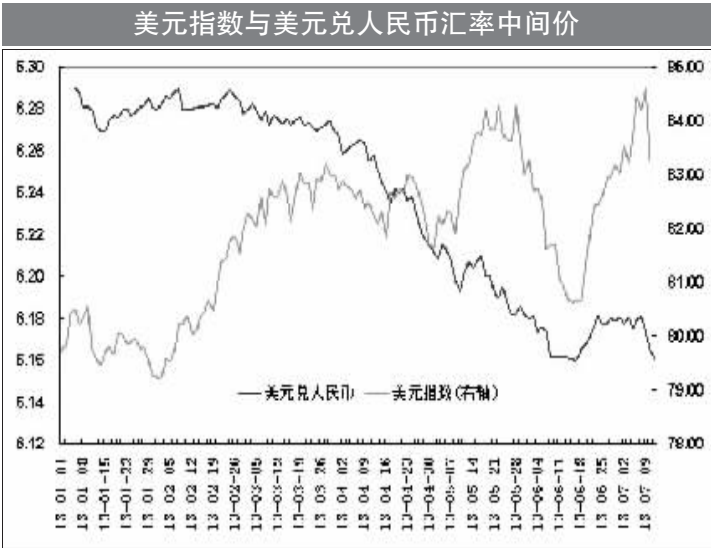
□本报记者 张勤峰

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趋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決于劳动力市场复苏情况，也要考虑届时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

行胡明表示，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”的负面影响可能反例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给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。

未来一年美元将宽幅震荡

□韩会师

7月11日凌晨伯南克的一席表态，令近期美元指数节节上涨的势头戛然而止。美元前日的暴跌看似突然，实则恰好契合了美联储控制利率上涨节奏，防止美国国债收益率过快上涨的意图。

自从伯南克6月19日放言年内收缩QE以来，美元指数大幅飙升，截至7月9日最高触及84.75，阶段最大累计升幅约5.0%。无独有偶，5月份美元指数就曾上演一波暴涨行情，5月2日至5月23日，由于市场预期美联储可能收缩QE，美元指数累计最大涨幅约3.5%，一度逼近85。

结束QE将导致美元利率上升，利率上升刺激美元回流，美元回流所以美元必然上涨，这是近期甚为流行的“美元将迎来飙升行情”观点的主要逻辑，近期美国亮丽的就业数据更是强化了这种判断。但笔者认为，这个看似合理的逻辑未必十分严密。

伯南克称，失业率6.5%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1.3000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，则顺延至其后的第一个工作日）。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，本期短期融资券的评级为A-1，评级展望为稳定。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）

代持养券等被强化规范，一直饱受诟病的信用评级寻租自然也难以逃监管法眼。评级机构警醒之余，此前评级虚高、调高容易调难的现象也就出现相应的收敛和修正。

信用基本面方面，从经济增长来看，二季度以来我国经济复苏速度屡屡低于市场预期，实体经济盈利能力依然十分脆弱；从调控政策来看，从4月份的债券监管风暴到6月份的“钱荒风波”，无不彰显了管理层加强金融风险防范的决心，同时也反映出管理层对于未来经济下行的容忍度有所提升，进一步刺激了市场对于经济增速下滑、实体经济复苏乏力的预期；从流动性来看，自从6月资金利率大幅波动之后，市场对于未来货币市场利率中枢上移已经形成一致预期。而在利率中枢上移的情况下，实体经济将难以在当前基础上获得更多的流动性支持。国际经验表明，经济下行对应的正是信用违约率的上升，因此，在经济下行预期强烈的背景下，“降级潮”的出现也就顺理成章。

近期评级下调案例增多，直观反映了企业信用违约风险正在逐步累积，不过，从历史经验来看，我国债券市场若想打破“零违约”、真正走向成熟，还需要一些外部条件的配合，而这方面也在发生着变化。比如，地方政府出于维护社会稳定、保护地方金融生态环境等目的，往往在出现信用事件时积极协调，不惜出钱、出政策，极力维护本地企业债券的刚性履约。而近年来，一方面债券融资规模急剧膨胀，其背后的风险规模随之扩大；另一方面，在经济调结构、房地产调控坚持不辍的背景下，地方政府自身财力有限，对企业的隐性担保能力从绝对和相对水平来看都将逐步下降。另外，从6月份资金风波来看，管理层推进利率市场化的思路十分明确，而作为债券市场走向成熟的重要一环，允许违约样本的出现也将势在必行。

可以预期，随着信用违约风险的上升以及政府保底能力和动机的弱化，实质性违约事件终会成为常态，从而给我公司债券市场贴上成熟的标签。

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，在信用违约风险上升之际，精选个券就成了投资者的必修课。有业内人士指出，经济下行与调结构的大背景下，产能过剩、周期和高杠杆扩张的制造业行业所受的冲击将首当其冲，如去年以来的光伏业，当前已经出现遇冷苗头的造船业、钢铁业、LED业等，对这些行业应多加谨慎；其次，未来财政改革将以包容性增长为基调，政府事权收缩，地方投融资需求将从根本上下降，长期来看城投债信用风险会下降，特别是其中的高评级品种值得关注；第三，民营企业债大多属于制造业领域，而且相对于国企和地方融资平台而言规模较小、实力偏弱，因而政府兜底意愿也相对较弱。因此，对于上述前景不佳行业中的民营企业债，更应牢记控制风险，其中最有可能出现打破债市“零违约”的首个案例。

石化转2获批超预期 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个券红盘报收，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16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%，居涨幅前三位；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期的批复，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，中资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日分别走高10BP、23BP，1个月以上期限的中资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

昨日银行间债券市场各个品种收益率继续保持上行趋势，交投情绪一般。利率债方面，1、3、5、7年国债上行4BP，10年国债上行1BP；金融债短端上行8BP，3、5、7年上行3-5BP，受10年期农发行金融债中标利率大幅走高的影响，市场逢买买盘，抛压浓重。信用债方面，短融收益率继续上行，买盘观望，AAA评级上行高达20BP，中低评级上行10BP，中票方面AAA-AA+品种上行10-15BP，中低评级上行5-10BP，市场买盘零星，成交寥寥。

从周一开始，债券市场大幅调整，收益率每日上行5BP左右，市场情绪较为恐慌。主要原因有：首先，6月中下旬部分补仓机构和浮亏机构趁势止盈和解套卖出，在收益率大幅回调20BP后难以再觅接盘机构；其次，虽然资金面基本保持平衡，但6月下旬媒体流传的定向操作若为真实，可能会在7月中下旬到期和续接方面

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，中短期利率将有下行趋势。

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。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

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。增发债券上市后对应的原债券合并交易，发行人对以上各期债券均无偿增发权利。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3.9100%、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（美国式）招标方式。各期增发债券承销费按认购债券面值计算，1年期无偿揽费，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）