

国庆节过后,人民币兑美元汇率风云突起,再掀升势。人民币持续升值的动力何在,这些动力能否持续,未来前景如何,人民币汇率的运行方向和格局又将如何演变?在当前适逢国内经济增速下降,系统性改革有望加速,而海外经济又面临变数之际,有必要对这些问题进行深入的剖析与展望。

■“人民币升值”系列之一

“双引擎”驱动人民币八年升值路

□招商银行金融市场部 刘东亮

人民币汇改迄今已走过8年路程,期间经历了种种内部和外部的冲击,但始终保持了相对稳健的基调,除了金融海啸后的特殊时期外,人民币始终保持升值趋势,没有出现明显贬值。以人民币兑美元即期汇率来衡量,人民币至今已升值35.6%,在近十年来全球主要货币中涨幅居前。

我们认为,海外资本的大规模流入以及市场的自我实现,是驱动人民币升值的最主要推动力,可谓“双引擎驱动”模式。

海外资金流入推升币值

海外资本的流入直接表现在中国经常账户和资本账户的高额“双顺差”,海外资金来源不断的以贸易盈余和跨境投资的形式进入中国。

过去十多年中,全球化的一个重要现象就是,发达经济体的

中低端制造业向中国聚集,中国成为全球最大的制造业基地。在低生产要素成本,特别是廉价劳动力和廉价土地的刺激下,中国吸纳了大量从发达经济体转移出来的制造业产业,这导致中国的贸易顺差居高不下。即使人民币持续升值,部分沿海出口行业受到冲击,我们也只是见到了贸易顺差的有限萎缩,中国的贸易盈余在某种程度上具有被动成分。

但经过十多年狂飙猛进的高速发展,中国出口的比较优势已经被严重削弱,生产要素成本的大幅提高,特别是劳动力和土地价格的提高,使得中低端制造业在中国已缺乏明显优势。以最低工资为例,2002年时,制造业基地广东的最低工资,约相当于另一新兴制造业大国墨西哥的50%,但10年后的2012年,广东的最低工资已经高出墨西哥约30%,沿海制造业向东南亚等其他新兴市

场转移已经初露端倪。可以说,以贸易盈余的形式吸收海外资本的难度将越来越大,出口对人民币升值的支撑力度正迎来拐点。

而在资本账户方面,拐点似乎来的更快。一方面,随着国内经济增速的下滑,投资机会与收益前景开始变得模糊,海外资本对中国的“饥渴度”下降,另一方面,中国正从吸收投资大国迅速向对外投资大国转变,到海外市场投资正变成一股不可遏制的趋势。而在海外经济企稳,美国即将收紧货币政策,国内外息差空间下降的大背景下,以套利为目的“热钱”,正从大规模流入风险向流出风险转变。在2012年,中国已经出现了资本账户逆差,在2013年,我们也监测到多个月份出现资本流出。

市场“自我实现”功不可没

“双引擎驱动”模式中的另一个引擎,是市场的自我实现,其对

人民币升值带来的作用在以往非常容易被忽视,但我们认为其在人民币升值中功不可没。

经济学中的自我实现,是指主体预期某件事将会发生,因而预先采取行动,结果导致预期中的事件真实发生。人民币在过去数年中的升值,就带有明显的自我实现特点。最典型的模式是,外贸企业和拥有外币资产的个人,在预期人民币升值没有结束时,便会抛售所持有的外币资产,买入人民币,而银行端亦存在升值预期,因而银行会将外币转售给央行,最终在结售汇市场表现为银行的大规模结售汇顺差,从而推动即期汇率升值,而在央行端则表现为外汇储备的持续增长。

在这一模式下,当监管层看到大规模结汇时,可能认为人民币存在升值压力,因而在中间价的制定上亦会偏向升值,但市场会将中间价当作政策信号而非市场信号,结

果进一步激发市场抛售美元的热情。10月份人民币再创新高就是这一模式的典型体现。此时,已经很难有人说得清人民币到底是该升还是该贬了,所谓基本面的多空因素在这一过程中已经被大幅边缘化。

可见,在“双引擎驱动”模式中,一个引擎的功率已经开始下降,但另一个引擎仍然马力十足,这或许足以推动人民币继续升值,在明年的某一时刻,人民币突破“8”的概率极大。但是,这种不平衡的双引擎,容易造成偏离航线的风险,使得人民币升值带有某种博傻游戏的危险色彩。

最后,要探讨人民币前景,仍有很多问题值得探讨。比如是否有持续升值才能推动人民币国际化,如何解决人民币汇率市场定价的问题,如何解决人民币名义有效汇率持续升值与实际有效汇率大幅波动的关系等等。(本文仅代表作者个人观点,与所在机构无关)

A股强势震荡 转债陷入纠结

□本报记者 王辉

10月以来,A股市场反弹格局逐步深化,最新数据均印证了实体经济依旧处于稳步复苏之中。分析人士表示,虽然A股近期走势较强,但转债市场表现相对偏弱,一方面缘于转债自身的结构性原因,另一方面,也反映出投资者对于未来股市行情能否持续并带动转债趋势性走强仍有所怀疑,从而导致市场心态较为纠结。

转债市场表现相对滞后

经历上周的冲高回落之后,本周一A股市场再度温和放量上涨,沪指指、深成指两大指数迅速收复了上周全部失地,继续显示出震荡偏强的运行特征。而另一方面,转债市场尽管在个股普涨带动下亦多数红盘报收,但仍存在缺乏量能配合、个股表现弱于正股等特点,整体延续了9月中旬以来窄幅震荡的运行格局。而回顾10月以来的整体表现,转债市场相对A股的滞后特征更为明显。数据显示,截至10月21日,上证综指、深证成指、沪深300指数10月

以来分别上涨2.51%、2.64%和2.59%,同期中证转债指数仅微涨0.66%。从转债个券的表现来看,相对于近期A股市场热点遍地开花、多只个股急速飙升的表现,转债市场的个券表现情况也显得相对偏弱。

WIND数据显示,尽管10月以来两市21只交易中的可转债品种整体涨多跌少,但上涨家数仅为14家,其余品种中除石化转债平盘外,仍有多达6只转债品种价格10月以来出现下跌。与此同时,两市转债品种涨幅前三的燕京转债、华天转债、隧道转债涨幅(以全价计算)仅分别达到8.72%、4.24%和2.54%。其中燕京转债8.72%的阶段涨幅,也远远落后于10月至今其对应正股燕京啤酒大涨21.15%的表现。

期待A股进一步指引

对于近阶段以来可转债表现相对疲弱,分析人士认为主要有两方面原因。一方面,转债发行人多数属于周期行业,而本轮A股反弹更多集中于受益于改革红利的主题材板块,因此转债正股表现在A股市场中也相对偏弱。另一方面,

投资者对于未来A股行情能否持续并蔓延至周期股仍心存疑虑,从而限制了转债投资者的参与热情。

就后市而言,目前来看市场主流机构的观点仍有一定分歧,市场情绪也处于纠结状态。偏向乐观的机构认为,随着A股继续走强,转债市场表现也值得期待。如中信证券表示,三季度宏观经济数据继续显示经济平稳运行的态势,即将密集公布上市公司三季报预计将继续呈现业绩同比普遍改善的情况,稳健的宏观和盈利数据为大盘提供了坚实基本面支撑;预计三中全会之前资金面将保持基本平稳,而资本市场改革预期则有助于改善股市流动性预期;后期随着改革预期的持续升温,预计A股市场也将继续展开震荡上行走势,建议坚持低估值蓝筹。

海通证券、上海证券等持中性观点的机构则认为,后期可转债市场的表现仍会继续跟随A股,而当前股市走势的明显性指引仍还不足。中金公司表示,未来几周,支撑股市上涨的改革预期、经济小复苏、外汇占款增加、IPO暂停等因素仍在,但要么边际上减

弱,要么行将兑现,而年底资金回笼、机构调仓换股备战来看可能导致强势股的调整,这种背景下,股市恐将进入纠结期,可能表现为趋势不明、震荡频繁。

名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)
燕京转债	113.72	8.72	21.15	93.95	-5.13	6.57
华天转债	128.00	4.24	7.02	83.15	-2.24	2.71
隧道转债	104.40	2.54	4.77	84.59	1.65	9.95
国电转债	111.68	2.51	3.45	94.56	0.78	11.68
歌华转债	103.00	1.59	1.68	93.47	1.86	56.89
深机转债	98.00	1.45	9.11	91.63	3.43	23.22
中行转债	101.84	1.43	2.52	96.39	2.71	0.77
川投转债	127.89	0.70	3.55	95.43	-3.52	-0.3
重工转债	128.09	0.64	1.97	86.84	-3.20	0.29
海运转债	106.05	0.39	0.87	95.43	-0.28	37.83
同仁转债	134.43	0.34	1.09	89.05	-4.79	5.08
民生转债	106.25	0.17	-3.87	83.64	0.80	14.69
中鼎转债	118.70	0.14	-1.29	98.23	-3.65	7.82
海直转债	118.00	0.00	-1.97	86.61	-0.86	11.51
石化转债	98.37	0.00	-0.90	93.98	3.79	14.43
工行转债	110.84	-0.05	0.00	93.41	-1.08	1.1
博江转债	103.49	-0.12	5.58	103.74	3.67	29.57
泰尔转债	105.70	-0.17	1.58	85.48	0.14	26.93
中海转债	92.25	-0.27	1.12	89.60	4.55	75.52
恒丰转债	106.94	-0.37	-3.26	91.11	0.38	22.32
南山转债	100.16	-3.30	2.61	96.50	4.60	23.61

中短期回购利率止跌反弹

市场聚焦央行公开市场操作

□本报记者 张勤峰

周一,市场资金面维持相对宽松态势,但受财税缴款与央行公开市场操作不确定性等因素影响,中短期限货币市场利率出现一定幅度的上涨。市场人士指出,企业集中上缴税款是现阶段的主要压力点,但央行公开市场操作

的变化将对未来的流动性预期产生重要影响,短期内货币市场利率继续下行的难度较大。

银行间质押式回购利率在经过一周多的持续回落,昨日有多个期限品种出现企稳反弹。其中,指标性品种隔夜和7天回购加权利率分别上涨6BP、7BP至3.04%、3.57%。稍长期限的14天到1个月回

购利率也纷纷上涨,涨幅最大的1个月加权利率收报4.70%,上涨17BP。有资金交易员表示,昨日市场隔夜资金供给尚且充裕,但7天、14天等期限资金融入难度加大。

市场人士指出,目前正值企业三季度所得税集中清缴期,预计月度财政存款增量在4000亿元左右,在上周公开市场净回笼的背景

下,对资金面的影响有所显现。不过,按照季节性规律,从11月份开始,财政存款将进入集中释放期,其对资金面将逐步转为正面推动因素。相对而言,市场更加关注本周央行公开市场的动向。上周央行暂停14天逆回购,并在公开市场净回笼资金后,有机构认为央行流动性政策可能出现变数,逆回购或许

会进入阶段性暂停期,甚至有观点认为央票可能重启发行。

数据显示,本周设有央票或正回购到期,580亿元逆回购到期使得公开市场存在一定的自然回笼压力。在财税集中上缴背景下,如果央行继续暂停逆回购操作,市场前期对年底前比较乐观的流动性预期势必面临修正风险。

光大证券: 收益率大涨概率已较低

利率产品收益率企稳,稳中求进。投资上,我们认为四季度市场需求将主要集中在配置机构手中,交易盘力量相对较弱,配置机构行为对二级市场的影响将比上半年更为显著,捕捉配置型机构的需求变化将主导二级市场的机会。对于配置盘,收益率的显著上行已使得价格具有较高吸引力,且负面因素大部分影响已被反映在价格之中,预期未来流动性将逐步迎来边际改善,收益率再次大幅上行的概率已较低,政策性金融债的投资价值好于国债。

信用产品

中信建投: 经济即将回落 高等级可配置

利率品种的调整已经基本结束,且有反弹的需求。在这一过程中,高等级信用债也将受益。我们看好其在未来半年时间内的配置价值。

由于年底风险不大,建议拉长高等级信用债和利率债的久期。对于低等级信用债,则建议久期控制在中短,其收益率下行阻力略大。

今年以万科、招商、绿地、万达等龙头房企为代表的企业纷纷在香港借壳上市,开拓海外融资渠道。我们认为大中型房地产企业的信用资质出现好转。尤其是具有保障房相关项目的房企。再融资将为企业增信,改善现金流状况。房地产市场增加供给,土地市场协调发展的长效机制将得到发展,房地产公司债信用资质有望受益。

华泰证券: 城投债宜转向高等级

城投债放量信号得到确认,转向高等级是明智之举。上周城投债发行规模达到3233亿元。其中,企业债占比为80%;低等级占比为82%。这么来看,我们前期提出的城投债放量应满足的3个条件都已满足(周度发行规模超300亿元;企业债占比高;低等级占比高)。这里所说的放量是指月发行规模在千亿级别,而且这样

放量的态势至少将持续1个季度。在此情况下,建议投资者将城投债的配置重点转向高等级,两个理由:第一,今年供给端的机构性缩量使得低等级城投债的相对估值水平已位于历史低位,而高等级品种估值水平则相对尚可;第二,在我国事权下放而财权上收的体制下,本次5级核查可能会揭示低行政级别政府债务的风险,从而引发市场对低资质城投债的担忧。

可转债

宏源证券: 分化行情将延续

经济复苏持续性被证实的概率上升,改革红利预期致使概念板块轮动亦在继续,三季报的陆续发布将使分化行情延续。上周公布的数

据显示经济复苏可持续性基础仍在,四季度复苏持续被证实的概率正在上升;而从上周股市内部结构表现来看,三中全会前改革红利预期仍是板块轮动的重要推手;在前

国泰君安: 下行风险较小 可低位增持

流动性向好,短期正股风险不大,转债估值处于年内绝对低位,投资者无须悲观。继续看好年内转债绝对收益空间,建议增持。上周权益市场全面回调,重点弹性个券皆有回落,但低估值下,转债整体跌幅有限。估值维持在年内最低水平,低于2013年2、5月水平3%-4%。转债市场已经反映出负面信息,下行风险较小。金融体系风险偏好维持高位,信用扩张渠道旺盛,预期较低下,后续经济上行风险更大。美国债务上限之争导致QE退出时点延后,四季度实际流动性较好,利于权益资产表现。个券依然推荐银行转债、隧道转债。IPO重启预期下,小盘转债短期或面临调整,建议投资者重视华天、中鼎、海直转债在115以下的买入机会。(张勤峰整理)

配置价值获认可 五年期地方债需求较好

配置价值获认可

10月21日,财政部代理招标5年期固定地方债券,认购情况较好,中标利率略低于二级市场。刊登于中债网的招标情况显示,本期地方债中标利率为4.33%。这一发行利率略低于二级市场水平。据中债网地方债收益率曲线数据,目前5年期地方债收益率约在4.36%。在此之前,今年由财政部代发的地方债收利率大多比现券收益率高。此外,本期地方债投标量为374.5亿元,投标倍数为1.69,创出8月下旬以来同类券种招标的最高值。

可见,在“双引擎驱动”模式中,一个引擎的功率已经开始下降,但另一个引擎仍然马力十足,这或许足以推动人民币继续升值,在明年的某一时刻,人民币突破“8”的概率极大。但是,这种不平衡的双引擎,容易造成偏离航线的风险,使得人民币升值带有某种博傻游戏的危险色彩。

最后,要探讨人民币前景,仍有很多问题值得探讨。比如是否有持续升值才能推动人民币国际化,如何解决人民币汇率市场定价的问题,如何解决人民币名义有效汇率持续升值与实际有效汇率大幅波动的关系等等。(本文仅代表作者个人观点,与所在机构无关)

交易员表示,地方债收益率已处于历史高位,与同期限国债的利差亦处于较高水平,绝对和相对投资收益均不错。同时,当前资金面宽松,市场对四季度流动性改善、经济增速略微回调存在一定预期,可能提升债券配置需求。此外,本期地方债是年内最后一期由财政部代发的地方债,品种的稀缺性亦刺激资金认购的热情。

本期债券为今年第12期财政部代发地方政府债券,为5年期固定利率债券,招标金额为221亿元。(张勤峰)

供给压力继续释放

进出口银行固息债中标利率走高

因供给压力继续释放,中国进出口银行21日招标发行的两期固定金融债中标利率均高于二级市场水平。

进出口银行昨日招标的是该行2013年第三十三期2年期债券和第三十四期5年期债券,发行金额各不超过60亿元。据银行间交易员透露,此次2年期国债中标利率为4.82%,五年期国债中标利率为4.94%,均高于二级市场收益率水平。中债银行间固息非国债政策性金融债收益率曲线

显示,目前二级市场2年期和5年期品种收益率分别在4.77%和4.93%位置。两期债券的投标倍数分别为1.56倍和1.91倍。

交易员指出,虽然市场预期四季度利率产品供给量环比将有所减少,但从短期来看供给密集期还未完全度过。据最新数据统计,本周已披露的利率产品计划发行面值总额依然超过1000亿元,达到1170亿元。在需求相对有限情况下,持续的高额供给使得一级利率继续存在上行压力。(张勤峰)

空头情绪浓厚 国债期货延续弱势

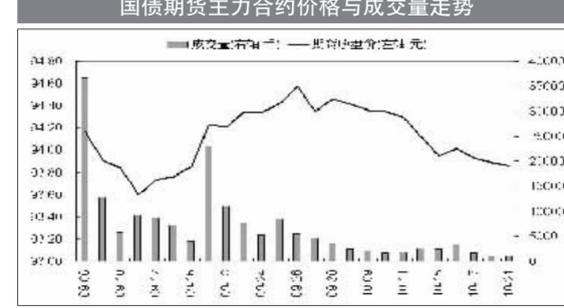
周一(10月21日),国债期货市场延续弱势调整格局,主力合约获三连阴,但跌幅有所收窄。昨日国债期货主力合约TF1312收于93.858元,跌幅0.03%,成交1068手,持仓量3920手,减仓181手。三张合约总计成交1099手,较上周五减少43手,总持仓4297手,减仓176手。

上周四央行暂停逆回购操作,加上本周财政缴税影响体现,昨日银行间市场资金利率企稳回升,7天回购加权平均利率上行7BP至3.56%。但考虑到外汇占款可能出现明显好转,市场预期资金面不会出现大幅趋紧。三季度GDP增幅符合市场预期,显示经济基本面偏

暖,但债市前期对经济向好已有反映,因此对债市短期影响有限。

昨日有两期进出口银行债和一期地方债招标,两期国债中标利率双双高于二级市场,短期新债供给压力仍不容小视。在此背景下,债券市场空头情绪依然浓厚,现券市场中长期国债收益率多数上行,其中活跃CTD券130015.1B成交加权平均收益率上行约2BP至4.0951%。

中国国际期货研究员郭皓洁表示,短期资金面和基本面均无明显指向,新债供应情况将左右国债价格走势。昨日TF1312跌幅趋缓,双边平仓迹象明显,价格有望维持低位窄幅震荡。(葛春晖)



农发行24日招标两期金融债

中国农业发展银行21日发布公告称,该行定于10月24日上午,利用中国人民银行债券发行系统招标发行2013年第二十八期1年期固定利率(附息)金融债券不超过100亿元和2013年第二十九期3年期固定利率(附息)金融债券不超过100亿元。

农发行第二十八期债券发行日为10月24日,缴款日和起息日为10月30日,兑付日为2014年10月30日(遇节假日顺延,下

同),债券上市日期为2013年11月1日;第二十九期债券发行日为10月24日,缴款日和起息日为10月31日,以后每年的10月31日为该债券的付息日,兑付日为2016年10月31日,债券上市日期为2013年11月6日。

此次两期债券均为固定面值,采用无利率上下限,有利率标位及相应数量规定,单一利率中标(荷兰式)的招标方式,不设基本承销额。(张勤峰)

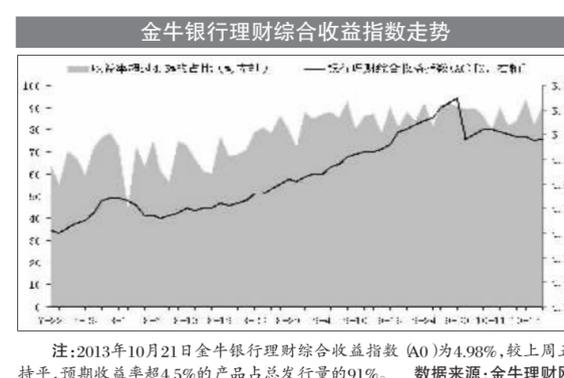
中金公司将发10亿元短融券

中国国际金融有限公司公告称,定于10月24日招标发行该公司2013年第三期短期融资券。

本期证券公司短融券发行金额10亿元,期限90天,固定利率,票面利率通过招标系统招标确定。时间安排上,本期短融券招标日为2013年10月24日,发行日、缴款日、起息日、债权债务登记日为10月25日,自债权债务登记日的次一个工作日即可流通转让,付息、兑付日为2014年1月

23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,顺延期间不另计息)。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,评级展望为稳定,本期短期融资券的评级为A-1。本期短期融资券无担保。

据WIND统计,截至10月21日,证券公司短融券存量32期、636亿元,远超过去年同期的7只、281亿元。(葛春晖)



注:2013年10月21日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.98%,较上周五持平,预期收益率超4.5%的产品占总发行量的91%。数据来源:金牛理财网