

## ■ 货币债券回眸2013系列之一

回望2013,可谓是跌宕起伏、令人扼腕的一年。既有国债期货时隔十八载重返市场激发的振奋,也有美元走势不如预期引致的失落,更有“钱荒”肆虐、债券市场由暖春跌入寒冬带来的无奈甚至痛苦。然而,预期与现实反差所带来的刺激与机遇,不正是资本市场的魅力所在吗?

# 美元:2013未走强 2014多震荡

## QE退出非美元反转充分条件

□本报记者 王辉

自从年初美国经济有惊无险地迈过财政悬崖之后,市场一度对2013年美元的趋势性走强形成了一致预期。但从实际情况来看,美元指数虽然年中有过阶段性走强,但全年仍表现为冲高回落、宽幅震荡的走势。分析人士表示,尽管美元走强预期的落空在很大程度上可以归结为QE退出的频频押后,但在全球金融市场风险偏好始终未见明显下降、美元低利率环境预计仍会长时间延续、美国债务难题较长时间内容仍难以有效根治的背景下,即便QE逐渐退出,美元走势可能都难以实现趋势性反转,预计未来较长时间内美元指数都将延续宽幅震荡的运行态势。

### 冲高回落 由强转弱

总体来看,2013年全年美元整体呈现出上半年趋强、下半年明显转弱的运行格局。截至北京时间12月18日18时,美元指数报80.08点,较2012年年末79.75点的点位,仅微涨0.41%。不过,美元指数全年的波动幅度则较为可观。截至目前,美指的全年高点为7月9日创出的84.75点,全年低点则出现在2月1日的78.92点,相较于2012年收盘点位,全年的振幅仍然达到7.31%。

今年以来美元指数运行大致可以划分为5个阶段。

第一阶段,一季度及4月份,在充分消化了QE3的利空影响之后,随着日本央行年初推出无限量QE的新一轮“印钞大冒险”计划,美元对日元汇率一路扶摇直上,最高涨至1美元对103日元的接近四年半高点,阶段性升值幅度高达10%以上。在此背景下,美元指数由年初最低79点一线强力上冲至83.50水平附近。

第二阶段,经过4月份和5月初的横盘整理之后,随着美债收益率的攀升以及美联储的暗示,QE退出问题首次对全球金融市场、尤其是大宗商品市场带来显著冲击,美元指数进一步上扬至84.50点附近的最高水平。

第三阶段,随着市场风险偏好情绪的快速回归,美元指数在5月末及6月上半月急速下滑至80.50点附近。

此后,由于受到以印度、印尼等一些大量新兴市场国家资本外逃、本币剧烈贬值的推动,美元指数自80.50点的谷底水平又一次急速上扬。至7月初,美元指数在全年第四阶段最高已升至84.75点的全年高点。

然而颇具戏剧性的是,自7月初之后,随着美联储QE退出的频频落空,美元指数悄然走出一段为时极长的震荡下行走势。从7月初至12月中旬,美元指数涨少跌多,一路下滑。在这第五个阶段,美元指数最大区间跌幅高达5%以上。

## 人民币中间价三连阳

周三,人民币对美元汇价继续呈现高位窄幅震荡走势,中间价连续第三日小幅走升,即期汇价则微幅收低。

由于隔夜美元走软,周三人民币对美元中间价较上日微涨3基点至6.1105,但总体看,近期中间价与国际市场上美元震荡的走势基本一致,波动不大。

由于中间价未能提供方向性指引,且投资者等待美联储公布12月议息决议,周三人民币对美元即期汇价基本持稳。询价交易市场,人民币对美元收报6.0718,略微低于周二收盘时的6.0710。

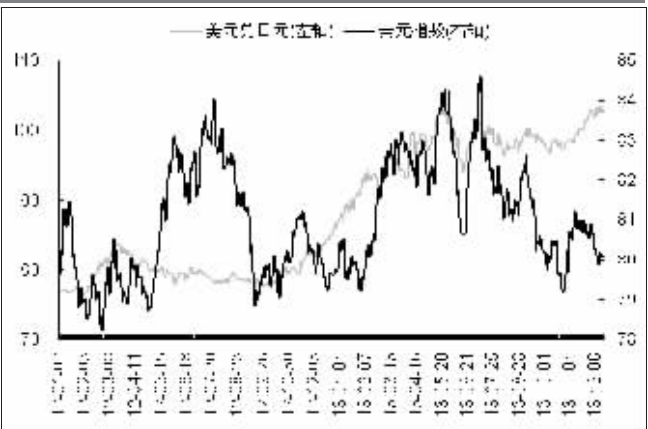
离岸市场上,1年期美元/人民币无本金交割远期升至6.1300/6.1350元,高于周二尾盘报的6.1279/6.1322元。香港离岸人民币(CNH)市场,美元/人民币持平于6.0695,与前一日本持平。

市场人士表示,各方都在等待美联储议息决议,主要货币对美元均保持窄幅波动。从盘中交易看,即期市场客盘结汇力量比较稳定,且外汇占款和银行结售汇数据仍说明短期资本流入压力较大,人民币汇价仍有升值动力。另外,更为市场化的CNH汇价已与在岸价格趋同,表明目前汇价接近市场短期均衡水平,除非中间价释放明确信号,人民币汇率短期内升值的空间可能不大。

年初以来,人民币汇率走走停停,但总体呈现平缓上台阶走势。以中间价计,年内至今升值2.86%,明显高于去年的1.0%。市场人士指出,中国经济企稳向好,内外持续存在无风险套利空间,吸引资本流入,对人民币汇价形成支持,但鉴于欧美经济复苏、国内经济上行空间受限的趋势,未来人民币升值空间有限,波动性可能上升。(张勤峰)

# 货币/债券 Money Bonds

美元指数和美元兑日元汇率走势



### 宽幅震荡走势或延续

四季度以来,尤其是11月中旬以来,尽管美国失业率、初请失业金人数、GDP增速等主要经济数据表现优异,且美联储削减QE的预期依旧较高,同时美国新预算协议也达成在即,但美元指数却仍持续下跌,多重利好均未成为其上涨的催化剂。

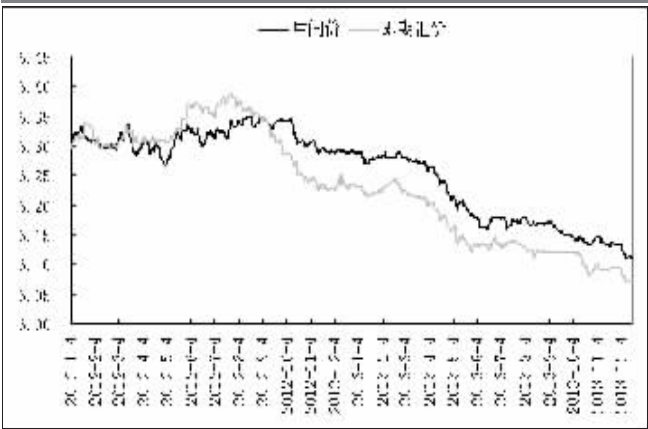
对此,市场主流观点认为,虽然未来几个月都是美联储根据就业改善情况着手缩减量化宽松的敏感时间窗口,但美元中期转强的步伐却也并不如此前投资者预想的那样乐观。

就美国经济基本面而言,一方面,虽然近几个月美国失业率持续下降,但就业市场参与度下降的阴影也在如影随形;另一方面,美国经济自身的“财政盈亏”状况目前也没有取得根本性改善。本周美国商务部公布的数据显示,虽然第三季度美国经常账赤字创下四年以来的最低水平,但仍然高达948亿美元,美国经济的举债运行模式还在持续。

与此同时,2013年至今全球主要发达及发展中经济体股票市场普遍表现强劲,在此背景下全球金融市场风险偏好始终未见明显下降,投资者对于美元并没有趋势性的避险需求。此外,即便QE退出窗口成功开启,但美元低利率环境预计也仍会长时间延续,美国债务难题在较长时间内也仍难以有效根治,在此背景下美元走势实现趋势性反转显然还将面临诸多不确定性因素。

北京时间本周四凌晨三点,美联储将结束2013年最后一次议息会议,并可能对QE进行削减或给出新的政策解读。然而综合近期高盛、花旗等全球主要金融机构观点来看,市场对于此次美联储决议的看法仍相对中性。同时,回顾近几年美国经济多次出现的“阴晴不定”,各方对于美国经济实现根本性复苏的预期也还不够稳固。综合而言,未来较长时间内容,美元指数延续宽幅震荡走势或仍是大概率事件。

美元兑人民币汇率中间价、即期价走势



## 2014年日元或再创新低

□韩会师

回首2013年,安倍政府在刺激日元贬值方面取得较大成功。根据路透数据,截至12月17日,美元对日元波动中枢为95.3,较2012年的81.4大幅提高;美元对日元最高触及103.92,日元年内累计最大贬值幅度约16.5%。

不过,从跨境资金流动看,日元2013年的大幅贬值并非理所当然。不可否认,对外贸易持续高额逆差直接影响日元走软:今年1月日本贸易逆差1.63万亿日元,创历史峰值;今年前10个月,日本贸易逆差总额8.87万亿日元,亦创历史新高。但必须看到,在海外投资收益的支撑下,日本国际收支经常项目仍为顺差格局。1-10月,日本海外投资收益实现顺差约14.7万亿日元,超出去年全年约3%,这直接导致1-10月日本经常项目累计实现顺差约4.5万亿元。此外,1-10月,受证券投资项目大规模顺差影响,日本资本和金融项目整体也保持顺差格局,累计实现顺差约2.8万亿日元。

在国际收支顺差的大背景下,日元2013年却大幅贬值,凸显了日本官方打压日元策略执行的成功,也说明是“市场情绪”而非资金流动主导了2013年的日元走势,这也可以从日元的波动节奏上看出端倪。

2013年日元的波动可分为三个阶段:1月至5月底,安倍政府的舆论宣传和日本央行的超级量化宽松双管齐下,日元延续2012年四季度的贬值趋势快速下跌,美元对日元最高触及103.73;6月至10月,随着量化宽松炒作高潮的退却,以及日本政府舆论引导的降温,日元陷入震荡下行;11月以来,随着日本官方连续表态可能扩大量化宽松规模,日元快速走软。若非日本官方的舆论引导,日元在11月份很可能延续6月以来的震荡升值

行情向96下方突破。不难看出,日元贬值具有很强的“政府诱导”色彩。

展望2014,日元能否再创新低仍将主要取决于日本政府的诱导力度。2014年日本对外贸易逆差格局很难扭转,尽管在投资收益支持下,经常项目整体仍可能维持顺差,但顺差规模已经连续三年呈萎缩态势,明年若继续萎缩或反弹有限,则市场情绪会更加容易受日本政府政策调控的影响。

2014年日本将上调消费税,4月后日本可能面临经济下行和CPI回落的压力,日本央行已经表态,若2014年CPI走势不利于2%通胀目标的实现,将调整量化宽松政策,这无疑有助于确保日元的整体弱势。此外,若美联储退出QE与日本央行扩大量化宽松在时间上出现重合,日本资金外流的压力可能明显增大,将更有助于打压日元。

但必须看到,日本政府在打压日元上并非没有顾虑。日元贬值说到底只是手段,日本政府的终极目标是实现经济稳定增长。2013年,日元贬值诱发的输入性通胀直接降低了日本家庭的实际收入水平,前10个月社会消费总额同比增长仅为0.4%,说明单纯依赖日元贬值难以有效刺激国内市场。

若日元进一步大幅贬值,一方面进口价格继续上扬极可能扩大贸易逆差,另一方面将进一步抑制国内需求,进而影响企业投资动力。而且若日元大幅贬值的预期成为市场共识,难免出现大规模资本外流,也不利于日本经济的复苏。因此,对日本政府而言,可控的日元贬值节奏比贬值本身更为重要。

总体来看,预计2014年美元对日元波动中枢将进一步提升,阶段性有望冲击110高位,但最终回归100以下低位震荡的概率较高。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

## 7天回购利率创“钱荒”后新高

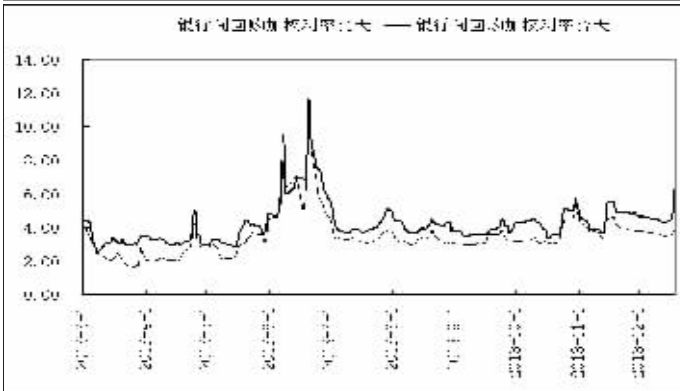
周三,银行体系流动性紧张呈现愈演愈烈之势,各期限资金利率大幅上涨,包括7天在内的多个期限回购利率创下6月“钱荒”后最高水平。

昨日质押式回购市场上,多数期限品种惯性低开,但很快急速拉升。主流交易品种7天回购加权平均利率收盘6.30%,比前一日大涨153BP。14天回购利率也上涨106BP至6.38%。与前一相比,各期限回购利率加权值平均上涨约57BP,此外,跨年的1个月品种利率上涨73BP至7.41%;跨春节的2个月品种上涨57BP至7.22%。从收益率水平上看,7天、1个月及两个月的回购利率纷纷刷新了下半年以来的最高值。

市场人士指出,本周以来资金面转紧源于例行存准上缴的冲击,随后央行暂停逆回购及美联储加息,进一步加剧市场对流动性的担忧,导致年底的资金紧张提前上演。考虑到本周还有400亿元国库现金定存到期,对相关机构会造成一定的资金压力,而且年底前银行面临考核压力,年底企业和个人体现也对货币市场流动造成干扰,虽然有财政存投放与外汇占款增长的支撑,但近期资金面依然不容乐观。

在流动性供给形势恶化的背景下,市场预期央行公开市场操作能够给予安抚。一些机构预计,本周四央行可能会重启逆回购操作。(张勤峰)

7天回购加权平均利率创钱荒后最高水平



## ■ 交易员札记

## 流动性紧张又至 债市再受冷落

□鄞州银行 段苏

12月18日,流动性紧张程度加剧,市场注意力全部集中在资金拆借上,债券市场再受冷落,收益率上行。

昨日早盘资金面便呈现出紧张的迹象,市场传言大行都在大量融入跨年资金,资金利率更是一路走高,7天回购利率加权平均利率尾市收于6.3%,较17日上行152BP,并创下7月份以来的新高。其余各期限的回购利率均大幅上行。与此同时,线下市场资金利率更是大幅走高。据了解,1个月的同业存款利率达到8%,但依然很难融入。

昨日债券成交清淡,整体

收益率上行3-5BP。国债较为抗跌,最为活跃的7年期130020成交在4.6%左右,较上一交易日上行1BP。政策性金融债的上行幅度略大,5年的130245成交在5.69%,上行6BP。Shibor债受市场关注,但活跃度也较前期下降。信用债方面,短融较为活跃,剩余期限6个月的AA+重汽成交在6.68%,中票成交清淡,剩余期限5.7年的AAA12中煤成交在6.35%,企业债的大部分买盘都在8%以上,成交有限。

下半周流动性能否好转,关键还是在于央行如何操作。如果央行进行逆回购,至少将在心理上稳定机构的预期。

## 韩泰轮胎再次推迟中票发行

韩泰轮胎有限公司18日发布公告,再次变更2亿元3年期中期票据的发行计划。

该公司今年3月在交易商协会注册了5亿元的中票发行额度,并于4月18日完成了首期3亿元的发行。公司于5月31日发布公告,将剩余2亿元中票预计发行时间推迟至2013年第四季度。公司昨日公告称,由于四季度市场利率高企,并结合公司经营情况及资金使用安排,决定将该期中票发行时间继续延后,将在2014年二季度择机发行。

下半年以来,债券二、三级利率不断走高,加大一级市场发行难度的同时,也打击了企业发债人的兴趣。以韩泰轮胎原定发行的3年期AA中票为例,期限、等级相同的13美凯龙MTN002本月初已发行了7.5%水平。市场人士指出,目前对于一般企业而言,发债相比贷款已无明显优势,而且发债面临一定的成本费用和更高的信息披露要求,因此只要不是存在较大资金压力,企业在目前时点上发债的动力就明显下降。(张勤峰)

## ■ 外汇市场日报

## 日本贸易逆差打压日元

□南京银行 蒋献

周三,日本公布的11月贸易数据出现1.29万亿日元的贸易逆差,也是日本连续第17个月出现贸易逆差,日元受到打压下跌。亚洲交易时段,美元兑日元一度触及103.04的高位。

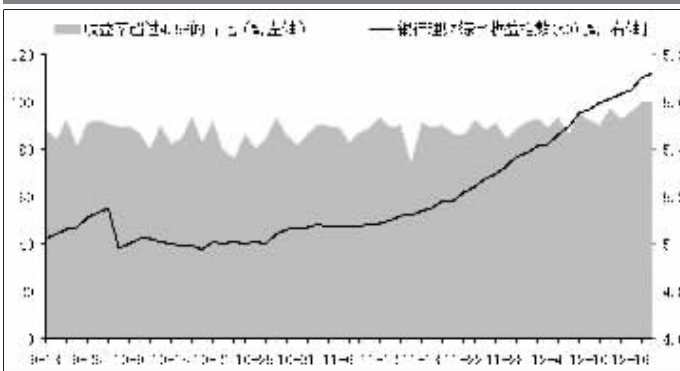
欧元方面,因欧洲央行将对银行业进行资产审核,欧系银行纷纷汇回资金以强化其资本基础,加上欧元区财长在建立银行业联盟谈判方面取得进展,欧元兑欧元汇率高企,并结合同业经营情况及资金使用安排,决定将该期中票发行时间继续延后,将在2014年二季度择机发行。

不过,市场关注的焦点仍在即将举行的美联储货币政策会议对于缩减购债计划的态度,在结

果出来以前市场情绪保持谨慎,美元指数持平在80.056的位置。

目前市场静待美联储货币政策会议,若不出意料,本次会议议美联储应该仍然不会开始缩减购债计划。一方面,虽然近期一系列美国经济数据强劲,但还没有强劲到足够让美联储下决心缩减QE的地步;另一方面,美联储主席更迭在即,从平稳过渡的角度出发,美联储应该不在此时推出重大决定。市场主要关心会议决议本身或者伯南克会后即将发表的言论,如果美联储未如预期一样对缩减购债计划措辞强硬,美元可能会受打压以及获利了结影响而下跌;反之美元将会受提振而上涨。

金牛银行理财综合收益指数走势图



注:2013年12月18日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.72%,相比上期数据上涨2BP,预期收益率超4.5%的产品占总发行量的100%。 数据来源:金牛理财网

## 国债期货首个合约顺利完成交割

□本报记者 张勤峰 熊锋

12月18日,中金所国债期货合约TF1312顺利完成交割,标志着国债期货完成了首个合约从挂牌、交易到交割的生命周期,国债期货的产品、规则和制度设计得到了市场的检验。期债市场方面,昨日国债期货价格继续走低,但跌幅较为有限。市场人士指出,年底前谨慎观望气氛浓重,期价或维持低位震荡走势。

### 首个合约走完生命周期

12月18日,中金所国债期货合约TF1312顺利完成交割。记者了解到,在交割过程中,各环节业务运转正常,中金所与各托管机构、会员单位和期货保证金监控中心业务交互有序,衔接良好。

TF1312合约自12月2日开始交割,共交割451手。其中,6家会员进入滚动交割阶段,累计滚动交割量为70手,最后

交易日9家会员进入集中交割阶段,交割量为381手。买方累计交付交割货款4.3亿元。整个交割过程买卖双方均正常履约,所有客户持仓均符合交割门槛要求。

据了解,本次交割卖方共交割4只国债,其中交割量最大的前两只国债为2013年记账式附息(十五期)国债和2013年记账式附息(二十期)国债,两者的交割量分别为2.02亿元和1.55亿元,分别占交割总量的44.8%和34.4%,是市场认可的最宜交割券。另外两只交割国债为10国债12和13国债08。更多交割相关信息可在中金所网站查询。

### 期债续跌空间有限

因货币市场流动性吃紧,昨日国债期货开盘后一度快速下探。以主力合约TF1403为例,该合约高开于91.550元,开盘后回落,至上午10点左右最低下探91.256元,但随后跌幅震荡收窄,尾盘报

幅首位;其他个券涨跌幅度均在正负1%之内。

造成近期转债市场接连受挫的,一是A股市场正面动力不足选择向下调整,二是临近年末市场资金面再度急剧趋紧。昨日银行间市场7天回购加权平均利率达到6.3%,创下6月“钱荒”过后的新高。在流动性紧张、回购利率高企之际,转债市场受到的影响仍是首当其冲。正如6月资金面风波期间,中证转债指数一

度由300点上方持续下探至最低277.49点,期间最大跌幅接近10%。而从本轮下跌来看,该指数从9月12日的高点304.36下行至今,7.5%的跌幅较上次还有一段距离。不过,有分析人士指出,虽然央行可能会对流动性状况做出一些微调,但年末资金面难见改善仍是大概率事件,预计转债市场仍将维持观望气氛,投资策略上应继续以防御为主,同时积极关注布局未来结构化行情的机会。