

## 新兴货币纷纷示弱

# 人民币“独自坚强”

□本报记者 葛春晖

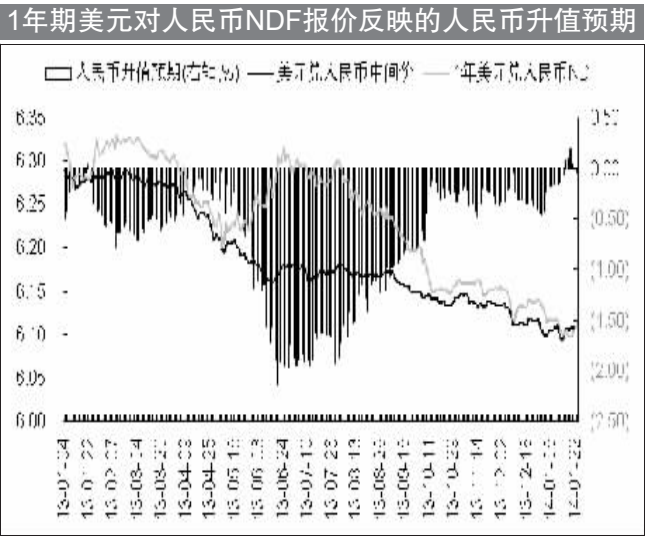
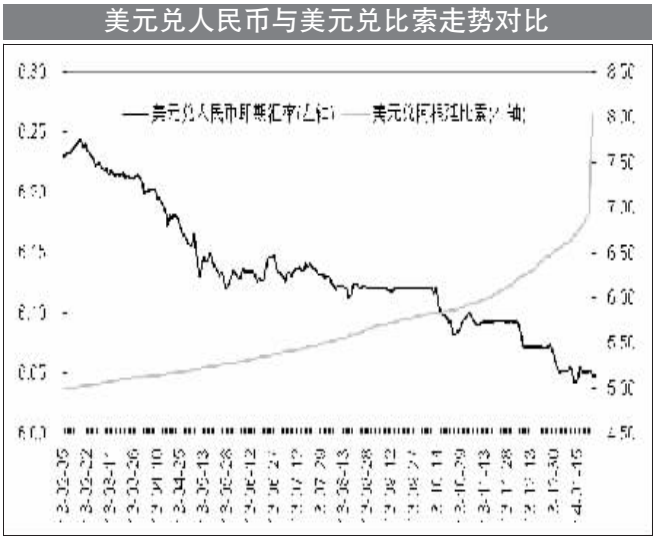
上周,阿根廷比索、土耳其里拉等新兴市场货币再遇重挫,继续反衬出年初以来人民币汇率在新兴市场范围内的“一枝独秀”走势。分析人士认为,年初以来人民币兑美元汇率保持强势的原因,包括企业结汇季节性增长、境内外利差吸引套息资金继续流入、市场上的人民币预期稳定等多重因素;后市来看,一些新兴市场货币在一段时期内还将面临波动,而人民币依然存在一定的升值压力,但经济增速下滑、对外贸易进入均衡水平等因素都预示人民币升值空间缩小,未来人民币汇率将呈现更多双向波动特征。

### 人民币兑美元汇率两连升 年初以来总体稳定、双向波动

进入2014年,伴随美联储正式缩减QE规模,国际资本从新兴市场撤离态势越发明显。上周四以来,以阿根廷比索为导火索,再次引发了新兴市场货币的新一轮深调。由于阿根廷央行此前降低了对外汇市场的干预力度,以便阻止已降至7年低点的外汇储备继续下滑,市场对比索的信心瞬间崩溃,比索兑美元汇率在两个交易日内贬值13.8%。与此同时,土耳其里拉、俄罗斯卢布、巴西雷亚尔等货币也纷纷下挫。最新统计数据显示,今年以来,阿根廷比索、土耳其里拉、俄罗斯卢布、韩元等新兴市场国家本币对美元贬值幅度分别达到18.40%、7.77%、4.47%、2.79%。

然而,与上述新兴货币纷纷示弱形成鲜明对比的是,今年以来人民币兑美元汇率依然总体保持强势格局。

中国外汇交易中心公布,1月27日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1022,较上周五小涨13个基点,为连



续第二个交易日上涨,两个交易日累计升幅为85个基点。同时银行间即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇价在中间价设高背景下高开8个基点,之后围绕开盘价展开波动,尾盘收于6.0480,较上一交易日微涨8个基点;与当日中间价相比,即期价仍高出542个基点或0.89%,显示人民币市场走势偏强。

从年初以来表现看,截至27日,人民币兑美元汇率中间价累计仅微跌53个基点或0.09%,即期价更是累计微涨59个基点或0.10%,汇率表现总体稳定;在此期间,人民币汇率先升后降,中间价和即期价曾分别创下6.0930的2005年汇改以来新高以及6.0406的历史新高,之后震荡回落,整体呈现出明显的双向波动特征。

有市场人士表示,年初以来,企业年初结售汇需求处于季节性高点、境内外利差吸引套息资金继续流入以及海外人民币结算增多等因素,均推动人民币汇率走强,不过,考虑到当前央行维稳的意

图较为明显,预计节前人民币汇率仍将稳为主。

### 一枝独秀有望延续 升值空间或将缩窄

在美国货币政策持续收紧已经是大势所趋、市场共识的背景下,分析人士对于未来一段时期新兴市场货币的走势仍不看好。申银万国证券分析师指出,除了美联储QE放缓的因素以外,新兴市场在本轮全球经济复苏阶段表现不及发达经济体,使得投资者更倾向于将资金回流发达市场,而目前QE缩减的影响才刚刚开始,因此新兴国家金融市场的波动将持续一段时间。

不过,尽管不看好新兴市场整体,但各方观点普遍对人民币前景则抱有信心。分析人士指出,与其他新兴市场国家相比,我国通胀形势温和、经济增速虽然下滑但仍保持相对较高水平,而且我国尚未实现资本项目完全开放,国际投机

资本冲击人民币的成本和风险都很大,特别是我国拥有巨额的外汇储备,更使我国成为新兴市场经济体中抵御外来冲击实力最强的国家,这些都是人民币汇率保持中长期稳定的根源。

数据显示,1月27日海外无本金交割远期外汇市场上,1年期美元/人民币成交于6.1210,反映投资者预期一年后人民币中间价将微贬0.31%,虽然是今年1月以来的最大贬值预期幅度,但与去年12月相比并无明显变化。

分析人士指出,在市场预期人民币汇率将保持稳定的背景下,贸易顺差带来的结汇需求高企、人民币国际化背景下的购汇需求下降,国内外货币政策差异导致的国际资本流入等因素,将使得人民币汇率在中长期内继续承压上行。当然,考虑到经济增长中枢下移、对外贸易顺差接近均衡水平等因素,未来人民币升值的空间将显著缩小,人民币汇率将逐渐呈现出更明显的双向波动、波幅扩大趋势。

## 三因素致新兴市场货币暴跌

近期的暴跌只是2008年开始的新一轮贬值浪潮的延续而已。2008年8月至今,比索对美元以“愚公移山”般缓慢但坚定的步伐累计贬值约60%。这主要归咎于阿根廷严重的通货膨胀。

恶性通胀是阿根廷经济的痼疾,上世纪90年代初CPI同比月度涨幅最高曾突破20,000%,阿根廷比索的国内信誉可想而知。后在一系列严厉的财政和货币紧缩政策下,年通胀率才大幅下滑至10%以下。但21世纪初期,阿根廷通胀再次恶化,月度CPI同比最高曾突破40%,之后虽再次回落,但阿根廷国民对比索的信心已丧失殆尽。阿根廷是“美元化”十分严重的国家,虽然由于实行外汇管制,市场交易一般必须支付比索,但阿根廷人早已习惯在经济交往中以美元计价,并尽可能持有美元,规避比索,甚至不惜采取易物贸易。

2010年以来,阿根廷通胀压力依旧高企。2012年9月至2013年12月,月度CPI

同比涨幅均在10%以上,当然这只是官方数据,众多研究机构认为其真实通胀应在20%以上,这也导致比索的抛售压力从2010年开始明显增大。

土耳其同样被通胀长期折磨,上世纪CPI年度涨幅长期维持在50%以上,从2004年开始官方数据才回落至10%以下。与阿根廷类似,长期高通胀致使土耳其国民对里拉毫无信心,美元一直是土耳其人眼中的硬通货。

除了高通胀,土耳其里拉的另一个主要威胁来自其居高不下的国际收支经常项目逆差。与经常项目大体平衡的阿根廷不同,1990—2012年,土耳其经常项目只有3年出现顺差,但这3年顺差总额仅64亿美元,其余20年逆差总额高达4278亿美元。此外,2007年次贷危机爆发后,土耳其经常项目逆差加速扩张,2011年达到最高峰。2008—2012年,土耳其经常项目逆差总额约2209亿美元,超出1990—2007年18年总额约58%。尽管

2013年的数据尚未出炉,但IMF预计2013年土耳其经常项目逆差总额很可能超过600亿美元,占GDP比重超过7%。

为弥补经常项目逆差,土耳其只能大规模海外融资,这又不断加剧其海外债务压力,里拉的国际信誉根本没有保证。截至2013年11月,土耳其外汇储备仅1143亿美元,但截至2013年3季度,其外债总额高达3727亿美元,其中短期外债约1250亿美元。土耳其里拉对内信誉扫地,对外则随时可能遭遇国际兑付危机,这就不难理解为何国内外市场的任何一点风吹草动都可能对其造成严重冲击。

总体来看,高通胀、国际收支高逆差以及对外资过度依赖是极易导致新兴市场货币危机的三大因素,即使没有持续的足外资流出,短期内的市场情绪波动也足以激发本国资本强烈的外逃冲动。打铁还需自身硬,将货币危机归咎于外国是典型的鸵鸟心态。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

□韩会师

近期,新兴市场再次被尴尬地推到国际汇市舞台中央,土耳其和阿根廷更是成为焦点。根据路透数据,阿根廷比索1月23日单日对美元暴跌12.3%;土耳其里拉虽然没有阿根廷比索悬崖跳水式暴跌那样震撼,但截至24日,却一日一个台阶地连续下跌了10个交易日,对美元累计贬值达7%。

诸多舆论毫不犹豫地將板子打到了美联储头上。道理似乎明摆着:今年1月QE正式开始收缩规模,资本回流美国必然对新兴市场货币产生冲击。但如果将眼光放长一点,就不难发现无论是阿根廷还是土耳其,其货币危机的种子早已埋下,QE退出顶多算是压倒骆驼的最后一根稻草。

先说阿根廷。比索的历史就是不断贬值的漫漫长征,自2002年阿根廷放弃盯住美元,比索对美元累计贬值约90%。

### ■ 债市策略汇

## 利率产品

### 中金公司： 短期可乐观 后期仍需谨慎

年初以来市场悲观情绪有所缓解,但不意味着货币政策或者债市供需关系出现逆转。首先,从央行货币政策态度看,SLF的投放以及逆回购操作主要是对冲春节资金面的收紧,尚未看到方向上的主动放松。其次,由于对非标业务进行调控的规范文件尚未出台,加上货币市场基金规模和理财规模的持续扩大仍在分流银行存款,银行对债券配置需求的上升需要等待货币政策更为积极的放松。考虑到1、2月份利率债供给压力较少,近期的交易性行情有望延续到春节后,交易型投资者可通过中长期政策性银行债继续博弈交易性机会,但如果货币市场利率不是趋势性下降,10年国债在目前基础上如果再下行10-20bp则需要关注风险。

### 申银万国： 配置和交易价值均已较低

市场对央行态度解读过于乐观,节后存在央行收钱引发收益率反弹的风险。配置需求的释放年年都会有,而在利率市场化背景下,这样的需求释放的力度和可持续性具有不确定性,因此给的恢复是明确的。从估值上看,在回购利率没有跌破4.1%之前,7年和10年国债已经跌破4.5%之后,配置和交易的价值均大幅降低,因此我们对后期市场保持谨慎态度。操作层面上,建议维持短久期(毕竟央行缓和了边际资金紧张,短期相对更安全),放缓配置长久期品种(基本面并没有发生根本改变)。当然,

如果节后能确定央行货币政策变得更加宽松,那时再去拉长久期也不迟。

## 信用产品

### 海通证券： 趁反弹调结构 坚持高等级

未来信用风险上升的担忧被证伪的机会较小,建议继续对低评级品种保持谨慎。首先,PMI预览值跌破荣枯线,基本面对利率的支撑增强,对信用债不利;其次,央行态度明显微调,但债务错配未解,货币利率中枢短期难升难降;第三,目前地方债务审计结果显示整体债务率基本可控,但增长过快及到期压力大,意味着地方债务存在着巨大的流动性风险;第四,信用债6月或面临评级下调潮;第五,今年信托产品到期会增加50%,出现违约的机会大大增加,信托产品违约率上升会继续抬升信用利差。目前信用债出现难得的全面反弹,建议抓住机会调结构,减配高收益,增配高等级以及流动性好的短融资产。

### 光大证券： 加大中高等级信用债配置力度

当前中高等级信用债的配置价值极为显著,预计随着利率产品价值的显现,中高等级的轮动效应也将得到市场关注,因此我们看好后期中高等级信用债券的表现。而对于低等级,信用风险集中在上半年,尤其3-5月份将是高发期,因此中低等级信用债仍将面临上行压力。预计后期信用市场仍将持续分化,信用债的信用利差和等级利差仍将持续拉大。对于短融,2014年市场关注的核心依旧是流动性,在信用风险担忧

之声不绝于耳的情况之下,配置短融以防范流动性风险的爆发仍将是机构的首选。

## 可转债

### 国泰君安： 反弹趋势短期可延续

上周汇丰PMI初值明显回落,后期主动去库存风险增加。前期我们认为监管机构对于影子银行整治的共识是央行态度“暧昧”主要因素,后期基本面亦支持货币政策渐暖。信托“刚兑危机”仍在发酵,但地方政府积极性的态度使得矿业信托“传染性”减弱,亦有利于短期市场稳定。上周“深改组”会议使得市场重回“改革红利”预期。考虑到转债大幅下跌后出现的防御性,投资者可以较前期稍乐观,而随着流动性转暖,弹性转债短期机会更佳。个券首选重工转债,大盘中保险转债最佳,同时建议投资者在当前价位买入同仁转债、川投转债。

### 中信证券： 回暖有望延续 建议速战速决

历史上2月份是股市的回暖期,今年叠加IPO放缓,预计股市反弹将持续至春节后。不过,春节后央行可能仍将维持资金紧平衡,反弹行情可能趋于弱化。转债后市有望跟随股市继续反弹,但如果没有政策放松的进一步利好,反弹在2月份可能告一段落,3月份机会与风险并存。策略上建议速战速决,持有和加仓的转债在2月份应及时减持,当前时点低仓位投资者可以增持包括平安(正股低估值)、重工(军工题材)、隧道(城镇化题材)、中行(接近债底)等低估值转债。

## 货币市场利率小幅走升

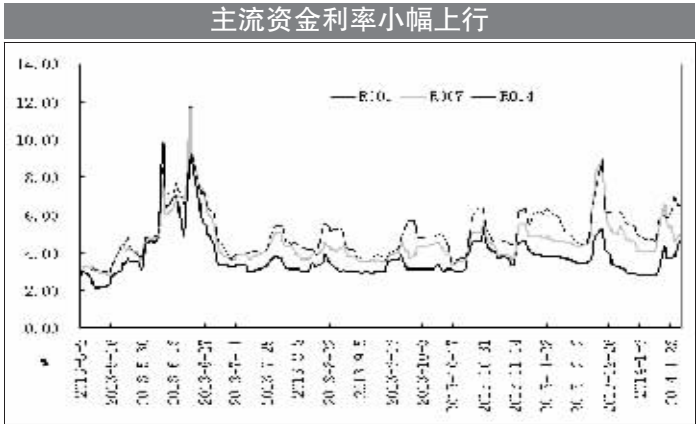
### 央行周二或继续开展逆回购操作

在距离春节还有3个工作日的背景下,本周一银行间市场整体资金价格水平仍出现小幅度走升。市场人士表示,央行上周通过逆回购、SLF等手段大举注水之后,本周二有望继续开展逆回购操作,以维护节前资金面总体稳定。

WIND数据显示,昨日银行间质押式回购市场上,隔夜、7天、14天、21天、1个月、2个月、3个月期限加权平均利率依次分别为4.63%、4.96%、6.63%、6.75%、7.27%、7.12%和6.81%,其中主流交易品种1天和7天期

回购利率较上周五分别小幅上涨19BP和12BP,跨节及更长期限的资金价格也多数小幅上涨。

分析人士表示,上周央行强力出手注入巨量资金,已基本奠定了春节之前市场资金面稳定的大局。虽然本周二有750亿逆回购到期,但市场消息显示,本周一公开市场一级交易商仍可申报14天和21天逆回购需求,预计央行周二会继续投放资金以平抑节前资金面需求。而伴随节日备付工作趋于尾声,预计节前市场资金价格继续上行的空间已经有限。(王辉)



### 一级市场延续暖意

## 进出口银行新债中标利率再度走低

近阶段利率债一级市场的缓步复苏仍在不断持续,进出口银行本周一(1月27日)最新招标的三期固息新债中标利率再度低于市场预期。

来自中债网和交易员的消息显示,周一进出口银行对2014年第三、四、五期金融债进行了招标,其中2014年第三期5年期金融债中标利率5.48%,投标倍数为252倍,发行金额60亿元;第四期3年期金融债中标利率5.38%,投标倍数为203倍,发行金额70亿元;第五期2年期金融债中标利率5.2673%,投标倍数为28倍,发行金额50亿元。相较于此前多家机构给出的预测利率均值,本次招

标的三期中标利率均低于市场预期,且需求也明显向好。

此外,银行间市场固息政策性金融债到期收益率曲线显示,目前五年、三年和两年期品种最新收益率分别在5.57%、5.48%和5.35%左右。本次口行三期新债较二级市场参考收益率均低8个基点以上。

分析人士表示,近期利率债一级市场中标利率持续低于市场普遍预期及二级市场水平,认购倍数也较高,反映出在央行大量逆回购操作下,随着市场情绪好转,主流机构在年初时点对已经处于高位的利率债有较强的配置需求。(王辉)

## 市场情绪活跃 期债高歌猛进

在债券市场整体市况不断小幅转暖的背景下,本周一(1月27日)国债期货继上周持续上攻之后再度大涨,其中主力合约TF1403创近两个月以来的最大单日涨幅。

昨日国债期货三张合约均出现跳空高开,早盘窄幅震荡,午后明显拉涨。其中,主力合约TF1403收盘报92512元,大涨0.40%,涨幅创2013年11月27日以来的最大单日涨幅;成交量2890手,较上一交易日放大逾一倍;打铁还需自身硬,将货币危机归咎于外国是典型的鸵鸟心态。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

涨0.22%,成交量8手,日增仓4手。

中金所盘后最新结算会员成交持仓排名数据显示,当日前二十大主力多头席位持仓3400手,较前一交易日增仓269手;前二十大主力空头席位持仓3763手,环比增仓243手。

瑞达期货表示,近几个交易日债市延续了因央行放量投放出现的回暖,且市场普遍预计央行本周二继续逆回购,投资者情绪偏乐观,助推期债价格上行。南华期货则进一步指出,随着资金面平稳跨年无忧,节前国债期货或继续震荡上行,多单可继续持有。(王辉)

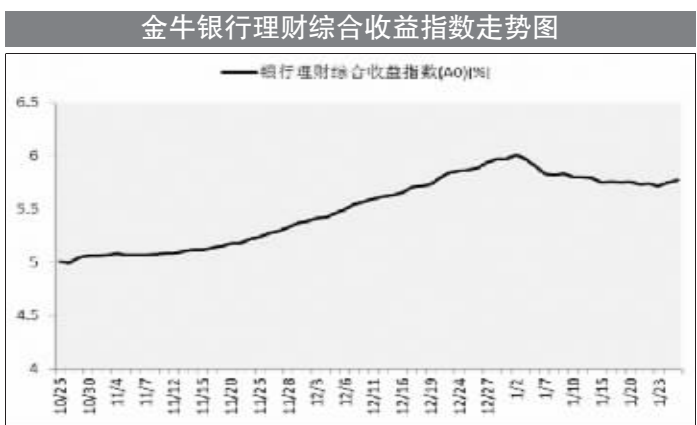
## 新世纪:调整湘电集团展望至负面

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布跟踪评级报告,维持湘电集团有限公司AA主体信用等级,评级展望由观望调整为负面;维持公司2013年度第一期短期融资券A-1信用等级。

新世纪表示,公司主要优势包括:湘电集团作为湖南省制造业龙头之一,在税收、增资、补贴、并购等方面能够得到地方政府的大力支持;湘电集团是国内电工装备行业综合实力最强和产品配套能力最强的企业之一,多项产品处于国内市场领先地位;作为区域性国有龙头企业,湘电集团能够获得各金融机构在授信额度、融资成本、审批流程等方面的潜在支持,公司外部融资渠道通畅,有效提升了公司

的偿债能力。

公司面临的主要风险有:融资规模快速上升,负债经营程度偏高,导致公司财务费用增幅明显,削弱其整体盈利能力;债务期限结构不合理。以短期刚性债务为主的债务结构,对公司资产流动性提出了较高的要求,需持续关注公司短期刚性债务的兑付和债务循环情况;国内风电整机及机电设备市场竞争日趋激烈,产品价格下滑以及货款交付等不利因素对行业内企业稳定发展带来较大挑战;因风电设备价格下降以及下游客户付款延迟等因素影响,湘电集团经营环节现金流表现不佳,应收账款持续大幅增加,同时下游客户信用质量的变化,给公司带来了一定的减值压力。(葛春晖)



注:2014年1月27日金牛银行理财综合收益指数(AO)为5.77%,相比上期数据上涨2BP。

数据来源:金牛理财网