

# 贬值暂止 人民币或入弱势震荡期

□本报记者 葛春晖

上周以来，人民币兑美元贬值走势出现反复，即期汇价由6.23附近反弹至6.20一线。这也是人民币即期汇价自2月中下旬急剧下跌以来的第二次出现回调。分析人士认为，在本轮人民币兑美元累计跌幅一度超过3%之后，短期进一步贬值的动力有所弱化；不过，在国内经济下行压力较大、人民币贬值预期升温，外围市场美元上涨信号趋强的背景下，人民币在中短期内依然承压，料下一阶段将步入弱势震荡期。

**中间价两连涨  
即期汇价跌势遇阻**

从2月中下旬开始，人民币兑美元汇率节节下挫，在短短的二十个交易日日内，即期市场成交价最大贬值幅度接近3%。在此期间，人民币曾经于3月初有过一波快速反弹，但在央行宣布17日起扩大交易波幅之后，市场上的人民币贬值预期骤然增强，直接引发了人民币即期汇率的新一轮急跌。3月21日，人民币兑美元即期汇价最低探至6.2370，创下逾一年新低。

不过，近两个交易日人民币走势再次出现反复，伴随中间价连续两个交易日小幅回升，即期汇价也回升至6.20附近。

据中国外汇交易中心公布，3月25日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.1426，较上一交易日上涨26基点，为连续第二个交易日小幅上行。

在中间价上调的带动下，境内银行间人民币兑美元即期汇率24日一改前期的急跌走势，全天大涨362基点，创下逾29个月的单日最大升值幅度，当日收盘于6.1888。25日，该即期汇价在中间价引领下高开88基点，早盘延续偏强格局，午后震荡回落，最终全天下跌136基点，收报6.2024。该即期汇价虽然抹去了上日的部分升幅，但较上周五收盘时仍高逾200个基点。

市场人士表示，截至上周五，本轮人民币累计贬值幅度已接近3%，一定程度上已经超出预期，因此市场观点开始产生分歧；近两个交易日人民币中间价连续走高，进一步点燃了短期做多情绪。不过，从昨日午盘汇价重新走软来看，人民币持续反弹的动力也似有不足。

## 美元确立上行趋势仍需时间

□中信银行金融市场部 胡明

近期，稍显意外的美联储3月利率决议让市场重燃对美联储提前加息的预期，投资者纷纷做多美元。根据美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的最新数据显示，投机者六周来首次增加美元净多头寸至199.1亿美元，该数据也从近4个月的低点迅速恢复到2月来的最高水平。

在经济前景并未发生实质性改变的当下，美联储继续按照每次会议递减100亿美元购债规模的决定并不让人意外。但是，美联储会后声明和联储主席耶伦的讲话还是让市场感觉到了些许鹰派。一方面，联储将利率政策指引由定量转变为定性；另一方面，主席耶伦将完全退出购债计划与开始加息之间的时间间隔明确为6个月。

从会后声明可以看到，美联储表示当决定开始撤出宽松政策时，将采取充分就业和2%通胀的长期目标一致的平衡措施。这不仅意味着美联储放弃了6.5%失业率的量化加息门槛，也放弃了前期表明的2.5%通胀容忍上限态度。放弃6.5%失业率锚定目标似乎意味着美



**上有压力 下有支撑  
近期或步入横盘震荡**

目前来看，经过前期的大幅贬值之后，市场上的人民币预期已经由单边升值逐渐转向双向波动，特别是中短期而言，市场普遍认为人民币仍将承受较大的向下压力。除了“稳增长、保底线”的政策需求之外，市场短期看空人民币的原因还包括：其一，当前香港离岸人民币兑美元即期汇价仍高于在岸市场逾200个基点，显示套利盘仍有利可图、双向波动预期仍需巩固；其二，美联储货币政策稳步收紧，近期公布的经济数据也显示美国基本面进一步向好，美元中期走强的动力再次增加；其三，有外资投行报告显示，约有300亿美元左

右套利人民币的结构性产品堆积在6.22-6.25左右，如果人民币贬值到此位置，将有大量止损盘涌出，从而进一步推低人民币汇率。

但与此同时，市场对于人民币短期向下的空间也不看好。一是，外贸有望恢复顺差，对人民币形成支撑；二是，人民币持续、大幅贬值会带来显著负面冲击，人民币从单边升值转向单边贬值不符合当局增强汇价双向波动弹性的初衷。

有市场人士表示，在上有压力、下有支撑的背景下，预计下一阶段人民币兑美元汇率将进入弱势震荡阶段，考虑到政策效果和经济形势需要一定观察期和数据验证，这一弱势格局或延续至二季度中旬。

## 美元确立上行趋势仍需时间

联储退出政策有倒退的意味，但如果观察美联储官员对今明两年的失业率预期以及考虑危机后失业率正常水平的自然抬升可能性，保持低利率的时间并非前预期那么长。而放弃2.5%的通胀容忍度则意味着2%重新成为美联储的通胀上限，美联储更加关注宽松政策对金融市场稳定性的影响。也即，低利率只有在通胀保持在2%以下才能得到保证，若高于2%的水平，与之前相比，美联储很可能更快地采取进一步的紧缩行动。不过，鸽派的明尼苏达联储主席柯拉特则认为通胀措辞改变有损美联储信誉，促使其投出本次会议唯一的反对票。

另外，耶伦在会后回应记者提问时也首次就“低利率政策维持相当长一段时间”给出了明确界定，即完全结束购债计划后的6个月。这意味着如果经济前景不发生大逆转，现有购债退出计划结束后，明年初夏之际就将出现美联储加息节点，这显然要远早于市场预期的2016年中的加息时点。虽然，市场一度怀疑时间节点是耶伦首秀的口误，因为伯南克时期一直将此时点描述得非常模糊。但是，立场偏

向中间派的圣路易斯联储主席布拉德表示，耶伦6个月左右的预期是和坊间的传言相呼应。

总结来看，无论是美联储有意还是无意，其较前期偏向鹰派的态度开始显露，这与市场前期预计耶伦领导的联储更加鸽派明显不同，市场对联储紧缩提前到来的预期并非空穴来风，美元中期看好。不过，美联储利率政策指引由定量转变为定性，也意味着未来经济的变化将对联储政策制定起到更为关键的作用。当前联储政策倾向均是建立在委员对于经济预期的基础上，若经济一旦变化，政策倾向也将随之转变。

此外，从汇市表现来看，美联储此次决议也仍未打破现有的市场驱动力，美元反弹力度和持续度仍属于短期范畴。决议只是进一步确认了美国经济体的复苏趋势，但并未体现出美国相较于其他经济体的经济周期领先性。所以，在美国经济明显回升之前，市场还难以对美联储形成持续一致的加息预期，美元可能仍将陷入震荡。而且，在其他发达经济体复苏状况缓慢扩张的环境下，风险偏好情绪仍不利于美元。

■记者观察

### 贬值有益 适可而止

□本报记者 葛春晖

人民币适度贬值，对于抑制“热钱”流入、稳定经济增长以及推动汇率、利率市场化而言，可谓益处颇多。不过，为避免对国内经济和资产价格造成过大冲击，人民币不宜出现持续大幅贬值走势。

可以说，人民币本阶段适度贬值，无论是在稳定经济增长方面，还是抑制“热钱”流入、推动汇率和利率市场化等方面，都是颇有好处的。首先，适度贬值可以增强企业出口竞争力，提振出口形势。今年前两个月，我国消费、投资、出口增长均不及预期，完成全年经济增长目标的难度有所加大，加大政策支持的必要性有所增强。就货币政策来说，适度的汇率贬值能够有针对性地刺激出口、稳定制造业就业形势，同时尽量避免过早动用利率政策、维护前期降杠杆的成果。

其次，适度贬值可抑制套利资金流入，提升境内资金面的稳定性。长期以来，在稳定的单边升值预期下，大量的短期国际资本为追求人民币升值和人民币资产而来。特别是去年下半年以来，在境内流动性趋紧、境内外利差高企的背景下，我国外汇占款持续高增，去年9月至今年2月新增外汇占款累计达到18044亿元。外汇占款高增，增加了货币当局被动投放和对冲基础货币的压力和难度，同时也对境内货币市场形成扰动。而在本轮即期汇价贬值的同时，境内货币市场利率也显著下行、境内外利差收窄，从而大幅收缩了短期资金套利空间，有利于降低货币调控的被动性和货币市场利率的波动性。

最后，适度贬值有利于培养企业双向避险意识，从而推动资本项目可兑换和人民币国际化进程。长期以来，在单边升值预期主导的环境下，外贸企业乃至银行的避险意识通常仅局限于结汇风险，对于购汇风险的管理意识则相对薄弱。在人民币国际化进程中，资本项目可兑换是大势所趋，也意味着国际资本流动冲击和汇率波动性的加大，因此，促进外汇市场形成双向波动预期，提升企业和金融部门汇率风险管理能力，也是人民币国际化的必要前提。

需要指出的是，虽然人民币适度阶段性贬值不乏裨益，但持续、大幅贬值给境内资本市场带来的负面影响也值得警惕。可以看到，近一个月以来，伴随人民币显著走贬，境内商品期货市场、房地产市场乃至股票市场都已经受到了不同程度的影响。而一旦市场上形成人民币长期贬值预期，甚至可能引发“资本外逃—人民币资产价格下跌—人民币贬值—资本外流”的恶性循环，从而给货币政策调控带来难以想象的压力。

当然，对于上述所谓“恶性循环”，市场也不必过分担心。一是，我国经济增速和贸易顺差仍保持相对较高水平，人民币汇率中长期升值的基础未变；二是，我国拥有庞大的外汇储备，且资本账户尚未开放，央行对冲“热钱”流出的弹药充足；三是，在当前汇率制度下，央行拥有通过中间价和市场手段干预汇价的能力。事实上，人民币中间价在本轮贬值中虽屡创年内新低，但累计跌幅并不大，已经凸显出货币当局在推进汇率市场化的同时，仍在致力于维护人民币汇率的总体稳定运行。

### 正回购小幅提量

跨月资金略显紧俏

央行25日以利率招标方式开展了460亿元28天期正回购操作，中标利率继续持平于4.00%。由于本周并无资金到期，央行已提前锁定本周公开市场资金净回笼。当日，银行间资金利率小幅走高，其中14天、21天等期限的跨月品种涨幅相对突出。

Wind数据显示，25日银行间隔夜、7天期、14天期和21天期质押式回购加权平均利率分别为2.50%、3.64%、4.15%和4.80%，均较前一日有不同程度上涨。不过，隔夜及7天

期品种涨幅仅有2个和6个基点，14天和21天期上涨幅度则分别达到27个和22个基点，显示出跨月资金需求有一定上升。此外，1个月及以上期限资金价格涨跌互现，较前一交易日变化幅度不甚明显。

分析人士表示，周二央行正回购操作量略高出市场预期，显示央行流动性调控仍延续了保持资金面宽松适度的基调。月末财政存款投放对流动性提供支撑，市场资金面整体仍维持相对宽松局面。（王辉）

### 国开行五期金融债平稳招标

28日再增发二期金融债

国家开发银行25日再次增发今年第1至5期固息金融债。投标结果显示，五期债券招标结果基本符合预期。

国开行昨日增发的该行今年第1至5期金融债，期限分别为3、5、7、10年。据交易员透露，此次增发的1、3、5、7和10年国开债，对应中行参考收益率依次为

4.7377%、5.2053%、5.4171%、5.5454%和5.6187%。相较于二级市场利率，除1年和3年期品种中标收益率略微偏低外，其余期限中标

收益率基本与二级市场相当。认购倍数方面，1、3、5、7和10年品种中标倍数分别为2.73倍、2.68倍、1.69倍、1.62倍和1.88倍。市场人士表示，虽然当前市场资金面仍呈现宽松态势，但机构对于中长期流动性前景的预期谨慎，因此反映在投标上，表现为短期限品种更受资金青睐。

此外，国开行25日公告称，该行将于3月28日再次增发2014年第一期3年期和第三期7年期固息金融债各不超过40亿元。（王辉）

延续横盘整理

### 国债期货上涨动力不足

国债期货周二维持窄幅震荡。分析人士指出，临近季末市场资金价格有所回升，且公开市场延续净回笼步伐在一定程度上压制现货市场做多热情，短期国债期货上行动力略显不足。

具体看，周二主要期限国债收益率涨跌互现，1年、5年及7年期国债收益率出现明显下跌。资金整体维持相对宽松局面，但流动性谨慎预期不减，压制现货市场做多热情，短期国债上涨动力不足。（王辉）

0.01%，成交5手。综合三张合约，周国开债期货市场成交比周一出现显著放大，持仓水平则基本持平。

对于期货后期走向，市场人士表示，周二主要期限国债收益率涨跌互现，1年、5年及7年期国债收益率出现明显下跌。资金整体维持相对宽松局面，但流动性谨慎预期不减，压制现货市场做多热情，短期国债上涨动力不足。（王辉）

### 两地方国企今发行超短融

3月超短融发行量创历史新高

江西省高速公路投资集团有限责任公司、广东省粤电集团有限公司25日先后发布公告称，将于本月26日各发行一期超短期融资券。

江西高速此次将发行的是公司今年第五期超短期融资券，期限180天，发行金额7亿元；粤电集团此次将发行的是公司今年第一期超短期融资券，期限180天，发行金额30亿元。

上述两期超短融将采用簿记建档、集中配售方式发行，按面值发行，发行利率根据簿记建档结果最终确定，申购区间分别为5.1%—5.6%、5.0%—5.6%。日程安排上，簿记建档日均为3月26日，缴款日

和起息日为3月27日，自3月28日起上市流通，2014年9月23日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。

经大公评定，江西高速主体信用等级为AAA；经中债资信评定，江西高速主体信用等级为AA+。

经诚信国际评定，粤电集团主体长期信用等级为AAA，评级展望稳定；经中债资信评定，粤电集团主体长期信用等级为AA-，评级展望稳定。

据Wind数据统计，含上述两期债券在内，3月份超短融发行总额已达1212亿元，刷新了历史单月发行量最高纪录。（张勤峰）

### 多家公司变更中票发行计划

连云港市城市建设投资集团有限公司25日在上海清算所网站发布公告，变更中期票据发行计划。

据该公告指出，该公司获注册中期票据发行金额20亿元，有效期截至2015年8月15日。公司中期票据原计划分两期发行，其中首期发行规模为10亿元，期限5年，已于2013年9月10日完成发行。公司第二期中期票据发行规模为10亿元，原计划2014年一季度发行。根据公司实际资金需求和市场变化等情况，公司现决定变更原发行计划，

变更后，计划于2014年第二季度发行第二期10亿元中期票据。

而这起发行人变更发行计划的情况在近期并非个案。据不完全统计，截至3月25日，已有十余家中期票据发行人发布了变更发行计划的公告，且多数是将原定一季度的发行计划后延至二季度。据业内人士分析，原因可能主要是临近季末，发行窗口期所剩无几，加之季末资金面易现波动，致使发行难度加大，发行人因而希望等待更好的发行时机。（张勤峰）

### 城投债回稳 产业债阴跌

短期安全为上

周二，交易所信用债市场维持弱势盘整格局，企业债涨跌互现，城投债表现略好，公司债多数延续阴跌。市场人士指出，当前正值年报风险兑现期，应尽量规避低评级品种，安全为上。

昨日交易所企业债市场有所回稳，个券涨跌互现，城投债表现强于产业债。具体看，城投类品种中，AA+级的09锦投控、12泰兴债和12河套债到期收益率分别下行3.09BP、2.32BP、2.10BP，AA级12阜城投跌2.38BP、11丹东债微涨0.59BP、11双鸭山涨3.63BP。产业类品种中，AA+级10凯迪债涨1.38BP，AA级11蒙奈尔涨2.10BP，AA-级11万基债涨0.96BP。

国内某券商最新报告指出，从超日利率违约到兴润置业和海鑫钢铁财务压力被炒作，显示市场对信用风险的担忧仍然较深，经济下行的背景下，负面情绪弥漫的局面短期难以扭转，建议对低评级信用债继续保持谨慎。临近月底季末，短期市场在资金面走势判断上尚存分歧，且避险情绪凝重，建议优先高等级信用债和城投组合确保安全。（张勤峰）

### 债市弱势整理

## 城投债相对优势凸显

□长江证券 斯竹

周二，银行间市场资金供求均衡，跨季资金需求较旺，整体资金利率小幅上升。受此影响，债券市场维持弱势整理，中端收益率小幅走高。在违约预期上升的背景下，城投债相对优势得以凸显，部分品种受到市场追捧。

昨日国债收益率小幅走高，长端品种成交较多，7年期成交在4.395%，10年期成交在4.49%，较昨日上行2bp左右。由于新债招标结果持续走弱，二级市场

长虹MTN1成交在6.33%，剩余2年多的13泸州窖MTN1成交在6.03%。企业债交投活跃，6年附近品种及2年内品种较受关注，如剩余2.7年的09盘锦债成交在6.60%，剩余6.5年的13阳江债多笔成交在7.27%。

当前从基本面来看，经济增速放缓已成市场共识，国务院常务会议指出“保持经济运行处在合理区间，抓紧出台已经确定的扩内需、稳增长的措施”是今年的重点工作之一，由此预计，全年GDP增速大幅偏离7.5%的可能性不大，这也意味着

基本面面对债市利好的持续性应该不会太久，政策面上可能会有一些宽松的措施，但短期内央行将继续以稳为主。此外，从资金面上看，在国内经济下行风险增加、人民币贬值加速等多重因素的影响下，热钱流出将加速，外汇占款数据将继续面临下降压力，再加上将临近季末考核时点，短期资金面压力有所上升。债市受信用事件冲击的影响，行业景气度较弱及低评级的信用债需求减少，城投债的相对优势得以凸显，尤其是AA附近中期限品种大幅偏离7.5%的可能性不大，这也意味着