

双重利好刺激中间价跳涨 现汇反应平淡

# 人民币难以大幅升值

□本报记者 葛春晖

10日,人民币对美元汇率中间价大涨225基点至6.1377元,一举创下七个半月以来的新高。同日,人民币即期汇价以小涨33基点收盘。市场人士表示,10日中间价大涨主要受10月份较高的贸易盈余刺激,人民币国际化进程取得新进展也起到推波助澜的作用,而即期汇价涨幅有限,反映出当前市场情绪稳定、结售汇较为均衡。人民币汇率仍有短期冲高动能,但考虑到中美经济此消彼涨、美元趋势性走强以及人民币双向波动预期逐渐稳固等因素,出现大幅升值的概率较小。

## 中间价大涨225基点

据外汇交易中心公布,11月10日人民币对美元中间价报6.1377元,较上一交易日大幅调高225个基点,并一举创下今年3月20日以来的新高。

10日人民币对美元中间价上涨在方向上并不出人意料,毕竟最近一段时间该中间价一直跟随隔夜美元波动,而上周五美元指数因美国非农就业数据不佳而下跌了0.57%。市场关注的是此次中间价波动幅度显著放大。市场人士表示,在隔夜美元走软背景下,贸易数据和人民币国际化利好在短期内集中出炉,共同刺激了中间价的大幅走高。

海关总署8日公布的数据显示,10月份我国贸易顺差为454.1亿美元,较9月份扩大46.3%,创下历史第三高水平。贸易顺差持续处于高位,预示企业结汇需求将继续对人民币形成向上支撑。交易



员称,这是导致10日中间价大幅上调的主要原因。

人民币国际化方面,证监会10日宣布,沪港通下的股票交易将于本月17日开始,人民币国际化从此进入新阶段。此外,本月8日,中国央行与加拿大中央银行签署双边本币互换协议以及在加拿大建立人民币清算安排的合作备忘录;9日,人民银行对外发布公告,正式授权中国工商银行加拿大子行担任多伦多人民币业务清算行,这是中国央行首次在北美地区选定人民币清算行。近日人民币国际化可谓是捷报频传。分析人士指出,人民币国际化的好处在于提升人民币的国际地位和币值稳定性,而这将进一步提升人民币的吸引力并带来人民币升值压力。

## 即期汇价“稳”字当头

需要注意的是,相对于中间价逾200基点的上涨,周一现汇市场人民币对美元汇率的表现显得中规中矩。从盘面上看,昨日人民币对美元即期汇价高开49基点于6.1180,全天大部分时间里围绕6.1150窄幅波动,盘中最高至6.1135,尾市震荡下行,最终收报6.1196,较上一交易日仅上涨33基点或0.05%。市场人士表示,中间价上调以及结汇需求季节性增多,在短期内对人民币即期汇率上涨仍有支撑,但考虑到中美两国经济基本面及货币政策的差异,未来人民币出现大幅升值的概率较小,更可能呈现出双向波动、稳中有升的局面。

今年以来,美国经济复苏形势有目

共睹,美联储已于10月底宣布退出第三轮QE,加息只是时间问题。在此背景下,美元从今年5月份开始触底回升,美元指数上周一度突破88。虽然近两个交易日美元指数出现回调,但分析人士认为短期调整不足以改变美元中期走强趋势。而与此同时,我国经济增速中枢下移已成共识,今年以来经济增长持续偏弱背景下,宽松货币政策持续加码。有分析人士认为,在“三期”叠加的经济新常态下,利率中长期下行也是大势所趋,而这将导致中美利差逐渐收敛。申银万国证券分析师指出,在中美经济此消彼涨的情况下,国际储备增幅收窄甚至出现负增长将成为常态,市场环境已不支持人民币大幅升值。

另值得一提的是,今年以来人民币汇率呈现出双向波动、波幅加大的态势,而这已给企业结售汇行为造成趋势性影响。数据显示,今年前四个月,人民币即期汇率一度累计贬值超过3%,随后在5-10月又出现连续6个月的升值,目前贬值幅度已收敛到1%左右。与此同时,尽管5月份以来贸易顺差持续超过300亿美元,人民币即期汇价与中间价的偏离幅度却持续缩小,截至11月10日,二者利差已由上半年的动辄近千基点,缩小至181基点。市场人士表示,经历了今年以来的双向波动之后,市场上的单边升值预期已经得到根本扭转,企业结售汇更多注重于自身财务管理和风险控制,因此外汇市场在逐渐向结售汇均衡发展迈进,人民币汇率的稳定性也将逐渐增强。

# 工具倚重创新型 调控突出价格型

□安信证券固定收益部 袁志辉

在日前发布的央行第三季度货币政策执行报告中,前期坊间盛传的PSL、MLF等创新政策工具首次获公开披露。从SLO、SLF到定向降准,再到PSL、下调正回购利率、MLF,今年初以来,央行宏观调控的方式方法不断推陈出新,货币政策向结构化、价格型方向转型的特征日益明显。

资金利率本质上取决于资金供需双方力量的动态均衡。今年以来,尽管商业银行超额准备金率时而下滑、时而回升,资金面持续宽松以及资金利率缓步下行的总体趋势始终没有改变,主要原因在于宏观经济增速下行导致投融资需求萎缩,资金面呈现出衰退式的宽松。反观2013年,较高的超倍率也未能阻挡旺盛融资需求拉高资金利率。

而值得注意的是,尽管货币供应总量的相对充裕有效引导了市场利率的回落,并带动债券等金融资产收益率也出现一定下行,但是占社会融资规模比重超过45%的贷款的利率降幅仍旧有限。截止到三季度末,金融机构人民币

贷款加权平均利率仅从去年底的7.20%降至6.97%,第三季度环比还出现了轻微的上行,一般贷款利率较去年底甚至有所上行。相比债券等融资工具利率的降幅,贷款利率仍“站在高岗上”。经测算,年初时加权平均社会融资成本为6.36%,到三季度末仅回落至略低于6%的水平,而上市公司加权投资回报率不足5.5%,如果融资成本长期居高不下,私人投资必然受到抑制,对经济结构转型及短期稳增长将产生较大压力。因此,当前的主要矛盾并非资金供应不足,而是资金利率偏高。考虑到数量型政策调控的传导效果减弱,年初以来央行逐步提出“利率走廊”的管理模式,通过对资金利率曲线形态的塑造来健全央行的利率调控框架。

为了强化价格型调控和传导机制,央行必须有足够的工具。目前在央行货币政策工具箱中,公开市场操作、SLO/SLF等已经能够较好地调控短端利率水平。央行年内至今三次下调正回购利率,对当期Shibor、质押式回购利率等短期市场利率均产生较为明显影响。但在无风险收益率曲线还不够完

备、利率传导机制并不十分顺畅的情况下,央行完全通过调控短端利率水平来调控经济还不是很现实。适时创设一些新型货币政策工具,来影响和引导中长期利率水平仍然是必要的。PSL及各种形式的再贷款主要调节偏长期利率,从央行对国开行的巨量PSL来看,期限3年左右,利率则明显比同期国开债低,能有效压低长期利率;9月、10月,央行通过MLF向商业银行分别投放基础货币5000亿元和2695亿元,意在构建中长期利率调控工具。至此,完整的政策利率曲线初具形态,央行向价格型调控转型初见成效。

随着预算软约束融资主体的预算逐步硬化,实体经济主体对利率敏感性日益提高,价格型调控工具的有效性也将提高。目前,经济下行压力仍较大,降低社会融资成本、防范金融风险的任务也较重,预计央行将维持适度宽松的货币政策,继续沿用价格型调控工具。未来资金利率有望在偏低的位置上窄幅震荡,R007波动中枢将维持在2.5%-3.0%。(本文仅代表作者个人观点)

## 可转债

兴业证券：  
稀缺性日益突出

股市的强势表现将给转债带来整体性机会。由于主题性转债不断触发赎回而退市,但供给速度仍然偏慢,转债的稀缺性将日益突出,转债估值有望提升。在中小盘转债价格已经较高的背景下,大盘转债也将出现吸引力。因此,在关注确定性中小盘转债的同时,建议积极布局大盘转债,权重股的上涨将给大盘转债带来机会。中盘转债中,国电、东方、国金、重工、传媒等个券均是热点题材,但目前部分转债(国金、东方、国电)的价格偏高。小盘转债中,久立触发赎回可能性增加,通鼎、齐峰转债可继续持有。

中金公司：  
普涨时间段正过去

纯债市场持续大涨后,转债市场面临的机会成本大为降低,在大类资产配置中博取超额回报的重要性仍较高。当然,转债绝对价位均已普遍不低,从风险收益特性上对股市走势的依赖度较高,风险防范能力降低。转债进入了新阶段,一方面是股指创下近两年新高,市场风格正在出现微妙变化;另一方面转债市场基本实现了轮涨,估值洼地已经不明显。因此,战略上仍看好并着力寻找结构性 and 板块轮动机会,操作上开始要求“有所为有所不为”,普涨的时间段正在过去。个券方面,建议在核电、国企改革、“一带一路”、沪港通等板块中埋伏超额回报机会。(葛春晖 整理)

## 2.99% 转债指数刷新日涨幅纪录

10日,A股市场受沪港通即将正式推出的刺激而出现放量上涨,交易所可转债市场跟随走高,当日中证转债指数收盘上涨2.99%,创下了该指数有史以来的最大单日涨幅,并且在盘中将历史高点刷新至332.93点。

昨日中证转债指数高开高走,早盘跳空高开3.3点或1.02%报326.47点,全天呈现缓步爬升走势,收盘报332.84点,较前一交易日上涨9.67点或2.99%,盘中将历史高点刷新至332.93点。成交量方面,周一交易所转债合计成交62.3亿元,创近14个月新

## 资金面趋松 回购利率下行

10日,银行间市场资金面继续呈现宽松态势,回购利率多出现下跌。

昨日银行间质押式回购市场上,14天以内的各期限回购利率全线走低,其中主流品种隔夜和7天回购利率分别下行5bp和3bp;21天期和1个月期的回购利率则出现小幅上行,但因成交寥寥,参考价值不大;2个月以上的长端品种利率纷纷走低,3个月回购利率降至4.2%水平。

## 交易所信用债涨势放缓

10日交易所信用债市场延续强势,个券市价涨多跌少,但利率下行步伐有所放缓。

企业债方面,城投债继续以上涨为主,产业类品种则出现一定回调。城投类如主体AA的11丹东债收盘到期收益率下跌11.76bp,AA的10楚雄债跌2.82bp,11永州债跌8.53bp。产业类如AA的11蒙奈伦上涨6.24bp,11新光债涨1.26bp。

公司债涨势明显放缓,活跃品种如AA的11庞大02收益率涨8.57bp,11凯迪债涨5.72bp。高收益品种如AA的11中孚债

## 广饶农商行5亿ABS18日发行

苏州信托有限公司6日公告,定于本月18日在银行间债券市场发行“广农元2014年第一期信贷资产支持证券”。本期信贷资产支持证券的发起机构为山东广饶农村商业银行。

本期资产支持证券总规模5亿元,拟分为3档,分别为优先A档(3.625亿元)、优先B档(0.400亿元)和次级档(0.975亿元),其中次级档全部由发起机构持有,剩余优先A档3.625

## 两银行今发同业存单

中国货币网信息显示,浦发银行和兴业银行将于11月11日各发行1只同业存单,发行额合计10亿元。

浦发银行此次将发行该行今年第72期同业存单,期限三个月,计划发行5亿元,将采用报价发行方式,发行价格为98.9623元,参考收益率4.1601%;兴业银行将发行该行今年第112期同业存单,期限三个月,计划发行5亿元,将采用报价发行方式,发行价格同为98.9623元。

## 三券商13日招标52亿短融

国泰君安证券、国都证券、恒泰证券10日分别发布公告称,定于11月13日各招标发行一期短期融资券。

国泰君安证券和国都证券本次将发行的短融期限均为90天,规模分别为35亿元、10亿元;恒泰证券本次将发行的短融期限91天,规模7亿元。上述短融将采取固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,采用单利按年计息,不计复利。时间安排

高。个券方面,10日沪深市场正常交易的30只转债中有25只上涨、1只平盘、4只下跌;国金转债、徐工转债、东方转债单日涨幅均超过6%。

兴业证券本周表示,受益于货币政策宽松、基建投资加码、“一带一路”、资本走出去等利好推动,短期内牛市情绪仍将主导股市波动。随着部分优质转债触发赎回,转债稀缺性逐渐显现,并预计将继续带动转债市场估值水平提高,该机构建议投资者在牛市情绪下积极参与转债市场投资。(王辉)

交易员表示,昨日各期限资金供给充裕,市场需求主要集中在隔夜和7天品种上,长期资金乏人问津,导致有些机构的富余资金未能融出。

昨日央行继续开展例行公开市场操作询量,一级交易商可申报14天和28天期正回购、7天和14天期逆回购以及三个月期央票需求。本周公开市场到期资金量保持在400亿元,市场预计央行将延续平衡操作基调。(王辉)

收益率涨5.28bp,AA-的11柳化债持稳、A的10银鸽债续跌25.37bp。

研究机构报告指出,虽然近期债券利率大幅下行,但债市牛市格局仍然很难发生改变。需要注意的是,当前流动性相对宽松的环境让一些低等级信用产品收益率也出现了大幅下行,然而未来经济快速回暖的可能性不大。在经济底部波折中,部分低等级信用债的信用风险可能会出现暴露,投资者需警惕在这方面风险的行业和个券。(张勤峰)

亿元、优先B档0.400亿元将以公开招标的方式发行。本期资产支持证券中的优先A档、优先B档均采用固定利率,票面利率将根据公开招标结果确定,次级档资产支持证券无票面利率。

今年以来,信贷资产证券化试点范围持续扩大。据Wind截至11月10日的统计,今年以来债券市场已累计发行各类资产支持证券2461.65亿元,远高于去年全年的271.70亿元。(张勤峰)

据Wind数据统计,今年以来银行间市场已发行同业存单678只,发行总额达到6501.4亿元;数据还显示,截至10日,同业存单存量为533只、4866.70亿元。另据统计,今年以来已有近80家商业银行、政策性银行披露同业存单发行计划,计划发行总额约为1.4万亿元。市场人士指出,由于部分金融机构调休,同业存单发行暂时放缓,但预计从本周后半周开始发行量将重新增加。(张勤峰)

上,招标日为11月13日,缴款日、起息日、债权登记日为11月14日,上市流通日为11月17日。据相关公告披露,国泰君安证券主体评级为AAA级,国都证券为AA+,恒泰证券为AA级;上述短融均无担保,债项信用评级均为A-1级。

据Wind数据统计,截至11月10日,今年共发行证券公司短融券208只,发行总额为3417.5亿元。(王辉)

## 通胀无忧 债市高歌猛进

□鄞州银行 段苏

10日,在CPI数据保持低位的情况下,投资者的降准降息预期再起,债市顺势上涨,各品种收益率继续大幅下行。

昨日市场资金面宽松,资金成本稳中下降。国家统计局昨日公布的10月CPI数据显示通胀压力不大,在大宗商品价格不断下行、住房价格弱势、消费价格低迷的背景下,短期通胀形势较为平稳。CPI数据公布后,债市短期不确定因素得以消除,做多情绪恢复。国债方面,剩余期限2.84年的140020,收益率由3.25%一路下行至3.21%;剩余期限4.97年的140026,收益率由3.35%下行至3.33%;剩余期限6.95年的140024,收益率由3.46%下行至3.4%;剩余期限9.85年的140021,最终收在3.5%的关口。金融债的收益率同样下行,交投最为活跃的10年国开140205,收益率由3.92%下行至3.87%。

信用债表现活跃,收益率不断创新低。一级市场招标发行的14晋城城投债,评级AA,招标倍数高达4.5,招标利率达到4.99%,已经低于5%的关口。二级市场上,新发的14山钢CP005,评级AAA,成交在4.38%,溢价12BP。评级AA的新发14扬州经开CP001,同样成交在4.38%,溢价12BP。城投债在一级发行有限的情况下,二级市场买盘踊跃,剩余期限在3年以内的个券,大部分收益率在5%以内。

短期来看,债市无利空,大概率仍是牛市氛围,但需注意,收益率过快下行,可能透支了明年的预期。

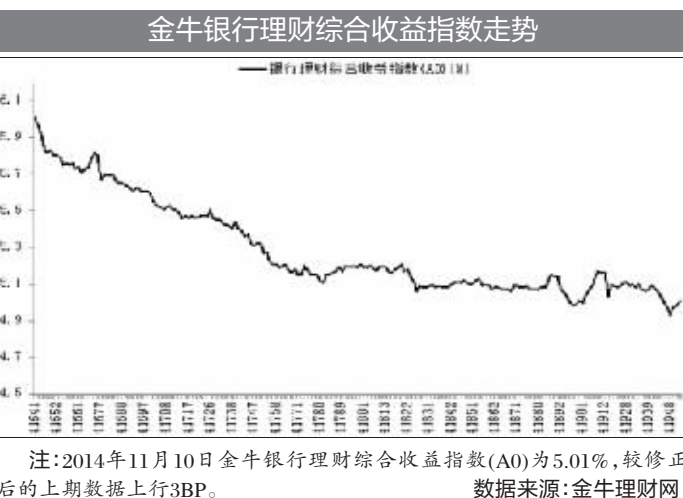
## 本周利率债现供给低潮

□本报记者 张勤峰

本周利率产品发行骤然失速。最新数据显示,本周银行间市场待发行利率债仅有一只国债。

财政部将于本周五(11月14日)续发行14附息国债24。该期国债是目前唯一已披露的将于本周在银行间市场发行的利率产品。上周,农发行已发布公告,推迟原定于本周一(11月10日)发行金融债券的计划。与此同时,按周增发的固息“福娃债”也一反常态,至今未见有发行公告披露。若无新的发行安排,本周银行间市场新发利率债规模或将创下9月份以来的单周最低值(仅指完整交易周,后同)。统计数据示,10月份以来利率产品单周发行量均超过700亿元;数据并显示,今年8月最后一周,银行间市场共发行利率产品270亿元,是迄今为止年内利率产品单周发行量的最低值。另值得注意的是,14附息国债24期限7年,为关键期限国债,而关键期限国债招标一般安排在周三进行。从财政部去年底发布的发行计划来看,本期国债原本安排在11月12日发行。

市场人士指出,本周债券发行大幅减少及部分债券调整发行计划,与部分市场机构调休有关,相关影响消除后,发行节奏将恢复正常。从年初公布的发行计划看,未来一个多月时间银行间市场仍有6只国债待发行。



注:2014年11月10日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.01%,较修正后的上期数据上行3BP。数据来源:金牛理财网