

■2014年六大关键词·贬值

# 贬值非趋势 双向波动成常态

□本报记者 张勤峰

12月30日，人民币兑美元即期汇率全天大涨近200基点，但仍远低于去年末水平，年度贬值已是板上钉钉。2014年，美元兑人民币汇率呈现“N”形走势，波动性较往年明显加大，既印证了人民币汇率已接近均衡水平、单边升值成为历史，也反映出市场汇率预期在分化，人民币汇率的波动性在上升。

市场人士指出，综合内外经济金融形势看，人民币短期仍面临一定贬值压力，但充裕的外汇储备和稳定的中间价政策可以有效管控人民币贬值预期，加上推进人民币国际化的需要，人民币不大可能出现持续贬值，未来有望继续呈现双向震荡、总体稳定运行格局。

## 首尾两跌 年度贬值逾千基点

12月30日，银行间外汇市场人民币兑美元中间价报6.1224元，较前一日下跌19基点，距去年末的6.0969元则又远了一步。由于在年度最后一个交易日上调超过255基点显然不太现实，该中间价2014年贬值几成定局。

即期汇率方面，30日境内询价交易中，受中间价下调影响，人民币兑美元即期汇价早盘呈现低位震荡走势，盘中一度跌至6.2362元，刷新最近半年低位，但午后随着美元指数跳水，人民币快速拉高并实现逆转，尾盘收在6.2020，较前日收盘价涨198基点，创下今年3月25日以来的逾9个月最大单日升值幅度。但与去年末收盘价相比，该即期汇率仍大幅走低1481基点，出现有连续交易数据记录以来的首次年度贬值也已是板上钉钉。

回顾2014年，人民币即期汇率分别在1至5月和11至12月出现两轮比较明显的贬值，期间夹杂着一轮持续升值，美元



兑人民币汇率全年呈“N”形走势，波动性明显较往年显著加大。今年人民币汇率出现年度贬值是史上首次，汇价走势呈现如此鲜明的双向运行特征同样是前所未见。

## 内外施压 单边升值终结

人民币正式终结持续单边升值走势确实值得关注，但这也是各方意料之中的结果。近年来，人民币汇率接近均衡水平的看法已逐渐成为市场共识。接近均衡水平，意味着人民币汇率围绕均衡水平双向波动的特征将成为常态，出现年度小幅贬值也不奇怪。

人民币汇率趋近均衡合理水平的宏观与微观基础已基本具备，从宏观角度看，近年来我国经常项目顺差与GDP之比趋于下降，显示经常项目收支渐趋基本平衡。从微观角度看，企业参与外汇买卖的策略发生了深刻改变。据国家外汇管理局公布，11月份银行代客结售汇已连续第四个月出现逆差。代客结售汇逆差的出现，突出反映了企业等部门结汇意愿下降、持

汇意愿上升的情况。随着央行持续推进人民币汇率市场化定价，人民币汇率在今年结束单边升值成为必然。

市场人士表示，人民币汇率接近均衡水平并不意味着贬值，但今年内外经济金融形势使得人民币出现小幅贬值是大势所趋。从宏观的角度上看，今年中国经济增速继续放缓，而美国经济稳健复苏，中国经济增长的相对优势在减弱，中美货币政策由此出现周期性差异，中国货币政策渐进松动，美联储则结束QE并不断释放收紧货币政策的信号，人民币对美元走弱顺理成章。与此同时，企业持汇意愿上升，以及央行减少了对外汇市场的常态化干预，引发外汇市场供求关系变化，则为人民币汇率小幅走弱提供了市场基础。

值得一提的是，在汇率接近均衡水平的背景下，外汇市场预期出现分化，人民币的资产属性不断增强，以及企业本外币财务运作加大跨境资金流动，又在很大程度上加大了人民币汇率走势的波动性。

## 有压力有支撑 贬值非常态

市场人士指出，鉴于中美冷暖各异的经济形势尚无明显变化，人民币中短期仍将面临一定贬值压力。一方面，国内经济增长放缓、物价通缩风险上升，未来货币政策仍有放松的可能性；另一方面，美国经济增长则较为稳健，市场对于美联储提前调高利率存在较强预期，因此中美经济和利率都可能进一步发生此消彼长的变化，使得人民币兑美元汇率仍存在重估需求。瑞银证券预计，2015年人民币相对美元将小幅贬值，人民币兑美元汇率在2015年底预计将达到6.35左右。

有分析人士认为，允许人民币出现适度贬值也未尝不可。毕竟国内外经济形势的变化使得当前人民币无大幅升值空间，继续推升已高企的人民币实际汇率将不利于外贸改善。此外，如果人民币兑美元保持强势，美元利率走高还会对国内利率政策的自主性带来影响。

不过，市场普遍认为，不必担忧人民币会出现大幅的贬值。一是，央行有能力杜绝市场出现持续的贬值预期。我国拥有庞大的外汇储备，如果货币当局有意维持汇率坚挺是能够实现的。而且近期人民币兑美元汇率中间价仍相对稳定，传递出了平抑人民币市场价格波动的信号。二是，达成人民币国际化和人民币成为储备货币的目标，需要相对坚挺的汇率作为支撑，因此管理层不会容忍人民币汇率出现大幅贬值的情况。

市场人士表示，从更长时间来看，尽管单边升值格局已破，但中国经济增长潜力很大，增速逐步触底企稳可期，加之推进人民币国际化的现实需要，人民币汇率仍有望维持总体稳定的走势，而阶段性的双向波动可能会强化。（本系列完）

# 外汇期权迎来发展春天

□韩会师

随着人民币双向波动的加剧，诸多企业担忧目前的远期结汇价格不足以完全覆盖人民币贬值风险，因而在签约时机上甚为犹豫。在此背景下，长期被市场冷落的外汇期权可助企业一臂之力。

有结汇需求的企业若对人民币进一步贬值心存忧虑，可以采取“卖出美元看涨期权”的策略。以12月29日的市场价格为例，美元对人民币一年远期汇率在6.39附近，执行价格为6.39的1年期欧式美元看涨期权（平价期权）的期权费大约在600点左右，若企业1年后有1亿美元结汇，企业在期权合同签约时就可获得600万人民币的期权费收入。

合约到期时，若美元即期汇率在6.39

以下（如6.34），银行不行权，企业按照即期汇率结汇，但由于企业获得了期权费收入，相当于在6.40（6.3400+0.0600）的价位结汇（忽略货币的时间价值），远好于不使用期权的情况。但与执行价格为6.39之上远期结汇合约相比，若美元即期汇率跌至6.33以下（如6.30），此时远期合约的收益超过600点（6.39-6.30>0.06），使用远期结汇合约更为有利。

合约到期时，若美元即期汇率在6.39-6.45之间（如6.40），银行将行使期权，企业按照6.39的价位结汇，此时企业面临的情况和签订远期结汇合同相同，均获得6.39亿人民币结汇收入，但企业出售期权时获得的600点期权费是额外的“福利”，相当于企业在6.45（6.3900+0.0600）的价位结汇。与直接即期结汇相

比，出售美元看涨期权亦是更优的策略。

合约到期时，若美元即期汇率在6.45之上（如6.48），银行将行使期权，此时企业按照6.39的价位结汇，再加上600点的期权费收入，实际收益虽小于即期结汇，但仍要高于远期结汇合约。

总体来看，除非期权到期时美元即期汇率远低于执行价，否则出售美元看涨期权的收益均要好于签署远期结汇合约。即使到期日美元即期汇率较低，该策略的收益也要远好于直接即期结汇。对于担忧人民币较大幅度贬值的企业来说，该策略要优于远期结汇。

买入美元看跌期权”是企业替代远期结汇的另一选择。很明显，执行价格越高，对看跌期权买方越有利，期权费也越高。29日1年期执行价格为6.39

的美元看跌期权费率约600点。（与看涨期权相同），若企业嫌期权费较高，可降低执行价格，例如执行价格为6.32的美元看跌期权费率约300点左右。一旦到期日美元大幅升值，买入美元看跌期权的策略可令企业获益大大高于远期结汇合约；即使美元大幅升值的预期落空，企业至少也可获得6.29这一保底”收入。

在人民币汇率市场化形成机制完善过程中，市场波动的加剧与投资主体预期的分化为外汇期权的发展提供了契机。企业与银行可从简单期权入手逐步培育境内期权市场，为企业在远期结售汇之外创造更多的风险规避手段。（作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点）

## 首单外资行ABS花落汇丰

□本报记者 张勤峰

交银国际信托有限公司30日公告，定于2015年1月15日在全国银行间债券市场发行“汇元2015年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”。本期信贷资产支持证券的发起机构为汇丰银行（中国）有限公司。

本期资产支持证券总规模13.4826亿元，包括优先级资产支持证券9.95亿元和次级档资产支持证券3.5326亿元；优先档将以招标方式公开发行，固定利率，票面利率由招标确定，次级档则由发起机构全部持有，无票面利率。

自2005年进行信贷资产证券化试点以来，信贷资产证券化试点在国内已经开展近10个年头，期间经历多次试点启动到暂停的轮回，一直没有步入常规化态势。这一情况终于在2014年发生很大变化。据Wind统计，截至12月30日，2014年以来由银监会主管的ABS已完成发行230只，发行总额达到2819.81亿元，而2013年全年只有16只、合计157.73亿元。不仅是发行规模显著增加，ABS发行机构也经历了大幅的扩围。过去很长一段时间，国内信贷ABS试点发行机构集中于几家国有银行和少数股份制银行，而当前已有更多股份行、城商行加入到发行群体当中。上述汇丰银行（中国）将发行的ABS则将成为国内首支由外资行发行的ABS。此外，2014年ABS发行人中还出现了汽车金融公司、资产管理公司等非银机构的身影。

市场人士指出，目前证监会、银监会等部门已相继进行ABS“备案制”改革，加上银行等金融机构在资本约束下有进行资产证券化、盘活存量资产的现实动机，未来我国信贷资产证券化将步入稳步发展轨道。

# “风大债少” 转债演绎跨年牛市

□本报记者 王辉

伴随A股市场不断巨量推涨，可转债市场自12月15日结束调整后再度转入上升，且转债指数表现强于同期主要股指。分析人士表示，在大盘蓝筹股持续坚挺、转债品种日渐稀缺的市场环境下，中短期转债市场预计仍旧易涨难跌。尽管后期股指可能延续宽幅震荡特征，但明年1月转债市场料仍有较多投资机会。

## 转债指数半月大涨17%

12月下旬以来，随着A股市场告别休整、重启升势，交易所转债市场再度飞速上涨。而且从指数表现来看，近半个月以来转债市场表现明显强于A股市场。

数据显示，截至12月30日收盘，上证综指与沪深300指数本周以来分别微涨0.26%和0.34%，同期中证转债指数则录得了2.51%的涨幅。此外，自12月15日以来，中证转债指数累计大涨17.35%，而同期上证综指与沪深300指数则仅分别上涨7.19%和7.47%。由此可见，转债市场较同期A股显得更为强势。

个券表现方面，WIND数据显示，按全价计算，近半个月两市合计29只转债中仅两只个券小幅下跌，其余27只个券全部上涨，其中12只转债涨幅超过10%。具体来看，涨幅居前的国电转债、洛钼转债、平安转债分别高达30.95%、26.81%和26.14%，展现出极强的赚钱效应。此外，本阶段两市涨幅居前的个券品种，多数为国电、平安、民生、工行、中行、石化等大盘蓝筹类品种。事实上，从近阶段A股上涨风格和转债市场个券结构等方面来看，金融等大蓝筹板块个股的持续放量上涨，正是推动转债市场大幅上涨的主要动力。

## 中短期仍易涨难跌

经过近期持续大涨之后，随着新的一年即将来临，转债牛市行情能否延续？对此，多数主流机构认为，尽管后期A股市场可能出现更多宽幅波动，但短期内过份“恐高”仍为时过早，未来较长一段时期内，整体强势格局及较多的交易性机会仍将是主导市场运行。

中信证券本周最新观点指出，近期主要股指出现宽幅波动，主要源自两个层面原因。一是，疲软不振的经济形势成为本轮权益类市场牛市最大的风险点。在实体经济无法给予虚拟经济足够支撑背景下，利多和利空消息的影响将会放大；二是在大幅上涨后，融资融券盘的获利撤退锁定收益的需求明显。在操作短线化的背景下，权重股大幅波动导致指数大幅波动或将成为

## 观点链接

海通证券：关注金融与主题个券。11月工业企业营收及利润数据不佳，经济依然低位徘徊，预示长期内央行仍需放水托底经济。居民资产配置仍在不断转向资产市场，股债慢牛利好转债，长期内仍可潜在低价格、蓝筹类个券；当前转债价格均已较高，120元左右个券相对具有持有价值。近期转债处于宽幅震荡向上行情，金融个券仍有上涨机会，而自贸区、一带一路、电改等主题相关个券可继续关注。

光大证券：老券好于新券。目前转债整体仍处于股性时期，所有转债均超过120元。整体转股溢价率水平也正在升高，上升的基本逻辑在于未来预期转债稀缺。较高的绝对价格+正在升高的转股溢价率，意味着转债的性价比相较于正股正在下降。目前看起来资金仍在持续流入A股，短期似乎风险不大，由于较高的杠杆水平，中期情况仍需

常态。该机构认为，在高波动率下，未来一段时间内短线交易性机会较多，后市可继续关注经济刺激政策下直接受益的中低估值蓝筹股，同时也要抓住市场热点，把握板块轮动下的波动交易时机。当相关标的大幅波动时，不失为较好的入场时点。

此外，有多家机构从转债市场供求关系角度指出，随着触发强赎退市的转债日渐增多，稀缺性增强也将进一步提升转债估值。近段时间，随着股价持续上涨，转债强赎情况频发，特别是继平安转债发布强赎公告后，工行、中行转债已触发强赎条款，民生、石化转债也进入赎回累计期。有分析机构称，若几家银行转债均提前赎回，存量转债将降至600亿元左右，在“风大债少”的背景下，转债市场有望演绎跨年度牛市行情，后市投资者在关注波段性投资机会的同时，建议应以持有为主。

要观察。从配置需求以及正股表现来看，转债短期仍有空间。比较现存转债可以发现，新债转股溢价率水平偏高。考虑老债发行人转股意愿更强，我们更看好老债。

申银万国证券：关注稀缺性转债标的。转债整体建议仍以持有为主，中长期对权益市场和转债供需面偏乐观，有题材支撑的中低价蓝筹品种和低估值大金融板块仍值得关注。大盘转债中，中行、工行触发赎回，民生转债稀缺性显现，石化可留意短线下波段机会；中盘转债中，浙能具备流动性与低价优势，且受益于核电和国企改革题材，国电提前赎回提升了浙能作为电力转债的稀缺性；小盘转债短期相对偏好冠城、徐工、长青、齐峰、齐翔等绩优转债可继续持有。未来市场存量压缩在即，或将继续推高转债市场估值，建议投资者尽早做好准备配置筹码，关注稀缺性转债标的。

## 公开市场操作十连停 资金面回暖现波折

周二，银行间市场资金面延续转紧态势，中短期回购利率出现反弹。市场人士指出，资金面意外收紧可能与前期SLO操作到期有关，也反映出年底季节性扰动还未完全消退，不过资金面逐渐回归相对宽松依然是大势所趋。

当日银行间质押式回购市场上，1个月（含）以内各期限回购利率纷纷掉头上涨。其中，隔夜回购利率加权值大涨16BP至351%，7天回购利率微涨1BP至464%；较长期限的14天、21天和1个月品种分别上涨24BP、23BP、46BP。其中，7天和14天回购盘中最高均成交到7%以上。

交易员称，银行间市场资金面周一午后便出现转紧的迹象，周二早间大行出资意愿明显减退，尤其是政策行供给减少导致资金面紧张程度加剧，午后随着大行融出短期资金，资金面才逐渐回归均衡格局。

有交易员分析，短期资金面重新收紧或与前期SLO操作到期有关。本月月中旬，市场曾几度出现央行开展SLO操作的传言，但一直未获得央行回应。也有观点认为，资金面出现波动与年底季节性因素有关，毕竟机构年底面临冲报表、指标考核、节假日备付和节后存准补缴等多重压力。

另值得一提的是，周二是例行公开市场操作日，央行仍未开展任何操作。至此，该例行操作已连续十次暂停。结合前期央行开展的MLF、SLO操作来看，市场认为这反映出央行既想保持流动性平稳，又不愿释放过于强烈的宽松信号。

尽管短期资金面再现波动，但市场人士多认为，跨年后资金面回归相对宽松的常态仍是大势所趋，且年底银行间债券交易系统按惯例延时，为机构做平头寸提供了充足的时间，因此市场情绪总体仍保持稳定。（张勤峰）

## 五银行披露 2015年同业存单发行计划

仅为300亿元、500亿元。据统计，2014年共有逾90家银行公布了各自的2015年同业存单发行计划，计划额度超过1.43万亿元；WIND资讯截至12月30日的数据显示，今年以来同业存单实际发行额累计为8975.6亿元，最新存量为5934.2亿元。而在2013年12月试点期间，共有十家银行合计发行了340亿元同业存单。

市场人士表示，在利率市场化背景下，发行同业存单是银行（特别是中小银行）提升存款吸收能力和融资能力、降低成本的重要途径；从多家银行赶在2015年之前披露发行计划、单家计划额度显著增长来看，2015年同业存单发行市场有望得到快速扩容。（葛春晖）

## 产业债吸引力增强

□安信证券固定收益部 袁志辉

伴随着中证登对企业债质押新规的推出，丧失质押融资功能的部分中低信用等级城投债流动性瞬间陷入困境，成为市场抛弃的品种。此前城投债是2014年债券市场最火热的成交品种，披着地方政府隐含担保的“无风险外衣”，享受着信用债的高收益，城投债成为债市最赚钱的投资品种，而质押功能丧失这只“黑天鹅”极大降低了城投债的投资价值。此刻，产业债的价值吸引力逐步显现出来。

年初，超日债违约等系列信用事件打破了公募债刚性兑付的惯例，虽然目前来看最终还是兑付了，但是信用债尤其是产业债信用定价的市场化征程已真实推进了。目前产业债的信用溢价居高位，且在被市场忽略情况下估值下行偏慢，投资价值优势较为明显，后期存在估值修复的空间。

盈利是企业生存的根本，经营业绩转好推动资产负债表的修复，有利于降低产业债的信用风险溢价。虽然整体工业企业盈利下滑，但是部分周期性行业盈利已出现改善，未来随着经济底部缓慢回升，将推动企业盈利好转，同时降低市场风险溢价。微观层面企业盈利的好转一般领先于宏观经济。事实上，2014年由于企业主动调整供给，供给层面成本压力下降要快于需求端，企业盈利已经出现好转，这在今年以来周期类股票快速上涨中已有体现。“PPI-PIIRM”对于观察企业盈利是个较好的领先指标，一般领先2-3个月。自3月以来，该指标连续回升，预示企业盈利情况较前期出现好转。

信用债的风险定价正在回归市场化，很难继续寻找类似以往城投债这样流动性好、风险低、收益高的产品寻求制度红利，但也给定价能力强以及善于价值发现的投资者提供了很好的交易机会，挖掘价值洼地将成为重要的投资回报来源，而定价高度市场化且目前价值存在低估的产业债为此提供了机会。当然，考虑到产业债的行业分化在加剧，也需要规避信用风险，需要在中高等级品种中，在深入信用研究的基础上，更精准地择时择券获取超额收益。（本文仅代表作者个人观点）

