

# 无惧美元攀高 人民币保持坚挺

□本报记者 葛春晖

新年伊始,美元指数一举站上91点关口。市场普遍认为,年内美元将延续强势,美元指数冲上百点指日可待。但近几日人民币兑美元汇率并未因美元大涨而显著贬值,而是呈现宽幅震荡格局。分析人士认为,尽管年内美元走强对人民币构成一定贬值压力,但考虑到人民币国际化稳步推进、贸易顺差有望持续高企等因素,人民币中长期不具趋势性贬值动力;短期而言,外管局放宽银行结售汇头寸管理、银行间市场人民币流动性趋紧预期增强,更是对人民币汇率具有向上支撑。

## 牛气冲天 美元指数逼近92

从2014年下半年开始,美元走强的脚步就已经势不可挡。截至去年12月,美元指数从80点附近一路上攻,年末一举站上90点关口,创下了最近二十三年的半年最大涨幅。2015年伊始,美元依旧是牛气冲天。1月1日至6日,美元指数四连阳,一举突破91关口,7日亚市最高摸至91.89点,直逼92点大关。

本轮美元升值主要得益于美国经济周期和货币政策调整的领先性。金融危机后美国经济在超常规货币扩张刺激下率先回归常态,在经济增速回升、就业率稳步下降的背景下,美联储在去年10月份正式结束量化宽松(QE),开启了货币正常化进程。市场普遍认为,美联储启动加息只剩时间早晚问题,今年6月将是首次加息的敏感时点,预计到2015年末联储基准利率将逐渐升至1%。

而与此同时,作为美元指数中权重最大的两个货币品种,欧元和日元面临的形势与美元截然相反。经济方面,欧元区和日本经济复苏节奏明显滞后于美国。去年10月,IMF上调美国2015年经济增速至3.1%,同时将欧元区和日本的经



济增速分别下调至1.3%和0.8%。货币政策方面,在经济低迷、通缩压力加剧的背景下,欧日央行陷入持续扩张资产负债表的泥潭。2014年,欧洲央行先后推出降息、实施存款负利率、量宽加码等措施。1月2日,欧洲央行行长德拉吉暗示将启动大规模购买政府债券的全面QE,导致当日欧元兑美元应声下挫,美元指数全天大涨近1%;无独有偶,日本央行在去年10月底意外宣布加快货币扩张,意味着其宽松的步伐尚未停歇。

目前来看,市场普遍认为,在美国与欧日经济、货币政策方向持续背道而驰的背景下,2015年美元具有继续走强的动力,美元指数有望在时隔12年后再次站上100点大关。

## 人民币不具长期贬值基础

在美元进入牛市的背景下,去年最后两月,人民币兑美元汇率出现了一波阶段性贬值。考虑到中国与美国也存在经济和货币政策差异,有利差收窄、资金外流的可能,市场倾向于认为今年人民币对美元将承受贬值压力。不过,从近日

人民币兑美元汇率表现看,人民币依旧呈现出较为坚挺的运行特征。数据显示,1月6日,美元指数收于91.61点,再创逾九年新高。而1月7日,人民币兑美元中间价虽小幅回落13基点至6.1269,但仍位于去年3月以来的相对高位。即期汇率方面,在美元走高、中间价下调的背景下,人民币兑美元即期汇率7日收于6.2125,反而较上一交易日微涨5基点。从更长时间来看,虽然人民币即期汇率在2014年整体小幅贬值,但若从去年3月份算起,亦未脱离6.10-6.30的运行区间,只不过双向波动的幅度较中间价更为明显。

市场人士表示,尽管美元走强,但境内市场结售汇情况仍较为均衡。一方面,外汇管理局近日规定,银行结售汇综合头寸不再挂钩外汇存比,使得银行保留美元头寸的需求下降;另一方面,下周又有A股IPO集中申购,届时银行间市场资金面恐面临趋紧。两项因素叠加,使得机构短期结汇需求上升,对人民币汇率形成向上支撑。

就中长期而言,分析人士指出,美元

走强带来贬值压力固然显而易见,但人民币并不具备趋势性贬值的基础。首先,人民币正谋求国际化,决定了人民币币值有必要保持稳定;其次,海外经济复苏虽然缓慢但毕竟在回升,加上政府大力推进“一带一路”等“走出去”战略,我国出口增长有望持续恢复,外贸顺差有望持续高企并对人民币形成支撑;第三,适当贬值虽有利于出口,但也需防范快速贬值可能引发的资本大规模外流以及由此对我国资本市场造成的冲击,因此货币当局有必要采取措施来稳定汇率预期。而庞大的外汇储备、中间价指导作用,以及央行并未完全放开资本管制和放弃外汇管制,也显示出当局拥有充足的稳定预期手段。

值得注意的是,过去一段时间,在央行逐渐退出日常干预的背景下,人民币即期汇率呈现出自发的双向波动、有升有贬格局,一定程度上反映出人民币汇率已基本进入均衡状态。有分析人士预计,2015年人民币汇率可能继续呈现宽幅震荡、双向波动格局,即期汇率波动区间或在6.00-6.30。

# 美元指数年内有望挑战100点

□南华研究所 张静静

在美联储货币政策调整及美国经济向好的双轮驱动下,2014年下半年以来美元指数强势上行,至今未出现过像样回调。近期强劲的经济数据令美元突破91关口;希腊退出欧元区预期及欧洲央行暗示推出QE等因素推动美元继续攀升并刷新了2006年4月以来的高点。短期看,欧洲因素将继续发酵并助力美元指数持续走强;就中期而言,2015年美国仍将在经济和货币政策方面保持相对优势,美元指数年内有望挑战100点关口。

## 美指短期或冲高回落

圣诞前夕公布的美国2014年三季度经济增速终值为5.0%,不仅大幅超出市场预期及前值,更进一步扩大了其相对欧日英等主要发达经济体的增速优势。受此提振,美元跃升至90上方。2014年

12月29日进行的希腊总统大选失败、议会解散,一旦左派借助本月25日的议会选举上台,希腊政府或将放弃财政紧缩和改革,并撕毁其与“三驾马车”、欧盟委员会以及欧洲央行之间的救助协定。希腊退出欧元区预期再度升温,避险情绪令美元高位震荡。1月2日,欧洲央行行长德拉吉暗示将启动大规模购债计划,当天美元指数突破91。

技术上,美元指数已收出6根月度阳线,其涨势之猛类似金融危机爆发及QE1结束前后两个阶段,存在短线回调需求。但目前欧洲因素效力还在增强,“希腊退出”的短期风险堪比欧债危机,市场对欧洲央行将在1月22日利率决议中宣布QE计划的预期亦不断升温,上述事件只要发生其一就足以支撑美元指数继续上行。预计本月美元指数或将挑战2005年11月高点92.63,而随着事件驱动影响淡化,美元或将阶段性见顶并高位回落至87-88附近。

## 年内升破100点不是梦

展望全年,美元指数有望重新站上100点关口。

首先,无论以任何经济指标作为衡量标准,美国经济的调整都最为充分。美国经济已经形成惯性复苏,预计年内该国失业率将跌至5.3%,全年经济增速也有望达到3.5%。相比之下,欧洲和日本的情况则不乐观。2014年二三季度欧元区经济再现滑坡,且增长低迷态势已向其核心国家蔓延,去年三季度德国经济增速已降至1.2%。此外,该区域还面临通缩风险。预计2015年欧元区经济增速难以超过1%。目前安倍政府扩张性货币政策的边际效应已经远不及前,经济下行压力又令上调消费税缓解财政困境的计划搁浅,刚刚推出的3.5万亿刺激计划也并无新意,料影响有限。今年日本经济增速可能也在1%附近。其次,美联储有望于今年三季度打开加息窗口,一旦欧洲央

行推出QE将令欧元流动性持续、大量增加,而在财政政策无施展余地的前提下若要维持较高的支持率,安倍政府也很可能继续加大宽松货币政策力度。综上所述,美国经济的相对优势和主要发达经济体货币政策的差异化将力挺美元指数上行,而一旦年内出现风险事件,美元将更加受益。

技术上,由于欧元与日元在美元指数中的权重总和超过70%,因此一旦确定这两种货币的走势方向,美元运行特点也将一目了然。目前欧元兑美元已跌破2008年4月以来形成的下降三角形下沿,其年内低点或在1.1附近;美元兑日元有望在达到124附近后回调至100-108区间,随后重回上行通道,年内高点有望在125-135区间;外市,美联储加息在即,美元指数可能继续强势上行,人民币汇率将有所承压;内部,中国宏观经济运行渐趋稳定,国际收支日趋平衡,目前人民币兑美元即期汇率应该已经接近于均衡水平;政策方面,人民币国际化进程加快,要求人民币币值保持相对稳定,因此在必要时不排除央行干预外汇市场的可能。综上,预计2015年人民币汇率将保持双向波动的运行态势,大幅升值或贬值的概率都不大。(张勤峰 整理)

## 观点链接

### 银河证券:美元上涨趋势难以动摇

从基本面上看,一方面美国将维持发达经济体中最高经济增速的地位不动摇,同时,美国货币政策开始紧缩,而其他发达经济体将继续保持或者进一步加大货币刺激;另一方面,从市场角度看,美元的避险属性将进一步得到巩固,因此无论2015年美联储何时加息,美元维持强势、进一步上涨的趋势将不可动摇。新兴市场方面,投资者转向安全资产,以及受地缘政治影响,新兴经济体货币仍将会受到冲击。

### 国泰君安证券:美元指数将继续走强

美元指数在2015年将继续走强。根

据ICE报告,美元指数的走势受加息预期、经常账户赤字和资产相对收益率变化的影响。我们进一步认为,决定上述三大因素的是美国经济和美元指数构成国家经济基本面的相对变化以及全球避险情绪的变化。美国经济和其他发达经济在2015年的分化将延续,美国加息及原油暴跌使新兴国家承压,支撑美元指数继续走强。美元指数走高有三大影响:美元计价的大宗商品价格将进一步下跌;投资者避险情绪上升,将资金从新兴市场国家转移到美国;受欧日量化宽松、美国货币收紧、资金回流美国影响,欧日和新兴经济体汇率将继续下跌。

### 招商银行:美元有望迎来一轮大牛市

预计2015年美国“风景独好”的局面仍将继续,欧日等其他经济体将会继续缓慢复苏。在经济分化的局面下,主要央行的货币政策也会分道扬镳,美国已经结束了QE,并有较大可能于2015年年中启动加息周期,而欧洲和日本仍行走在宽松政策的大路上,且货币政策有可能进一步宽松,包括中国在内的多数新兴市场,也面临着放松货币政策的压力。货币政策的差异,直接导致美元与其他货币之间实际利差的持续拉宽,美元愈来愈享有利差优势,在经济周期和货币政策周期均领先的条件下,美元有望迎来布雷顿森林体系解体以来的第三轮大牛市。

### 国信证券:人民币大升大贬概率小

上周人民币对美元即期汇率以年度贬值2.5%收官,这也是自2005年汇改以来,人民币即期汇率首次年度贬值。展望2015年,三大因素共同决定人民币的走势:外部,美联储加息在即,美元指数可能继续强势上行,人民币汇率将有所承压;内部,中国宏观经济运行渐趋稳定,国际收支日趋平衡,目前人民币兑美元即期汇率应该已经接近于均衡水平;政策方面,人民币国际化进程加快,要求人民币币值保持相对稳定,因此在必要时不排除央行干预外汇市场的可能。综上,预计2015年人民币汇率将保持双向波动的运行态势,大幅升值或贬值的概率都不大。(张勤峰 整理)

## 2015年首期国债14日招标

财政部7日公告称,定于本月14日发行2015年记账式附息(一期)国债。

本期国债为1年期固定利率附息债,招标面值总额200亿元,不进行甲类成员追加投标。日期安排方面,1月14日招标,1月15日开始计息,招标结束至1月19日进行分销,1月21日起上市交易。兑付安排方面,本期国债到期一次还本付息,2016年1月15日(节假日顺延)偿还本金并支付利息。发行手续费为承销面值的0.05%。

本次招标将采用混合式招标方式,标的为利率。投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标价差分别为50个、12个和25个标位。

据Wind数据统计,2014年财政部共发行58期记账式国债,9期凭证式国债和11期电子式储蓄国债,国债发行总额为17745.01亿元。考虑到中央政府财政支出有望加码、赤字规模或进一步扩大,机构普遍预计2015年国债净发行额将继续增加。(张勤峰)

## 转债市场连涨八日

得益于A股市场整体稳步上涨,沪深可转债市场持续维持强势格局。7日,中证转债指数再涨1.68%,连续八个交易日收高。7日,中证转债指数在东方财富、石化转债等中大盘品种上涨的推动下,再度出现较大幅度的上涨。截至收盘,该指数报467.38点,较前一日上涨7.70点或1.68%。同日,上证综指亦上涨0.67%,中证转债指数已连续七个交易日表现强于上证综指。个券表现方面,以市价计算,周一两市交易中的27只转债品种多数收

高,仅工行转债、中海转债等6只个券出现下跌。涨幅居前的东方转债、洛钼转债、通鼎转债分别上涨13.86%、4.17%和4.10%。

海通证券本周表示,当前经济动能仍不足,通缩风险未消,长期内仍需货币宽松。在宽松流动性环境下,资金从实体转向资本市场是股债慢牛基础,转债市场仍值得长期看好。整体来看,1月份转债投资,一方面可在存量转债中继续潜伏低价个券,另一方面可积极关注和申购新发转债。(王辉)

## 农发行12日发行两期金融债

中国农业发展银行7日公告称,定于1月12日在银行间债券市场招标发行2015年第一期和第二期金融债,分别为三年期和五年期固定利率附息品种。这两期债券首场招标额均为100亿元,首场招标结束后,每期可追加发行不超过30亿元的当期债券。

据公告文件显示,上述两期农发行招标时间为1月12日,均采用单一利率荷兰式招标。两期债券缴款日和起息日均为1月

14日,上市日均为1月20日,到期兑付日分别为2018年1月14日(遇节假日顺延,下同)和2020年1月14日。本次农发行发行的两期新债均没有基本承销额,3年期承销费为0.05%,5年期为0.1%,两期债券均没有兑付手续费。

据Wind统计数据,2014年全年农发行在银行间市场公开发行的金融债总规模为6550亿元。(王辉)

## 联合资信:将方正集团列入评级观察名单

联合资信评估有限公司日前发布公告,将大方正集团有限公司列入信用评级观察名单。

1月5日,方正集团发布公告,因公司原三位董事应相关部门要求协助调查,公司对其董事会董事以及董事长、总裁的聘任进行了相应调整。

联合资信指出,自2014年11月3日以来,部分网络媒体相继刊载了若干关于方正集团的消息,方正集团也进行了一系列

回应。联合资信曾于2014年11月5日发布了对相关事项的关注公告。目前,方正集团三位董事协助调查,后续事态发展是否会对方正集团正常经营产生影响尚不确定,联合资信决定将方正集团列入信用评级观察名单。观察期内,联合资信将持续关注事项的进展,并与方正集团保持沟通,以便全面分析并及时揭示相关事项可能对方正集团信用水平带来的影响。(张勤峰)

## 25家银行已披露同业存单发行计划 发行额度逾1.4万亿

7日,中国银行等五家银行披露了2015年同业存单计划。至此,已有25家银行披露2015年同业存单发行计划,发行额度合计超过1.4万亿元。

相关公告披露,中国银行、光大银行、上饶银行、鄞州银行、顺德农商行、长沙银行2015年同业存单发行额度分别为500亿元、1500亿元、60亿元、50亿元、250亿元、70亿元。据统计,截至1月7日,已有24家银行披露了2015年同业存单发行计划,发行

额度合计达13150亿元。市场人士表示,发行同业存单已日渐成为银行特别是中小银行优化负债结构、拓宽负债来源的重要渠道,在发行人范围扩大、需求群体增多、发行额度增加的推动下,预计2015年同业存单市场将继续快速扩容。

另据中国货币网披露,1月8日招商银行等五家银行将在银行间市场发行共13只同业存单,计划发行总额为143亿元。(张勤峰)

## 交易员札记

### 资金面或现波动 现券走强动力不足

周三,债券市场行情较为平静,现券收益率早盘略降,整体收益率呈现小幅盘整态势。

国债方面,1年期成交在3.20%,3年期成交在3.30%,5年期成交在3.45%,7年期成交在3.57%附近,10年期成交在3.64%;金融债方面,3年期期开债成交在3.90%,5年期期开债成交在3.95%附近,7年期期开债成交在4.07%-4.04%,10年期期开债成交在4.04%附近;短融整体收益率小幅上行,剩余半年期的AAA券种14豫能源SCP001成交在5.30%,10个月的14陕交建CP002成交在5.40%;中票收益率较为稳定,3年内高等级券种较受关注,如1年多的铁

道成交在4.55%,2年多的11河钢MTN3成交在5.40%,稍长的城投类中票13津城建MTN1成交在4.80%;企业债交投较为火爆,中高等级券种成交较多,14铁道11成交在4.70%,14广元控成交在6.43%。

目前市场关注焦点是下周的资金面变化情况。下周将有22只新股先后展开网下申购,短期资金冻结规模较大。本周五将公布去年12月的CPI和PPI数据,预计当月宏观形势继续呈现实体活动低迷、通缩压力持续的格局。受资金面可能出现波动影响,债市继续走强动力有限,短期将维持盘整态势。(中银国际证券 斯竹)

# 回购利率短降长升 资金面稳中有忧

□本报记者 张勤峰

周三,银行间市场资金面不改跨年后的宽松态势,回购利率短端续跌、中长端则出现小幅反弹,反映出市场对于下周新股密集发行存在一定的谨慎情绪。市场人士指出,后续新股发行、企业缴税等因素对资金面的扰动料逐渐显现,但年初流动性出现剧烈收紧的可能性小。

## 资金面不改暖势

昨日银行间质押式回购市场上,短期回购利率继续下行,其中主流品种隔夜回购利率加权值跌近10bp至2.86%,7天回购利率收在3.84%,较前日跌约13bp。受制于新一轮新股密集发行在即,中长期限

品种则纷纷止跌回升,但涨幅不大。其中,跨新股发行期的14天和21天回购利率分别上涨约5bp、2bp。

据某券商交易员反映,周三资金面总体宽松,场内各期限资金拆借难度都不大,尤其是短期资金供给充裕,减点出资的情况依然存在。不过,出于对月中、下旬A股首次公开发行(IPO)及企业缴税等因素的担忧,市场上14天期限资金需求稍有增加,中长端回购利率下行纷纷受阻。

## 中下旬将有波动

即将启动的新一轮新股密集申购,给1月份资金面蒙上一层阴影。

证监会周一晚间一次性下发了20家企业IPO批文。截至目前,这20家企业均

已披露网上网下申购安排,日期全部集中在下周(1月12日-16日)。再加上2014年底推迟发行的春秋航空和宁波高发,下周A股市场将迎来22只新股的密集申购。有机构预计这批新股申购资金总量将达到两万亿元左右,届时对短期市场资金面的影响不容小觑。

除此以外,月内资金面可能还将面临前期中期借贷便利(MLF)到期、企业缴税等因素带来的扰动。此前,据央行货币政策报告披露,央行曾于2014年10月份通过MLF向部分商业银行投放基础货币2695亿元,这批操作将于2015年1月份到期。另外,由于企业缴税影响,历年1月份财政存款多为正增长,2013年、2014年1月份财政存款分别净增长3353亿元和

1543亿元。

市场人士指出,考虑到此次IPO企业数量较多、拟募规模较大,随着网上网下申购陆续展开,资金冻结规模持续增加,将加剧银行体系流动性分布短失平衡,下周市场资金面随之出现波动在所难免。不过,MLF到期及企业缴税的时点主要在本月下旬,与新股集中发行时点有一定错位,再考虑到去年末财政存款集中投放、年初时机构超储率普遍较高,而资金运用尚未大规模铺开,预计月内银行体系流动性出现剧烈收缩的风险也不大。与此同时,如果多重因素导致流动性大幅收紧,本月中下旬有望再次打开央行货币政策调整的时间窗口。有机构预计,届时央行续做MLF的可能性较大。