

# 汇价接轨套利没戏 干预入场投机承压 人民币对美元初现企稳迹象

□本报记者 张勤峰

12日,在岸人民币兑美元汇率连续第三日小幅走高,香港离岸市场上人民币兑美元继前一日暴涨近千点后,一度再反弹近200点,两地人民币利差几近抹平甚至出现倒挂。

业内人士表示,人民币这一轮急跌或已临近尾声。但同时,在汇率预期出现分化、短期贬值预期较强的情况下,人民币汇率企稳可能仍需过程,短期汇率市场波动风险仍值得谨慎,中期来看,在美元步入加息周期、国内资本回报率下降、私人部门调整资产配置的趋势下,人民币对美元贬值与资本外流的现象可能仍将存在,对于人民币汇率更加频繁的浮动应有充分预期和全面认识。

## 人民币走稳 地两差价抹平

12日,今年意外走火的“贺岁档”大戏——人民币争夺战继续上演。但有别于上周空头肆虐的情景,近两日随着“国家队”入场扫货,市场上不再是一家独大,人民币也逐渐摆脱了失控的模式,对美元汇率初现企稳迹象。

1月12日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.5628元,仅较前一日下调2个基点,连续第三个交易日基本保持稳定。

市场人士指出,虽然人民币中间价没有出现大幅反弹,但能够结束连续下调,对市场来说已算是某种利好。先前因人民币中间价连续下调,尤其是6日、7日的中间价定得比前一日市场价更低,引发了对央行纵容甚至引导人民币贬值的解读,一定程度激化了人民币贬值预期。而近三个交易日,人民币兑美元中间价均高于前一日即期市场收盘价。11日,在

岸人民币兑美元即期汇率收报6.5822元,小涨66基点。

12日,在岸人民币汇率延续反弹势头,16:30报6.5739元,较前收盘价升83基点,连续第三个交易日对美元小幅走升;进入“夜盘”后,在岸人民币波动不大,截至17:30报6.5748元。

在前日上演“千点”反攻之后,12日在香港市场上,离岸人民币兑美元来回波动,多空博弈激烈。截至17:30,离岸人民币最高涨幅至6.6080元,最新报6.5850元,较前收盘价6.5842元微跌8基点。

值得注意的是,离岸人民币快速反弹,推动近来居高不下的两地人民币汇率差价主动收缩,截至12日17:30,两地人民币价差收窄至100基点左右,离岸价甚至一度高于在岸价50基点左右,呈现近期少见的“倒挂”。

## 央行出手 打击投机套利

正如前外管局官员管涛所言,“我国拥有巨额外汇储备,捍卫人民币汇率稳定的决心和能力不容小觑。”新年伊始,人民币对美元遭遇崖式急跌后,市场对于货币当局出手干预的预期在不断升温。而近两日,在离岸人民币出现快速反弹的背后,就疑似有外汇干预的作用。据外媒披露,相关知情人士称,人民银行自11日起授意中资银行入市稳定人民币汇率,主要在离岸市场出脱美元、持有并买入人民币。近两日,香港人民币流动性吃紧、人民币隔夜Hibor利率持续异常飙升,提升了这一说法的可信度。

自11日起,香港的人民币拆借成本大幅上升。香港财资市场公会公布的数据显示,1月11日当天隔夜人民币香港银行同业拆息定价(CNH Hibor)大幅上涨939个基点,至13.4%,创出该数据编

制以来的最高水平;紧接着在12日,这一纪录被刷新至66.8%。业内人士指出,香港人民币Hibor升至纪录高位,主要因人民银行疑似干预离岸外汇市场。因先前两地人民币价差走阔,刺激跨境的人民币外汇套利,离岸人民币流向内地,流动性已偏紧张,近几日中资银行减少供应并主动买入,导致离岸人民币“钱荒”骤然升级。

近期的外汇市场波动,已经显现出超预期的负面影响,持续考验着货币当局的政策底线。如果央行直接或间接入市干预汇市的传闻属实,将是对当前市场上存在的“央行纵容甚至引导人民币快速贬值”的说法的有力反驳。

市场人士指出,人民币中间价走稳,配合外汇市场上的应急干预,有助于打消市场的误解和恐慌,并增加了短期做空人民币的风险。随着离岸与在岸人民币过高价差得到纠正,人民币跨境套利的空间迅速收窄。同时,离岸人民币拆借成本飙高,提高了人民币投机和套利的成本。加上相关部门加强外汇管理,暂停部分外资行跨境汇业务,均有助于抑制外汇投机套利。可以说,近期央行及相关部门的很多举措,都是冲着外汇投机和套利而去,有助于抑制市场非理性波动。

央行日前转发中国货币网特约评论员文章明确指出,“一些投机势力试图炒作人民币并从中牟利……面对这些投机势力,人民银行有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

再加上年初以来人民币对美元调整速度快、幅度大,先前积累的供求失衡压力和悲观情绪得到了快速释放,有机构预计,人民币对美元的急跌有望告一段落,后续或渐入企稳。

## 理性看待对美元贬值

市场机构同时提醒,在汇率预期出现分化、短期贬值预期较强的情况下,人民币汇率企稳可能仍需要过程,短期汇率市场波动风险仍值得谨慎。

从离岸市场来看,11日的千点暴涨,并没有完全扭转市场对人民币的预期,12日盘中,离岸人民币来回波动,显示空头并不愿轻易善罢甘休。这其中很重要的一个原因是,人民币对美元汇率本身就存在调整空间。

分析人士指出,人民币对美元的短期贬值压力,既来自外部美元升值,也与自身经济调整密不可分。从一定时期来看,人民币对美元贬值与资本外流的现象可能持续存在。瑞银证券等机构预测,2016年全年人民币将对美元温和贬值5%,到今年年底人民币兑美元或贬至6.8元。

同时,鉴于未来影响人民币汇率走势的内外部不确定因素依然较多,汇率市场预期加速分化,而货币当局不断推动汇率形成机制的市场化改革,未来人民币汇率双向浮动弹性有望进一步增强,对于人民币汇率更加频繁的浮动应有充分预期。

此外,人民币汇率指数的推出已释放人民币与美元脱钩的明确信号,近期央行相关人士也表态,人民币汇率形成机制将更多地参考一篮子货币。因此,在考察人民币汇率水平、观察人民币汇率波动时,更应关注人民币对一篮子货币的加权平均汇率,而对于人民币对美元双边汇率出现的波动,应有更全面客观的认识。

机构认为,未来人民币汇率将更加顺应市场供求力量变化,参考一篮子货币,有升有贬,双向浮动。

贬值幅度是不明智的。

## 观点链接

### 瑞银证券:

#### 预计今年对美元温和贬值

将人民币汇率放在与美元逐渐脱钩、弹性增加的政策框架下分析,我们认为未来一年人民银行可能会致力于保持人民币对一篮子货币的有效汇率的基本稳定,并增加人民币对美元汇率的双向波动。基于对美联储今年继续加息、美元指数走强的判断,预计2016年人民币将对美元温和贬值5%,今年年底美元兑人民币汇率为6.8,不过人民币指数贬值幅度相对较小。这一温和的贬值概率是以时快时慢甚至有时升值的方式发生,人民币对美元汇率双向波动将较此前显著增加,仅靠几个工作日的汇率数据外推全年

### 申万宏源:

#### 强势干预有助汇率稳定

近日离岸人民币大幅飙涨,同时Hibor大幅飙升。导致离岸人民币拆借利率大幅飙升的原因在于做空人民币的交易规模较大,借入离岸人民币需求较大,而央行又采取了一些收紧离岸人民币市场流动性的措施,可能包括:限制离岸人民币的拆借、限制离岸人民币清算行或参加行进行在岸回购融资并转入离岸市场等。离岸人民币汇率的止跌回升,有助于稳定国内对汇率悲观情绪,稳定恐慌兑换外币的广大民众的情绪。由于央行较为强势的干预,近期汇率有望保持稳定,汇率波动对国内市场的情绪扰

动有望减弱。

### 方正证券:

#### 加速贬值暂告一段落

人民币实际有效汇率的短期周期规律显示,本轮汇率指数收益率再度处于一个经验底部位置,人民币加速贬值的阶段可能已暂时告一段落。政策经过2015年8·11和2016年1月的两次汇率波动后,亦会更重视人民币资产的预期稳定性。离岸与在岸价差得到一次性修正,亦将有助于后续汇率稳定,央行中间价调高进一步反映政策态度。12日,人民币中间价较11日收盘价调高近200点,显示政策希望引导汇率进一步走向稳定。至少可以确认央行没有采取“顺势放任人民币

一次性贬值”的策略。政策层仍然是把维护人民币资产的预期稳定性当作核心目标。

### 华创证券:

#### 对美元仍存贬值压力

目前处在Hibor利率升至一个相对高点,做空人民币成本较高,离岸汇率出现反弹的时点,短期内人民币贬值压力放缓。但这并没有改变人民币对美元的长期贬值趋势,由于美联储处在加息周期这一外部因素没有发生变化,因此离岸利率的周期性变化也并不能够改变人民币汇率贬值的趋势性,从中长期角度来看人民币贬值趋势可能还没有扭转,这也是2016年市场不得不面对的一个问题。(张勤峰 整理)

# 业内人士:2016年需警惕债市风险

在诸多业内人士继续唱多债市的同时,一些业内人士对于风险则更为警惕。

“从估值角度来讲,目前长期债券与短期货币市场利率之差过窄,债市估值过高,10年期国债收益率持续下行并再度强势突破2.8%一线,上演了一出‘开门红’。分析人士指出,新年伊始,资金面总体宽松,而包括A股在内的资本市场动荡不安,‘资产荒’格局延续,机构风险偏好降低,配债需求愈发旺盛,导致债市暖意不断释放。”

尽管2016年债牛仍将持续已成为业内共识,不过展望2016年,随着宽财政发力、经济企稳、供给冲击等利空因素释放,业内人士提醒投资者,目前收益率曲线过于平坦,基本面悲观和流动性宽松或已反映在长端利率中,投资者需警惕债市泡沫破裂的风险。

## 警惕泡沫破灭风险

在连续两年的债券牛市后,2016年初始,债券市场仍在再续辉煌,1月12日,中债10年期国债收益率下行至2.7887%,再度刷新近8年低位。后续债券市场将继续走牛还是迎来拐点成为市场关注的焦点,而

中国农业银行资产管理部固定投资处处长孙建坤认为,2016年债券市场存在三大风险因素,一是绝对收益率水平和期限利差处于历史低位;二是考虑场外杠杆后,债券市场真实杠杆水平不低;三是信用风险向流动性风险的传染有可能出现负反馈效应。

“要警惕被动去杠杆的压力。”华创证券资产管理部董事总经理、研究所债券首席研究员屈庆表示,交易所杠杆似乎并不高,但资金供给如果不能继续增加,而债券供给未来持续增加,可能引发被动去杠杆。

用融资/托管量的比例衡量的杠杆率,低估了委托投资业务的杠杆;银行间

杠杆率持续上升,处于高位。

兴业证券债券团队负责人唐跃进一步指出,过去几年,尽管实体回报率在不断下滑,但在流动性宽松的背景下,金融机构做大规模的动力很强,在金融资产上的投融资经历了迅猛的扩张,金融机构普遍存在加杠杆的行为。一旦存量调整过快,信用风险的上升可能带来金融机构的流动性压力,推动金融机构去杠杆的发生,反过来给实体带来不可控的负面冲击。

## 抓住波段机会

展望2016年,唐跃认为,政府在推进存量出清上的选择将比较慎重,而且会通过地政和财政政策托底经济,防经济的大幅下滑。而央行货币政策本身也将保持偏中性,以抑制金融投机和金融机构的杠杆行为,资金利率很难看到快速的下降。在这样的背景下,系统性的风险不大,但系统的不稳定性却可能在上升,债市整体上是个慢牛市,方向上仍然看好,但市场经常走在预期之前以及系统本身的不稳定性使得无风险利率的波动不会太小,信用风险也处于上升的趋势,投资者要注意识别不确定性,做好风险管理。

孙建坤同时也表示,总体来看,经济增长和通胀总体弱势,平减指数继续通缩,尽管可能出现负预期差收窄的情况,但不会对债券市场形成明显压力;资金需求的边际改善和资金供给的不确定性,使得市场存在阶段性调整的可能;绝对收益率水平偏低、市场真实杠杆水平不低、市场分歧的加大使得市场波动加大,信用评级下调增多,信用分化严重,信用溢价回归合理。

具体到债券市场的表现上,屈庆预计,今年上半年债市震荡,一季度相对更安全,市场对于经济悲观预期无法证伪,机构存在一定配置需求,利率债存在交易性机会;二季度供给压力加大,均衡利率将小幅上行,关注收益率反弹后的交易机会;下半年供给压力叠加经济企稳概率提升,债市风险逐渐加大,收益率存在上行压力。

“2016年要做‘滑头’,波段比趋势更重要。”屈庆指出,波段机会包括利率上行速度过快、短期经济数据较差带来的冲击、央行放松预期最强的时候、股市出现大幅度下跌等。

# 国债期货强势上涨

有一定回调风险,建议投资者多头轻仓谨慎持有。

从盘面上看,昨日五年期国债期货主力合约TF1603高开低走,此后一路震荡上扬,全天维持强势格局,截至收盘,TF1603收报100.980元人民币,较上日结算价上涨0.19%,日增仓1027手;10年期主力合约T1603收报100.62元,较上日结算价涨0.38%,日增仓238手。

现券方面,一级市场上,国开行昨日

的运用将更多采取定向调控工具,对于降息的动作将逐渐谨慎,降准仍然存在一定可能性,时间点可能退后。日趋谨慎的货币政策或将使国债收益率继续在目前位置震荡,没有新的政策刺激下将很难继续下行。但另一方面,股市近期波动剧烈,推动投资者避险情绪升温,对国债市场又是一定利好推动。建议投资者多头轻仓谨慎持有,重点关注人民币汇率市场和投资者避险情绪的变动。

# 公开市场操作延续维稳基调 资金面料已重回宽松轨道

□本报记者 王辉

且当日央行逆回购规模仍略高于预期。短期资金面不利因素主要集中在企业季节性缴税,但预计实际影响仍较为有限。整体来看,本周银行间市场资金利率仍有望基本稳定。

## 资金面料仍保持整体宽松

在经过上周外汇市场和股票市场的剧烈动荡之后,目前投资者对于未来一段时间内货币政策走向和资金面的关注也再度升温。综合主流机构观点来看,虽然近期央行是否能够如期降准、降息仍面临一定不确定性,但各方对现阶段资金面料继续保持整体宽松仍抱有较为一致的乐观预期。

国泰君安证券表示,虽然短期内居民部门的预期“惯性”,可能使得人民币汇率走软的压力尚未“出清”,但在岸汇率水平在靠近6.8元至7.0元的区间将有较强的基本面因素支撑,贬值压力“二次释放”后市场有望自行企稳,虽然近个交易日离岸人民币流动性大幅收紧,但对在岸资金面的实际负面影响并不大。

招商证券进一步指出,上周召开的央行工作会议对2016年提出的十大任务中,一个重要目标就是“保持银行体系流动性合理充裕”。而上周以来央行持续进行较大规模逆回购操作,继续反映出其维持资金面平稳的政策目标。

市场人士指出,宏观经济边际弱企稳、人民币汇率波动、春节将至等,都可能继续成为流动性的潜在不稳定因素。在此背景下,预计央行在总量调控上仍将通过公开市场等多种手段,维持政策偏松倾向。

# 国开债中标利率全线低企

周二,国家开发银行增发的五期固息金融债,发行参考收益率全线大幅低于二级估值,折射出年初汇市波动、资金外流依然不减债市配置热情。

国开行昨日招标的是该行2015年第18、20、21、22、23期金融债券的增发债券,固定利率,期限分别为10年、5年、7年、1年和3年,本次增发规模分别为110亿元、60亿元、60亿元、40亿元和60亿元。

据市场人士透露,此次国开行1至10年期增发金融债中标收益率分别为2.243%、2.5992%、2.7716%、3.0977%、3.014%,全线大幅低于二级市场估值水平。据中债到期收益率曲线,1月11日银行间市场上1

近段时间,人民币汇率乃至A股等人民币资产的剧烈波动,与人民币债券市场的强势形成鲜明对比。业内人士指出,外汇波动及资金外流,尚未对本币流动性造成实质影响,近期资金面总体宽松、资金成本平稳较低,而A股市场的波动让回购资产的安全性更显得弥足珍贵,在资金去无可去、资产荒依旧的情况下,年初配置需求持续释放,维系了债券市场的牛市格局。(张勤峰)

## 转债多数收红 整体表现弱于正股

本周二,伴随着A股的反弹,转债市场(含可交换债)整体表现向好,存量个券多数收涨,不过整体表现弱于正股。分析人士指出,近期股市波动剧烈,转债表现出一定的抗跌特征,整体表现好于正股,主要归因于转债绝对价格前期已经有所调整、偏债性的国资EB等转债对正股的影响较弱、市场以机构投资者为主等。短期来看,伴随着股市的小幅反弹,转债有转暖空间,但上下幅度都较为有限,建议投资者谨慎参与。

1月12日,A股全天震荡整理,早盘数次跌破三千整数关口均快速收回,收盘最终小涨。截至收盘,上证综指涨0.2%报3022.86点,深证成指涨0.8%报10293.70点,创业板指涨1.95%报2147.53点。昨日与转债(含可交换债)对应的正股全面收红,而转债市场除15国资EB泛绿

外,其余个券也悉数收红,但整体表现明显弱于正股。如正股上海电气、格力地产、天士力、中国太保分别上涨8.02%、3.91%、3.26%、2.01%,而电力转债、格力转债、15天集EB、15国资EB分别上涨2.69%、1.47%、0.17%、-0.26%,不过14宝钢EB、15清控EB这两只可交换债表现强于正股,其分别上涨1.71%、1.43%,对应正股新华保险、国金证券则仅分别上涨0.74%、0.71%。

“高溢价率并不是行情终点。”中信建投证券指出,目前转债处在高溢价率状态,距离历史极限虽然仍有距离,但空间已经不大。虽然溢价率较高,只要正股的趋势没有变化,转债行情仍有空间。目前A股市场蓝筹与成长股之间的估值溢价逐渐收窄,预计这一趋势仍将继续直到成长股的泡沫逐渐消化。(王姣)

## 节前流动性宽裕 债市整体向好

昨日银行间市场资金面料整体较为宽松,各期限品种供给充分,7天和1个月品种利率有小幅下行,跨节资金供给大幅增量,隔夜和7天品种成交增量。长期限品种需求较弱,交易所资金价格下跌约5bp。

国开行早盘招标的1年至10年期固息增发债结果明显低于预期,受此带动,国债期货一路上扬,债市二级现券交投热情持续,整体收益率继续走低。利率债收益率整体大幅下行,国债整体收益率下行2-4bp,1年期成交在2.31%,3年期成交在2.54%,5年期成交在2.64%,7年期成交在2.79%,10年期成交在2.79%附近;政策性金融债方面,3年期国开债成交在2.70%

当前经济基本面维持疲弱,考虑到人民币汇率波动,本周四大概率继续释放流动性,以平滑春节前的资金面,近期需要关注季度缴税因素对资金面的影响;受信用事件所累,市场的投资风险偏好有所下移,个券甄别愈加细致;在年初配置盘推动下,债市整体交投热情,3年期国开债成交在2.70%附近;政策