

200基点级调整每周一见 300基点级月均一回

# 中间价摇摆 人民币做“俯卧撑”

□本报记者 张勤峰

人民币兑美元中间价似乎要将大幅摇摆进行到底。5月12日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.4959元,较上一日大幅上调250个基点,为近半个月来最大单日升幅。据统计,2016年以来,人民币兑美元中间价单日调整超过200个基点的情况已经发生13次,而前些年一年里甚至数年间也很难出现一次。

外汇分析人士指出,人民币兑美元汇率中间价弹性增强,应该是中间价形成机制完善和美元汇率震荡加剧共同作用的结果,实则是人民币汇率形成机制更趋市场化的反应。

值得注意的是,虽然人民币兑美元中间价波动加大,但有升有贬,总体仍保持稳定,人民币对一篮子货币继续小幅贬值,汇率走势与基本面变化更趋一致。就中短期来看,分析人士指出,美国经济复苏出现波折,美联储加息进程遇阻,美元进入弱势震荡可能性大,外债回升与大额贸易顺差亦支持人民币汇率,一段时间内,人民币维持对美元汇率的基本稳定,对一篮子货币或继续温和贬值。

**最现象级的变化——大幅摇摆**

撇开交易行情不说,人民币兑美元汇率中间价来回的大幅调整可以说是年初以来银行间外汇市场上最现象级的变化。据中国外汇交易中心数据,5月12日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.4959元,较上一日大幅上调250个基点,为连续第二日上调,且为本月以来的最大单日涨幅。

人民币兑美元中间价上一次上涨超过250基点,是在今年的4月29日,当天人民币兑美元汇率中间价设在6.4589元,在前中间价基础上径直上调365个基点,这也是自2005年7月人民币汇改之后该中间价创出最高上涨纪录。

最近人民币兑美元中间价不光在上调时幅度很大,下调时动作也很猛。就在一周前的5月4日,该中间价曾下调378基点,创了2015年“8·11汇改”后的最大单日跌幅。

统计显示,2016年以来,人民币兑美元中间价单日调整超过200个基点的情况已经发生13次。2015年时,这一数字为3次,也就是“8·11汇改”发生时——2015年8月11日至13日,人民币兑美元中间价接连被下调1136基点、1008基点和704基点。再往前看,自2011年至2014年,该中间价均未出现过超过200个基点的调整。

进一步的统计显示,截至5月12日,2016年以来银行间外汇市场共开市69

天,这意味着,接近每5天,人民币兑美元中间价就会上演一次超过200基点的调整,几乎是每周一见。而在13次超过200基点的调整中,有5次幅度达到或超过300基点,平均下来,每个月都会发生一次300基点级别的调整。相比之下,100基点级别的调整就更司空见惯,统计显示有28次,占到全部交易天数的40%。

**最核心的原因——市场定价**

“人民币这是‘弄啥咧’?如此猴性十足,难道人民币属猴,今年是本命年?!”人民币兑美元汇率中间价反复出现大幅调整,不禁让一些市场人士感到困惑。由于中间价充当着外汇市场的基准价格,市场通常又认为中间价的调整体现了货币当局的意志,因此有一些观点认为中间价呈现较大波动是货币当局有意为之。

对此,有外汇分析人士指出,人民币兑美元汇率中间价波动加大应该是中间价形成机制完善和美元汇率震荡加剧共同作用的结果,本质上是人民币汇率更趋市场化的表现。

去年8月,央行决定完善人民币兑美元汇率中间价报价,强调人民币兑美元中间价报价要参考上日市场收盘汇率,同时要考虑国际主要货币汇率变化。央行在日前发布的一季度货币政策执行报告中做了进一步的说明:做市商在进行人民币兑美元汇率中间价报价时,需考虑“收盘汇率”和“一篮子货币汇率变化”两个部分。其中,“收盘汇率”是指上日银行间外汇市场人民币兑美元收盘汇率,主要反映外汇市场供求状况。“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度。做市商在对“收盘汇率”和“调整幅度”进行加总后,上报外汇交易中心,后者据此计算当日中间价。

应当看到,无论是“收盘汇率”还是“一篮子货币汇率变化”都深受美元的影响。前者是人民币对美元汇率的市场收盘价格;在后者的“一篮子货币”中美元也占据最大权重。

分析人士指出,因美国经济出现反复,且全球市场不确定性加大,美联储货币政策正常化进程几近陷入停滞,削弱了支撑美元趋势性上涨的政策周期优势,今年以来,反映美元对一篮子权重货币强弱程度的美元指数呈现震荡调整,波动较大,显然对人民币兑美元汇率中间价的走势产生了较大影响。

分析人士并指出,受到国际市场美元等主要货币即时波动以及市场汇率预期变化的影响,人民币市场收盘汇率与当日汇

率中间价之间往往存在价差,有时候价差还不小,在完善后的中间价形成机制作用下,也可能导致次日中间价出现大幅修正。

综合来看,分析人士认为,人民币兑美元中间价波动较大,既显示了近一阶段美元等多种主要货币震荡加剧的影响,也体现了人民币市场汇率在中间价形成过程中发挥的作用,而只有人民币定价的市场化程度提升,人民币对美元等篮子货币的供求状况以及市场预期变化才可能更及时更充分地反映在人民币汇率波动之中。鉴于此,也可以说,人民币兑美元中间价弹性增强,实则是人民币汇率形成机制更趋市场化的反映。当然,中间价乃至市场汇率的双边波动加大,也符合货币当局增强人民币汇率双向浮动弹性的调控方向。

**最根本的趋势——基本稳定**

值得注意的是,尽管人民币兑美元中间价波动加大,但有升有贬,总体仍保持稳定。数据显示,3月11日以来,人民币兑美元中间价出现大幅调整的情况最频繁,超过200基点的调整达到12次,而3月11日至5月12日,该中间价累计仅上调168个基点,幅度仅为0.26%。年初以来,该中间价累计仅下调23基点,幅度0.04%。市场人士指出,人民币中间价看

**■观点链接**

## 中信证券：汇率风险暂出清

3月以来,人民币对美元中间价在6.48附近徘徊,人民币汇率企稳迹象明显,这主要得益于以下两个方面的因素:一方面,国内经济复苏深化,市场对人民币信心增强。一季度工业企业利润数据创2014年9月以来新高,表明工业增长势强劲;4月份中采PMI继续位于荣枯线以上,显示制造业依旧有力。经济基本面向好提振市场对人民币的信心,从而引导市场对人民币的预期向好。另一方面,美元走软,人民币汇率风险暂出清。随着美联储加息步伐放缓,加之美国近期经济表现也差强人意,近期美元走软,从而给全球资本市场继续享受窗口期的缓和。内外环境共同作用增强了市场对人民币企稳的信心,弱化了资金外流的压力和央行对外汇市场的干预。

## 国信证券：两因素驱动人民币中间价

新的人民币中间价形成机制下,一篮子货币汇率稳定和外汇市场供求谁更主导?在最新的《2016年一季度中国货币政策执行报告》中,央行特别开设专栏对完善后

起来动作很大,但其实是在原地做“俯卧撑”,汇率的阶段变化仍有限。

相比汇率的大起大落,人民币市场汇率则要平稳许多。5月12日,境内银行间外汇市场,人民币对美元即期询价交易高开低走,16:30收盘价报6.5122元,不仅未跟随中间价大幅升值,反而微跌2个基点,想必与同期海外美元指数企稳反弹不无关系,再次表明了人民币市场汇率更加受到市场即时的供求状况及预期的影响,而不仅仅是汇率中间价的牵引。

统计表明,今年以来,在岸市场人民币兑美元即期汇率涨跌超过200基点的情况出现9次,要少于中间价。年初至今,人民币兑美元即期汇率累计也仅下跌186基点,贬值幅度为0.29%。

应该说,人民币汇率的表现与汇率政策的调控方向是相符的。就未来一段时间来看,机构研究报告指出,美联储“6月不加息”渐成市场共识,美元的短期反弹难成反转,未来更可能呈现弱势震荡格局,人民币有望保持对美元基本持稳,而对一篮子货币略微贬值的局面。在内外部压力减轻以及可观贸易顺差等基本市场因素支撑下,人民币无大幅贬值风险,同时也难重现趋势升值行情,人民币汇率走势与基本面变化将更趋一致。

的人民币中间价形成机制进行了阐述。即“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。就每日人民币汇率中间价的变动而言,可以分为两个部分,一个是在新的汇率形成机制下央行所谓的“一篮子货币汇率变化”,其体现了隔夜美元指数变化的影响;另一个是上一日的人民币汇率收盘价格较中间价的变化,其体现了上一日外汇市场的供求关系。

## 国泰君安：基本稳定状态将延续至6月

非农数据降温,美元难现反转。4月非农数据大幅低于预期,显示劳动力市场复苏步伐放缓。“6月不加息”将逐渐成为共识,美元可能进入震荡区间,短期反弹难成反转。4月中国外储数据连续第2个月录得正增长,剔除估值因素后资本虽仍在外流,但环比3月进一步改善,利于汇率预期稳定。4月进出口双双回落,但进口降幅更显著,带动贸易顺差走扩,“衰退顺差”再现,巩固汇率稳态。整体上,人民币内外部压力温和,短期贬值空间有限,对美元持稳,对一篮子货币贬值修复”的稳态有望延续至6月。(张勤峰 整理)

中债利率回落。以高频数据观察,4月电煤消耗同比增速及当月粗钢产量环比增速预计将明显回落。且从月内节奏来看,均表现为4月下旬显著弱于上旬。而金融数据方面,预计4月信贷和社会融资规模均会明显回落。总体来看,该机构认为,4月经济基本面向好的落地将继续巩固近期好转的投资者情绪,而调结构政策的推动又将带动经济增长继续回落,从而使得债牛继续获得支撑。

中期债表示,市场各方对于未来经济形势预期的走弱,加上稳定的通胀数据,继续为国债收益率维持低位提供支持,并使得投资者避险情绪维持高位。短期看来,债股市场将处于震荡偏强格局,建议投资者多单轻仓参与。

# 企业杠杆率攀升推高信用债风险

经历2008年金融危机之后,银行以贷款规模扩张带动资产扩张的方式带来了银行近10年的大繁荣,商业银行的资产规模由2008年的58.2万亿增加至2015年的194.2万亿元,增长超过3倍。这一扩张的转折点是2012年银监会颁布《商业银行资本管理办法(试行)》,该办法出台直接导致了大量的银行同业之间的非标业务兴起。虽然2013年银监会8号文对银行理财投资非标进行了限制,但自营投资非标的模式一直未受监管。2014年,《关于规范金融机构同业业务的通知》出台,有效堵住了非标业务野蛮发展的路径。

监管层对非标政策的两次变动带来了债市的两次大扩容,一是2013年银监会8号文,直接限制了理财的非标投资规模,这带动了PPN等高收益债券的繁荣;二是2014年127号文直接限制了银行自营投资非标的规模,非标转标速度加快。而2015年随着地方政府对城投债务进行债务置换,同时放开房企债券融资制度限制,直接带来债市的快速繁荣,2015年新增托管规模达12.3万亿,比上年翻一倍。

## 央行昨日净回笼800亿元 连续净回笼不改资金面宽松

在近日资金面持续均衡偏松的背景下,央行公开市场操作力度顺势下降。5月12日,央行在公开市场开展500亿元7天期逆回购,交易量较前一日减少300亿元,而当日有1300亿元逆回购到期,由此单日净回笼800亿元,为连续第三日净回笼。

不过连续净回笼仍不改资金面均衡偏松态势,昨日货币市场主要期限利率多数下行。5月12日,银行质押式回购市场上,隔夜、7天、14天品种加权利率分别下行0.52BP、0.33BP、3.56BP,最新分别报2.0261%、2.4680%、2.7203%;更长期限的21天、1个月品种加权利率则分别上行7.39BP、9.87BP,最新报2.9041%、2.8524%;此外,2个月和3个月品种加权利率分别下行5.47BP和10.28BP。

## 国开债招标结果较好

国开行5月12日招标增发的两期固息债中标利率低于二级市场估值水平,认购倍数较高,一级市场暖意继续带动二级市场收益率下行。分析人士指出,随着市场对经济复苏势头放缓的预期升温,长端利率债收益率延续下行态势,不过投资者仍需关注实际数据与预期之间的偏差程度,。

国开行此次发行的债券包括2016年第十期和第五期增发债券,期限分别为10年、20年,发行规模分别不超过120亿元、30亿元,票面利率分别为3.18%、3.80%。据悉,此次国开

## 需求偏暖 口行债认购倍数高

因市场预期4月新增信贷可能偏低,债市情绪再受提振。中国进出口银行5月12日上午招标发行的三期金融债中标利率均低于二级市场估值水平,认购倍数较高,其中10年期投标倍数超过5倍,显示机构配置需求不断释放继续支撑债市走暖。本次口行招标发行的债券包括2016年第5期浮息债,及增发2016年第2期、第3期固息债,这三期债券期限分别为3年、5年、10年,发行规模均为50亿元,其中3年期浮息债利率基准为3个月Shibor,5年、10年期票面利率分别为3.07%、3.33%。据市场人士透露,此次进出

## 海南债中标利率高于招标下限

5月12日,海南省、厦门市分别招标发行一批地方债,其中海南省三期债券为公开招标,中标利率高出投标下限15-20BP;厦门市六期债券为定向招标。至此,年内地方债已发行规模达20909.24亿元。

此次招标发行的2016年海南省一般债券(1-3期),期限分别为3年、5年、7年、10年,中标利率分别为2.96%、3.11%、3.36%、3.33%;2016年厦门市定向承销发行的置换专项债券(1-2期),期限分别为5年、10年,中标利率同样分别为3.11%、3.33%。(王姣)

## 财政部13日发行100亿贴现债

按惯例,财政部今日将招标发行100亿元91天期贴现国债。据财政部办公厅公告,本期国债为2016年记账式贴现(二十一)国债,期限91天,以低于票面金额的价格贴现发行,竞争性招标面值总额100亿元,进行甲类成员追加投标。日期安排上,2016年5月13日招标,5月16日开始计息,招标结束至5月16日进行分销,5月18日起上市交易,于2016年8月15日(节假日

## 国开行17日增发四期固息债

国家开发银行5月12日公告称,定于5月17日通过中国人民银行债券发行系统增发四期金融债,期限包括1年、3年、5年和7年,总量不超过230亿元,最终以实际中标量(债券面值)为准。市场人士预计,此次招标情况将取决于5月中旬即将公布的一系列重要经济数据,若4月经济数据一如预期表现不佳,此次国开债招标结果料继续偏暖。国开行此次增发的债券包

据交易员透露,昨日早盘资金供需平衡,部分大行、城商行融出隔夜资金,需求基本得到满足,7天及以上资金供过于求;午后资金面均衡偏松,补隔夜头寸需求较多,但易得到满足。具体来看,隔夜和7天加权均与前日持平,分别在2.03%和在2.47%的位置,成交量也基本稳定。长期限方面成交寥寥,昨日最长成交在4个月,成交价格2.95%。

市场人士表示,目前货币市场利率仍以稳为主,流动性整体偏宽.即使央行流动性投放力度有所下降,短期内资金净回笼也不会造成太大的负面影响。预计央行对于稳定资金面的扶助态度不变,仍将积极合理采用多种工具来应对资金面出现的波动,资金平稳格局延续。(王姣)

## 国开债招标结果较好

行10年期固息债中标利率3.2414%,全场倍数3.47,边际倍数2.86;20年期固息债中标利率3.9157%,全场倍数4.84,边际倍数2.53。此次国开债中标利率均低于二级市场水平。5月11日,中债银行间市场上待偿期为10年、20年的国开债收益率分别为3.3054%、3.9606%。

12日,受一级招标结果刺激,10年期国开债收益率下行逾2BP。市场人士预计,短期利率债料延续暖势,但在供给压力较大、货币政策潜在等情形下,仍建议投资者保持清醒,切勿过分乐观。(王姣)

## 需求偏暖 口行债认购倍数高

口行3年期浮息债中标利差13BP,中标利率3.02%,全场倍数3.00,边际倍数1.45;5年期固息增发债中标利率3.1677%,全场倍数3.48倍;10年期固息增发债中标利率3.4528%,全场倍数5.04倍,边际倍数2.53倍。

在机构配置需求偏暖的支撑下,此次招标发行的口行债中标利率均低于二级市场估值水平。5月11日,中债浮动利率政策性金融债(SH1-BOR-3M-5D)点差收益率曲线3年期报0.17%;银行间市场上待偿期为5年、10年的固息非国开政策债收益率分别报3.2464%、3.4966%。(王姣)

## 海南债中标利率高于招标下限

5月12日,海南省、厦门市分别招标发行一批地方债,其中海南省三期债券为公开招标,中标利率高出投标下限15BP、20BP。至此,年内地方债已发行规模达20909.24亿元。

此外,同日发行2016年厦门市定向承销发行的置换一般债券(1-4期),期限分别为3年、5年、7年、10年,中标利率分别为2.96%、3.11%、3.36%、3.33%;2016年厦门市定向承销发行的置换专项债券(1-2期),期限分别为5年、10年,中标利率同样分别为3.11%、3.33%。(王姣)

## 财政部13日发行100亿贴现债

按惯例,财政部今日将招标发行100亿元91天期贴现国债。据财政部办公厅公告,本期国债为2016年记账式贴现(二十一)国债,期限91天,以低于票面金额的价格贴现发行,竞争性招标面值总额100亿元,进行甲类成员追加投标。日期安排上,2016年5月13日招标,5月16日开始计息,招标结束至5月16日进行分销,5月18日起上市交易,于2016年8月15日(节假日

顺延)按面值偿还。

本次招标将采用混合式招标方式,标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元,投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位。

自去年下半年起,财政部开始按周滚动发行三个月期限的贴现国债,以增加短期国债供给,完善短端收益率曲线。(张勤峰)

## 国开行17日增发四期固息债

国家开发银行5月12日公告称,定于5月17日通过中国人民银行债券发行系统增发四期金融债,期限分别为1年、3年、5年、7年,发行规模分别不超过40亿元、60亿元、70亿元和60亿元,票面利率分别为2.55%、2.72%、2.96%、3.24%,按年付息,以实际中标量为准。

具体安排上,上述四期增发债券招标日均为5月17日,缴款日均为5月19日,上市日均为5月23日,均采用单一价格(荷兰式)招标方式。(王姣)

# 国债期货短期料震荡偏强

□本报记者 王辉

受资金面持续向宽、4月货币信贷数据有望低于预期等利好因素推动,周四(5月12日)国债期货市场继续震荡走强。分析人士指出,在 market 心态持续趋稳、宏观经济继续侧重于调结构的背景下,短期中债市场预计偏强震荡格局。

**期债两品种继续上涨**

在信用债违约冲击有所弱化、资金面保持宽裕、经济复苏力度或将趋弱的背景下,4月末以来国债期货市场持续震荡上行,本周四期债两品种继续向前期高点发起冲击。

具体盘面上,5年期期债主力合约

### 春和集团信用等级再遭下调

下周一即将迎来“15春和CP001”到期的春和集团信用等级再遭下调。

5月12日公告显示,鹏元资信评估有限公司(简称“鹏元”)决定将春和集团有限公司(简称“春和集团”)主体长期信用等级由BBB-下调为B,评级展望为负面,并将“12春和债”的信用等级由BBB-下调为B,同时将春和集团主体长期信用等级及“12春和债”信用等级列入信用评级观察名单。

据悉,“15春和CP001”发行规模4亿元,期限1年,票面利率7.95%,将于2016年5月16日到期;“12春和债”发行规模5.4亿元,期限6年,票面利率7.78%,下一付息日为2017年4月24日。

鹏元评级最新报告指出,就“15春和CP001”兑付资金来源,已与春和集团进行了多次沟通,并要求其提供本息偿付资金安排,但截至本次公告日,仍未得到春和集团的正式回复。而据春和集团此前公告,因行业整体市场低迷导致公司财务状况恶化,目前公司资金链十分紧张,公司正在通过多种渠道积极筹措偿债资金,但“15春和CP001”到期兑付仍存在较大不确定性。(王姣)

随着刚性兑付的逐步打破,投资信仰重塑,市场对信用债变得风声鹤唳,此前的一券难求变成上千亿规模的取消发行,市场冷暖在一瞬间逆转。从企业融资结构以及杠杆率的角度,可以发现信用债违约存在继续扩大的风险。

据此前的测算,非金融企业的杠杆率近年来不断攀升。非金融企业的债务主要来自三方面:银行传统信贷、企业债券发行、类影子银行的信用融资,同时由于国企和地方融资平台企业承担了一部分为政府融资的职能,测算过程中需要进行剔除。通过计算,2013-2015年企业杠杆率由128.9%上升至140%,增长超10%,这部分杠杆增加主要来自于贷款和企业债融资。企业杠杆率不断攀升主要有两点原因:一是国有企业是稳增长的主力,其融资也有便利性,加杠杆相对容易;二是存量债务规模较大,而由于企业盈利能力下降以及僵尸企业迟迟不能出清,导致债务滚动的规模不断扩大,杠杆率被动抬升。

我国是以银行为核心的金融体系架构,银行贷款是企业最主要的融资渠道,