

人民币：四季度“魔咒”难再现

本报记者 张勤峰

自2014年打破单边升值走势后，人民币兑美元汇率一到第四季度就跌，且跌幅不小。进入2017年，人民币对美元汇率重新展现升值势头，目前基本锁定年度升值，唯一的不确定性就在于，四季度人民币汇率将如何走，今年人民币能否打破四季度“魔咒”？

分析人士指出，近期美元相对平稳的表现为人民币汇率持稳创造较好的外部条件，外汇储备数据变化透露的资本流动信息也支持人民币汇率保持总体稳定。当前资本外流压力已显著缓解，人民币汇率总体持稳的态势更趋巩固；市场对美元后市分歧加大，后续人民币兑美元双边汇率波动可能增加，即便不能出现升值，也有望成为近几年贬值最少的一个四季度。

四季度易跌难涨

过去三年的数据显示，四季度人民币汇率“最难将息”。

观察银行间外汇市场人民币即期汇率走势，自从2014年打破前期对美元单边升值趋势，人民币兑美元汇率一到第四季度就跌，且跌幅不小。

2014至2016年间每个四季度，人民币兑美元即期汇率分别下跌1.05%、2.15%、4.19%。其中，2016年四季度，人民币对美元出现快速贬值，汇价最低跌至6.9666元，几近跌破7元关口，至今仍是汇改之后对美元贬值幅度最大、对美元汇价最低的一个季度。

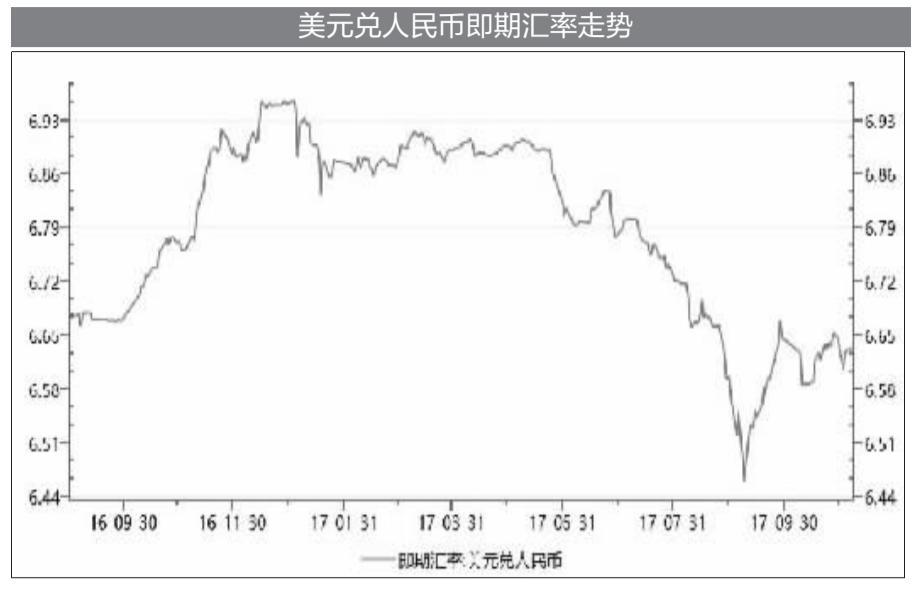
分析认为，过去几年，四季度人民币汇率易跌难涨，既受到季节性外汇供求变化影响，更与汇价阶段性运行趋势有关。一方面，四季度企业正常用汇需求较大，加上每年初个人购汇额度将重置，一些企业和个人因担心年初个人集中购汇将打压本币价格，造成汇兑损失，部分购汇需求可能会在四季度提前释放，边际上也加大了季节性的外汇供求压力。结售汇数据就显示，四季度银行代客结售汇更容易出现逆差，即便是在2014年以前，年底几个月，代客结售汇顺差规模也经常比平均值低一些。另一方面，过去几年，人民币对美元总体处于贬值格局，各季度出现贬值的概率其实都不小，比如2016年，全年只有第一季度人民币对美元小幅升值，2015年也是如此。

不过，今年以来人民币汇率走势出现了较大变化。从一季度开始，人民币已连续三个季度对美元升值，全年恢复对美元升值基本没有悬念，目前唯一的不确定性就在四季度人民币汇率将如何走，会不会再现贬值尤其是大幅贬值的走势。

人民币自身稳定性增强

10月以来，人民币兑美元汇率来回震荡，涨幅幅度均不大，主要呈现小幅双向波动的走势。

11月7日，境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.6216元，较上



一日调高31个基点，这恰恰是10月以来该中间价波动的中枢水平。统计表明，10月9日至11月7日，人民币兑美元中间价均值为6.6215元，期间19个交易日，有9个交易日上调、10个交易日下调，大致各占一半，累计升值153个基点。

市场汇率方面，7日，在岸人民币(CNY)兑美元即期汇率早盘高开后运行平稳，16:30收盘价报6.6324元，较前收盘价上涨15点；自10月以来，累计升值146点。香港市场人民币(CNH)兑美元即期汇率也呈现相似的走势，截至11月7日16:30，CNH报6.6318元，与在岸人民币中间价、市场价均比较接近。两地人民币汇率价差维持在较低水平。

分析人士指出，近期美元相对平稳的表现为人民币汇率持稳创造较好的外部条件，外汇储备数据变化透露的资本流动信息也支持人民币汇率保持总体稳定。

继8月跌势放缓，9月恢复上涨后，美元指数于三季度逐步确立阶段性反弹，在刚过去的10月份，美元指数收高1.61%，月度涨幅进一步扩大，但在涨至95附近后，美元指数上涨已有放缓，最近反复震荡，未能继续向上收复前期失地。美元汇率波动对人民币兑美元双边汇率有重要影响，最近美元更多呈现震荡运行特征，减轻了人民币汇率的外部压力，有助于后者保持自主运行。

就今年前三个季度表现而言，人民币汇率走势无疑是偏强的，目前内部因素仍有助于人民币维持相对稳定的运行势头。首先，中国经济保持稳中向好，经济增长韧性较足，看空中国的观点明显减弱；其次，需求有所改善，叠加供给侧改革、环保等因素影响，推动中上游产品纷纷提价，部分企业盈利改善较明显，提升资产回报率，人民币资产对资金的吸引力增强；再次，货币政策回归稳健中性及金融监管加强背景下，人民币利率走高，扩大内外利差，构筑起人民币汇率波动的防火墙；另外，外汇管理加强后，资本无序外流和过度对外投资得到有效遏制。

观点链接

中金公司：主要因素有利于美元

已经被市场预期所充分计入的美联储12月加息可能性已经不是短期内决定资产价格表现的主导因素。相比之下，市场在12月美联储加息后对于2018年加息路径和节奏预期的锚定、当前税改进程的推进以及下一任美联储主席鲍威尔的讲话与动向都可能是更为重要的变量。目前来看，上述主要因素依然是处于有利于短期美元和利率维持相对强势的方向上的。

国信证券：美元存下行空间

美国10月平均每周工作小时维持在34.4，与上一阶段的用工高峰期仍有一段距离，这意味着当前劳动力供需尚不紧张，时

贡献增量利好。

另一些市场人士则认为，美元阶段性反弹已至尾声。国际知名投行摩根士丹利持有这一观点，其分析师认为，美元涨势可能已接近尾声，因为围绕税改的多数利好消息已被消化，而市场忽视了税改法案能否得到国会批准的不确定性。美国银行的策略师也预计美元空头将卷土重来，原因在于，如果税收法案的草案陷入审批的泥淖，当前的仓位情况将为汇率回调提供空间。

过去两个月，美元指数从年中低位反弹的很重要的原因，一是市场重新评估年底美联储加息可能性；二是特朗普政府在税改上取得一定进展。当前美元所处的境地是，前期反弹已对年底美联储加息可能性及现有税改进展进行了充分定价，继续上涨或需要进一步的利好推动，但税改前景尚不明朗，未来可能出现的“预期差”，增添了美元走势的风险。

兴业研究认为，随着美联储主席人选尘埃落定，年底美联储加息充分定价，特朗普税改的推进成为近期美元走势的主导因素。当前税改进入起草、修改和审议的关键阶段，利多和利空信息将交织频繁出现，美元指数的波动会较大。

上周美国众议院筹款委员会税改法案细则出台。中信建投证券分析师认为，新版税改计划更加务实，但规模也相应缩水，有些低于市场的预期。尽管特朗普希望法案能在年内通过，但目前看，其推进仍存变数。预计税改法案在年内通过的难度较大，还需要更多细节信息判断。

分析人士认为，经过上半年调整，美元未必会再度大幅走弱，但当前缺增量利好情况也比较突出，进一步上行动力可能不足。人民币兑美元汇率走势面临的外部扰动不会太大。

总的来看，受美元波动及季节性购汇因素影响，四季度人民币兑美元汇率仍存在一定不确定性，但贬值风险不大，即便不能出现升值，也有望成为近几年贬值幅度最小的一个四季度。

新增速短期内难以快速上升。基于此判断，结合美联储下任主席人选落地、税改议案落地，预计短期内市场对于明年的加息预期上修概率较小，且由于对下任美联储主席人选的预期已被计入资产价格，美元、美债收益率存在一定向下调整的空间。

兴业研究：人民币对美元有顶有底

上周美元指数高位震荡，人民币相对美元因利差、境内基本面预期改善以及结汇盘涌现而升值，脱离结汇区域后贬值。仍旧维持短期人民币保持相对稳定，未来两个月人民币相对美元呈现上有顶、下有底的观点。需重视结汇盘对即期汇率的影响，本周走势可大致框定结汇盘集中的区域。(张勤峰 整理)

短期资金利率已至阶段性低位

本报记者 张勤峰

缴税结束前料渐趋收敛

市场人士认为，在下周度缴税高峰来临前，市场资金面问题不大，但已难以变得更加宽松，货币市场利率阶段性低位已现，后续存在一定反弹可能。

每月上旬流动性扰动因素不多，资金面通常都较为宽松，本月应该也不会例外。不过，存量逆回购到期和政府债发行缴款将逐步吸收流动性，令资金面宽松程度趋于收敛。据统计，本周共有6900亿元逆回购到期，到期量较上周减少3170亿元，但总量并不低；目前已披露信息显示，本周将有1818亿元国债和地方债发行，考虑到在月初时点上，上周政府债券发行量仍达到2786亿元，预计本周最终发行量也不会少于2000亿元。因此，虽预计本周资金面不会出现明显收紧，但鉴于央行OMO大概率将保持净回笼，加上政府债发行不少，制约资金面走向更加宽松，货币市场利率在纷纷跌至下半年低位后，出现反弹的可能性在上升。

下周，月度缴税的影响将重新显现。今年以来，缴税对流动性影响加大，与经济基本面改善、企业盈利复苏推动税财增收有关，更与超储率偏低有关。当前超储率不高，导致流动性稳定性下降，放大各类因素对流动性造成的边际扰动。从全月来看，11月通常是财政净投放月份，但月中缴税仍可能引发流动性的时点性波动。到本月下旬，随着财政支出增多，流动性有望重新得到补充。

联讯证券固收分析师表示，从历史情况来看，11月资金面并无明显季节性规律，流动性抽水因素力量一般，但在超储率处于低位的大环境下，后续缴税与月末扰动可能会被放大，资金面有收紧压力。不过月中旬缴税因素开始前，资金面仍维持偏松状态。总体上，资金面将保持紧平衡的格局。

国开债需求欠佳

据市场人士透露，此次招标的1年、3年、5年、7年和10年期国开债中标利率均低于二级市场估值水平，但投标倍数均不足3倍，尤其10年期品种投标倍数甚至不足2倍，显示市场需求明显降温。

国开行此次招标增发的五期国开债均为固息债，包括2017年第11期、第9期、第8期和第15期金融债的增发债，以及2017年第12期新发债，期限分别为1年、3年、7年、10年和5年，发行规模分别为40亿元、50亿元、30亿元、120亿元、60亿元。

国开行7日发行的五期固息债中标利率均低于二级市场估值水平，但投标倍数均不足3倍，尤其10年期品种投标倍数甚至不足2倍，显示市场需求明显降温。

国开行此次招标增发的五期国开债均为固息债，包括2017年第11期、第9期、第8期和第15期金融债的增发债，以及2017年第12期新发债，期限分别为1年、3年、7年、10年和5年，发行规模分别为40亿元、50亿元、30亿元、120亿元、60亿元。

口行9日增发三期固息债

中国进出口银行7日公告称，定于11月9日招标增发不超过90亿元三期金融债，期限包括1年、3年和5年。市场人士指出，尽管月初资金面延续宽松状态，但对基本面的担忧仍存，且监管忧虑再起，机构整体情绪谨慎，债市短期料偏弱震荡，预计此次口行债招标结果一般。

口行此次招标发行的三期债均为固息增发债，包括2017年第11期、第10期和第9期金融债，期限分别为1年、3年和5年，发行规模分别为40亿元、50亿元、30亿元、120亿元、60亿元。

中国进出口银行7日公告称，定于11月9日招标增发不超过90亿元三期金融债，期限包括1年、3年和5年。市场人士指出，尽管月初资金面延续宽松状态，但对基本面的担忧仍存，且监管忧虑再起，机构整体情绪谨慎，债市短期料偏弱震荡，预计此次口行债招标结果一般。

口行此次招标发行的三期债均为固息增发债，包括2017年第11期、第10期和第9期金融债，期限分别为1年、3年和5年，发行规模分别为40亿元、50亿元、30亿元、120亿元、60亿元。

评级追踪

“16沃尔01”信用等级被上调至AAA

鹏元资信评估有限公司(简称“鹏元”)日前公告称，决定维持深圳市沃尔核材股份有限公司(简称“沃尔核材”)的主体长期信用等级为AA-，评级展望维持稳定，将公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(简称“16沃尔01”)的债项信用等级由AA+上调至AAA。

鹏元表示，“16沃尔01”系由深圳中小企业信用融资担保集团有限公司(简称“深圳中小担”)提供无条件不可撤销连带责任保证担保。鹏元于2017年10月26日将深圳中小担主体长期信用等级由AA+上调至AAA，评级展望维持稳定。(王姣)

维持稳定。

“16新国都”信用等级被上调至AAA

鹏元资信评估有限公司(简称“鹏元”)日前公告称，决定维持深圳市新国都技术股份有限公司(简称“新国都”)的主体长期信用等级为AA-，评级展望维持稳定，将“16新国都”的债项信用等级由AA+上调至AAA。

鹏元表示，“16新国都”系由深圳中小企业信用融资担保集团有限公司(简称“深圳中小担”)提供无条件不可撤销连带责任保证担保。鹏元于2017年10月26日将深圳中小担主体长期信用等级由AA+上调至AAA，评级展望维持稳定。(王姣)

债市料以震荡行情为主

本报记者 王姣

周二(11月7日)，债券市场再现大跌，10年期国债期货主力合约盘中跌逾0.4%，现券收益率大幅上行3-7bp。分析人士指出，昨日市场并无明显利空，不过重要经济数据出炉前的谨慎、对金融监管的忧虑占据上风，这也表明当前市场情绪依然脆弱，目前而言，若无明显利好刺激，债市继续修复存在难度，短期预计将偏弱震荡。

期现双双收跌

短期盘整之后，债券市场再现大暴跌。11月7日，国债期货盘中跳水，10年期国债期货主力合约T1712最低触及92.575元，跌幅一度超过0.4%，截至收盘报92.700元，较上一交易日下跌0.33%；5年期国债期货主力合约TF1712收跌0.18%，

转债分化加剧

择券仍是关键

本报记者 王姣

周二(11月7日)，转债市场(含可交债，下同)随A股明显走强，中证转债指数涨幅高达0.73%，不过转债个券涨跌参半，整体表现明显不及正股。市场人士指出，随着新券陆续发行，转债市场关注度大幅提高，但随着存量券估值压缩，转债近期表现并不佳，尤其个券分化明显加剧。不过即使存在天量供给，转债整体的股性溢价压缩空间已经有限，随着个券分化进一步演绎，后续择券依旧是投资的关键。

个券涨跌参半

11月7日，上证综指高开高走，收涨0.75%报3413.57点；创业板指触底反弹，涨0.47%；上证50指涨逾1%，创28个月新高。

转债市场随之明显走强，昨日中证转债指数涨幅高达0.73%，不过转债个券涨跌参半，整体表现明显不及正股。市场人士指出，随着新券陆续发行，转债市场关注度大幅提高，但随着存量券估值压缩，转债近期表现并不佳，尤其个券分化明显加剧。不过即使存在天量供给，转债整体的股性溢价压缩空间已经有限，随着个券分化进一步演绎，后续择券依旧是投资的关键。

择券仍是关键

近期供给冲击成为转债市场关注的焦点，机构对存量券估值将进一步压缩已成共识，值得注意的是，随着转债市场的扩容，公募基金对转债市场的关注也明显提升。数据显示，公募基金三季度转债配置市值为270亿元，相比二季度213亿元上升57亿元，占转债市场的比重为25%，已与二季度持平。

兴业证券表示，从基金三季报和上交所转债持有人变化来看，转债市场的关注

化，如15清控EB以1.54%的跌幅领跌，对应正股则上涨0.83%，紧随其后的模塑转债下跌了1.41%，对应正股仅下跌0.47%，不过广汽转债、永东转债的跌幅分别为0.87%、0.65%，对应正股则分别下跌了1.59%、1.42%。

择券仍是关键

近期供给冲击成为转债市场关注的焦点，机构对存量券估值将进一步压缩已成共识，值得注意的是，随着转债市场的扩容，公募基金对转债市场的关注也明显提升。数据显示，公募基金三季度转债配置市值为270亿元，相比二季度213亿元上升57亿元，占转债市场的比重为25%，已与二季度持平。

兴业证券表示，从基金三季报和上交所转债持有人变化来看，转债市场的关注