

# 人民币身价抬 聪明钱会去哪儿

□本报记者 王姣

2018年以来,人民币对美元强势升值近1100基点,盘中快速突破6.40关口,升值的幅度和速度都恍如2017年初的“情景再现”,而这波人民币升值已持续1个多月,大有复制去年第三季度的破竹之势。

市场人士指出,开年以来人民币突破6.4,沪综指重回3500之上,均反映出市场风险偏好的上升。在我国经济增长韧性较强、货币政策边际收紧的背景下,人民币汇率继续企稳运行是大概率事件,这对于风险资产特别是权益类资产有较好的支撑,人民币汇率企稳带来的国内整体流动性环境改善也有助于债市回暖。进一步看,随着人民币汇率真正实现双向浮动,境外资本配置中国债券和股票资产的积极性将趋于提升。

## 人民币开门红

由美元贬值引发的这一轮人民币升值进程仍在延续。

23日,人民币对美元汇率中间价调升103基点至6.4009元,续创逾两年新高。至此,人民币对美元中间价年内已调升1333基点,累计升幅超过2%。

人民币对美元即期汇率本周虽涨势放缓,但年初以来的累计涨幅也在1100基点左右。数据显示,今年以来,在岸人民币对美元汇率16个交易日有12日录得上涨,截至1月22日收盘报6.4036元,较2017年底的收盘价6.5120元上涨了1084基点,累计涨幅1.67%,且19日盘中最低触及6.3888元,刷新2015年12月以来新高;香港市场方面,离岸人民币对美元汇率22日收报6.4028元,较2017年底的收盘价6.5136元上涨1108基点,累计涨幅超过1.7%。

总的来看,今年初人民币升值的速度和幅度均可与去年年初媲美。2017年1月3日至18日,在岸人民币对美元汇率12个交易日有9日上涨,累计升值1153基点,涨幅同样为1.66%。

从更长的区间来看,这一轮人民币升值的持续时间更长,累计涨幅也更为明显。自2017年12月19日算起,人民币对美元累计升值空间已超过2100基点,累计涨幅达3.23%。

## 三因素共促升值

市场人士普遍认为,近期美元指数呈现超预期的疲弱,是包括人民币在内的新兴市场货币升值的主要原因。当然,中国经济稳中向好、货币政策稳健中性,也为人民币汇率企稳提供了基本面支持。

美元兑人民币汇率中间价走势



首先,在全球经济持续复苏的背景下,欧日等国央行先后释放出“鹰派”信号,加之美国经济数据参差不齐、政治不确定性等因素影响,美元指数重启跌势,为人民币汇率持续反弹提供了外部环境。2017年12月下旬以来,美元指数自94持续下跌,日前最低下探至90.1030,近一个月跌幅超过4%。同期,欧元兑美元从1.1745上行至1.2185,累计涨幅达3.71%,强势欧元成为压制美元的重要因素。

其次,人民币汇率再创新高,除了美元表现偏弱外,还与我国经济增长的较强韧性、货币政策的边际收紧有关。从基本面来看,2017年我国GDP实际同比增长6.9%,好于预期的6.8%。宏观经济总体向好;从政策层面来看,2017年12月美联储加息后,中国央行跟随上调了政策利率,且岁末年初一系列监管政策密集出台,进一步稳定了市场对人民币汇率的预期。

再者,自2017年以来,人民币汇率频频超预期表现,进一步强化了市场看多人民币的行为,“羊群效应”令美元指数加速破位,并助推人民币汇率升值进程延续,这也是近期人民币汇率表现较强的原因之一。

外有美元指数超预期疲弱,内有国内经济政策“给力”,正是内外因素的“合奏”,共同促成了人民币汇率岁末年初的这波升值行情。

进入本周,人民币涨势放缓,后续人民币升值态势能否延续?对此,业内人士认为,美元指数和美元兑人民币跌破重要支撑后,春节前刚性结汇需求、购汇盘观望使得人民币仍存在短线继续升值空间。

“从主体行为来看,人民币汇率升值的动力在于三点:一是部分春节前提结汇盘形成‘刚性需求’,构成人民币短期升

值动能;二是美元指数和美元兑人民币跌破重要支撑后,购汇盘倾向于短期内保持观望;三是春节前不急于结汇的主体,可能等待节后美元兑人民币升值波段结汇,届时会压制美元兑人民币升值动力,尤其是前期结汇盘集中区域。”兴业研究表示。

## 利好风险资产配置

俗话说“水涨船高”,人民币“身价”的抬升,无疑也提升了人民币资产的吸引力。分析人士认为,在当前市场对美联储加息预期较为充分、欧央行可能超预期启动边际紧缩的情况下,美元指数易下难上,叠加我国国际收支持续改善,人民币汇率稳中小幅趋升仍是大概率事件,这对于风险资产特别是权益类资产有较好的支撑。

从对股票市场的影响来看,东兴证券此前指出,汇率仍然为一国经济基本面的长期体现,当人民币升值或贬值,一定程

## ■观点链接

### 兴业研究:两因素或推动美元反弹

在国内基本面不变的情况下,美元兑人民币升值的动力来自于两点:其一,美元指数阶段性升值时,由于“逆周期因子”的调整,美元兑人民币升值幅度可能更大;当前市场对于2018年初欧央行修改政策前瞻指引的预期较高,倘若1月25日欧央行议息不及市场预期“鹰”派,美元指数可能获得阶段性升值动能。其二,第一季度美联储有可能加息的背景下,我国倘若不跟随加息,或使得人民币面临可控贬值压力。

### 申万宏源:人民币料稳中有升

展望今年,全球货币政策最大的亮点来自于欧央行,在当前市场对美联储加息

度上体现对于内地经济的长期预期上升或下降,从而利好或利空主要业务在内地的上市公司,引发资金基于预期流出或流入港股市场。

从市场表现看,2018年开年以来,全球市场风险偏好提升,香港恒生指数创出历史新高,开年以来已上涨10%;A股市场上,沪综指重回3500点并逼近3550点,年内涨幅也已超过7%。

业内普遍认为,人民币汇率升值的背景下,通常造纸、航空、房地产、银行等行业或明显受益。市场分析称,首先,进口成本下降,对于需要进口设备、原材料的企业降低了成本,有利于进口铁矿石、原油、纸浆、各种设备等;其次,外汇汇兑收益,持有外债的企业将减少实际偿还额而受益,如航空业等;最后,在人民币资产升值,持有人民币资产经营的企业财富效应明显,如房地产业、银行业等。

对债券市场来说,人民币汇率企稳,减轻了我国货币政策面临的外部掣肘,带来的国内整体流动性环境改善也有助于市场回暖。事实上,近期境外资本对人民币债券的配置力度的确有所加大。公开数据显示,2017年12月份,单月境外机构共增持利率债370.52亿元。

“随着人民币对美元汇率中期进入稳定升值通道,相对一揽子货币预期较为稳定,当前我国债市对外机构投资者吸引力正逐渐凸显,预计未来将持续为我国债市带来增量资金,基于海外投资者的投资特性,主要利好流动性较高的利率债。”申万宏源证券表示。

总体而言,随着人民币对美元汇率连续升值,市场预期更趋平稳,我国国际收支持续改善,对我国资本市场整体利好,人民币资产对境外投资者的吸引力也逐渐显现。

## 平安证券:人民币国际化回暖

人民币贬值预期的逆转与中外利差的重新扩大将会再度提高外国投资者持有人民币计价资产的兴趣,而中国债券市场的开放给了外国投资者大规模投资人民币计价资产的新渠道。这两者的结合导致了人民币国际化进程的回暖。(王姣 整理)

# 一二级“两重天” 配置力量很关键

□本报记者 张勤峰

23日,国家开发银行招标的两只固息金融债中标利率均明显低于二级市场利率水平,延续了近期一级市场招投标偏暖的局面。业内人士表示,近期一级市场表现好于二级市场,体现了市场配置力量的支撑,收益率经历大幅度上行后,继续调整的速度可能放缓,但未来供需前景仍乐观,难以支持收益率出现趋势性下行。

## 一级市场延续暖势

23日,国开行同时招标1年期和3年期固息金融债,表现较好。国开行此次招标的是新发的该行2018年第一期1年期和增发的2017年第九期3年期金融债,均为固息债券,本次发行规模分别为96亿元和82亿元。据业内人士透露,此次国开行1年期新发债中标利率4.14%,全场投标倍数3.77;3年期增发

债中标收益率4.7655%,全场倍数2.93。两期债券发行收益率均大幅低于二级市场利率水平。

中债到期收益率数据显示,1月22日,市场上待偿期接近1年、3年的国开债到期收益率分别为4.2979%、4.9034%。

二级市场上,23日,17国开09成交多笔,早盘成交利率震荡上行,最高至4.85%,午后维持震荡,临近收盘出现一定下行,尾盘成交在4.83%,与上一日尾盘相当。另外,剩余1.1年的16国开08成交在4.48%。

## 配置力量有所显现

值得一提的是,尽管年初以来,债券市场再遭遇一轮调整,作为风向标的10年期国开债收益率一度上行逾30BP,站稳5%,10年期国债收益率也再度逼近4%关口,但一级市场利率招投标表现总体比较稳定,发行收益率水平多低于二级市场,尤其是中短期品种受到投资

者青睐。

据Wind公布的数据,年初以来,市场上已发行的国债和政策性金融债等利率产品共47只,其中35只债券可查全场投标倍数,最低为1.97,最高为4.75,平均水平为3.15,处于中等偏上水平。过去这一周,发行的14只利率产品,投标倍数最低为2.23,最高为4.33,平均为3.27。

同时,从定价的角度观察,近期利率债发行利率一般都低于二级市场估值水平。除了23日发行的两只国开债,22日,农发行招标发行的3年期和5年期新债中标利率分别低于二级市场利率13BP和7BP;18日,进出口行招标的1年期、3年期和5年期金融债分别低于二级市场利率约16BP、8BP、3BP。

进一步看,期限越短,往往一二级利差越大,投标倍数越高,投资者相对青睐中短期债券。发行人也有意迎合投资者“口味”,近期发行的

债券多为5年以内品种,10年期品种较少。

业内人士认为,在二级市场波动较大的情况下,一级市场保持了相对稳定,体现了配置力量的支撑。一般认为,配置户占比更大的市场或品种,稳定性也会更好。这一点近期国开债与国债利差拉大,10年期国开债隐含税率逼近历史极值上也得到体现。而随着市场收益率水平上升,债券投资性价比继续改善,吸引各方面配置需求逐渐释放。不过,当前内外市场环境仍旧偏空,投资者情绪谨慎依旧,普遍采取短久期、高等级的防御策略,因此短债相对更受青睐,预计这一格局暂时不会发生变化。

就中短期来看,业内人士认为,债市配置价值在显现,但收益率难言调整到顶,配置力量释放可能延缓利率上行节奏,但目前仍难以推动利率大幅下行。

调整将继续影响债券市场;其次,美债收益率仍会上行,对国内债市造成压力。且后期美联储加息,国内公开市场操作利率有望继续跟随上行。再次,临近春节,资金面波动将加大。最后,通胀预期升温。“因此,在面对利率快速上行后的小修复时,建议机构保持谨慎,注意交易的安全边际。”

“整体上,市场机构对于利率的看法普遍倾向于谨慎和看空,主要逻辑点在于两方面:一是通胀预期较高叠加经济增长放缓的幅度仍不会很大;二是监管力度从严。”国信证券表示。申万宏源证券指出,从近期央行货币政策操作来看,央行对流动性较为呵护,使得债市情绪短期好转,后期建议继续关注央行公开市场操作投放量。不过,在监管细则还未明朗的情况下,债市情绪仍整体偏谨慎。

# 资金面喜笑颜开 净投放暂时退场

□本报记者 张勤峰

正如预期的那样,在确认短期流动性改善势头后,1月23日,央行进一步降低了公开市场操作力度,当次开展1700亿元逆回购操作,等量对冲到期逆回购,终结了此前连续8个交易日的资金净投放。市场人士指出,普惠金融定向降准实施在即,且临近月末财政支出有所增加,市场资金面有利因素在增多,但本周较多的央行流动性工具到期仍带来一定压力,预计央行将结合流动性供求变化,灵活微调操作力度和方向,今后几日可能转向适量净回笼资金。

## 等量对冲到期央行逆回购

23日早间,央行开展1700亿元逆回购操作,包括7天期800亿元、14天期800亿元和63天期100亿元,中标利率分别稳定于2.50%、2.65%和2.95%。当日共有1700亿元逆回购到期,故央行此举实现对到期逆回购的等量对冲,未净投放也未净回笼流动性,此前持续8个交易日的净投放格局因此终结。

1月11日至22日,央行连续8个交易日通过公开市场操作实施净投放,累计开展逆回购操作1.62万亿元,另开展MLF操作3980亿元,合计投放资金超过2万亿元,对冲到期央行逆回购和MLF之后,净投放资金10355亿元。但1月22日,央行净投放力度已明显下降,当日公开市场操作净投放200亿元,为过去8个交易日最低。

市场人士表示,随着税期扰动消退,市场资金面有所好转,央行微调公开市场操作符合中性操作取向,预计后续将结合流动性供求变化,继续灵活调整操作方向和力度。

23日,货币市场流动性延续改善态势,主要期限的债券回购利率继续走低。银行间市场上,隔夜回购利率大跌逾17BP至2.57%,代表性的7天期回购利率DR007续跌近8BP至2.84%,跨月的14天回购利率上涨12BP,但21天品种下行17BP。交易所市场上,上交所14天以内各期限债券回购利率全线下行,其中隔夜品种跌20BP至3.48%,7天期跌17BP至

3.74%。

交易员称,与前两日先紧后松不同,23日银行间资金市场开盘就比较宽松,大中型银行纷纷融出隔夜、7天资金,市场利率整体走低。

## 或转向实施适量净回笼

普惠金融定向降准实施在即,将带来较大规模的长期低成本流动性释放。1月21日,央行透露,预计普惠金融定向降准可于1月25日全面实施。此前央行相关人士曾表示,2018年初普惠金融降准措施落地将释放长期流动性3000亿元左右。与央行逆回购等日常操作工具相比,降准释放的资金规模大、期限长、成本低,改善流动性形势的效果更加明显。

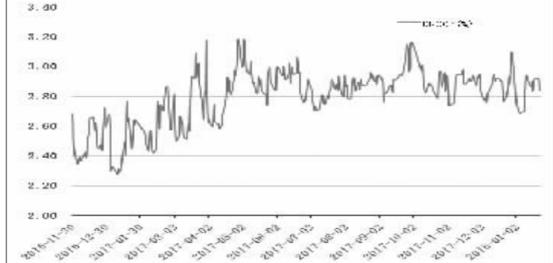
临近月末,财政支出也将逐渐增加,形成流动性供应。总的来看,市场资金面有利因素在增多,给予央行调整流动性投放力度的空间,但本周较多的央行流动性工具到期仍可能带来一定压力。

本周央行流动性工具到期量较大。据统计,本周央行公开市场有8200亿逆回购到期,其中周一至周五分别到期900亿元、1700亿元、1700亿元、1200亿元、2700亿元。此外,周三(1月24日)有1070亿元MLF到期。由此看,本周三、周五公开市场到期回笼量均达到2700亿元左右。即便25日定向降准实施释放流动性3000亿元左右,也难以完全对冲后半周央行流动性工具到期的影响。

财政支出节奏也存在不确定性,可能相对集中在月底前几日。另外,随着月末、春节临近,还需考虑月末效应和节假日居民取现等因素影响。

有分析人士表示,面对今后一段时间较为复杂的流动性供求形势,预计央行将综合考虑多种因素影响,灵活调整公开市场操作力度和方向,鉴于定向降准实施在即,未来几日央行有可能转向实施净回笼,但也会考虑逆回购和MLF密集到期环境下,金融机构承受能力。未来一段时间,虽然影响流动性的因素较多,形势较复杂,但预计在CRA、OMO等支持下,流动性风险仍可控制。

十年期国债到期收益率走势



## 本周利率债供给上千亿

数据显示,本周三大政策性金融债均有供给,加上3年期和7年期国债,利率产品计划发行规模已超过千亿元。

22日和23日,农发行、国开行相继完成两只金融债招投标发行,而相关发行公告显示,本周农发行和国开行还将分别发行一批金融债。24日,农发行将招标发行7年期和10年期金融债,25日,国开行将招标发行5年期和7年期金融债。此外,24日,财政部将招标发行3年期和7年期国债。25日,进出口行将招标发行1年期、3年期和5年期金融债。

## ■评级追踪

## 康美药业评级获上调

中诚信证券评估有限公司日前发布公告,将康美药业的主体信用等级由AA+上调为AAA,评级展望调整为稳定,上调“11康美债”和“15康美债”的信用等级为AAA。

中诚信证评指出,近年来康美药业一直保持我国中药饮片行业稳固的龙头地位,其中药饮片销量不断提升并在全国排名中始终位列第一。同时,康美药业持续整合医疗健康资源,不断开拓西药、食品及保健食品和中

药材专业市场租售业务,带动其非中药板块业务收入实现明显增长,业务多元化发展在帮助其营收水明显提升的同时也增强了其整体抗风险能力。另外,通过非公开发行股票及较为丰厚的利润留存,康美药业资本实力得到很大提升,财务稳健性进一步加强,加上其不断增长的营业收入、很强的盈利能力以及良好的上下游合作关系,其货币资金充裕,现金流表现优秀,能够对其债务本息偿还形成有力保障。(张勤峰)

□本报记者 王姣

继周一明显反弹后,周二(1月23日)债券市场企稳,银行间现券收益率小幅下行,10年期国债期货主力合约则微跌0.01%。市场人士指出,短期资金面宽松有助于债市企稳,但监管和通胀预期两大因素制约下,市场情绪仍偏谨慎,债市短期或陷入窄幅震荡。

## 债市小幅回暖

1月23日,债券市场整体偏强震荡,现券收益率小幅下行,但国债期货市场涨跌不一。

从盘面上看,银行间现券收益率小幅下行,受资金面相对宽松影响,短端利率下行幅度大于长端。其中10年期国开债活跃券170215收益率开盘报5.09%,早

盘迅速下行至5.065%的全天最低点,随后收益率震荡上行,午后最高触及5.0925%,尾盘再度回落,最后一笔成交在5.0750%,较上一日下行1BP;10年期国债活跃券170025收益率开盘报3.9475%,日内窄幅震荡,尾盘成交在3.94%,较上一日下行1BP。此外,昨日5年期国债活跃券180001收益率最终报3.85%,较上日下行2BP。

国债期货市场表现分化。具体看,中金所10年期国债期货主力合约T1803高开于91.85元,早盘涨幅一度近0.15%,但随即震荡回落,午后进一步下行,最终收报91.755元,微跌0.01%;5年期国债期货表现相对较好,TF1803合约开盘报95.85元,上午偏强震荡,盘中最高触及95.905元,午后仅小幅回落,最终收报95.81元,上涨0.04%。

资金面上,尽管昨日央行公开市场

操作结束净投放,但银行间市场资金面仍较宽松,银行间质押式回购利率多数下跌,短期Shibor大幅下行。

市场人士指出,尽管昨日现券延续偏暖走势,但长端收益率下行有限,整体来看,严监管预期下,市场情绪依然谨慎,债市反弹态势难以持续。

## 料陷入震荡格局

分析人士认为,受短期资金面宽松影响,债市显现小幅回暖迹象,但这可能只是前期收益率快速上行后的小修复,目前经济基本面、政策面、海外环境等整体仍利空债市,几乎没有带动市场反弹的利好,预计后续将陷入震荡格局。

华创证券最新日报指出,小修复并不改变利率上行的趋势。首先,监管并未放松,相关文件依旧会出台,届时业务的