

人民币汇率延续双向波动

周一（2月12日），人民币对美元中间价调升近200点，人民币对美元即期汇率则跌近300点，整体延续了近期双向波动的格局。市场人士指出，春节假期将至，市场交投偏谨慎，当前流动性不佳，或引发汇价短时波动，后市人民币汇率仍将受到美元走势的影响，综合国内外形势看，预计人民币汇率将维持整体企稳、双向波动的运行态势。

人民币双向波动

2月12日，人民币对美元中间价调升193个基点，报6.3001。即期市场上，人民币对美元汇率则由升转跌，尤其在，离岸人民币即期汇率午后下跳逾200点。

从盘面上看，昨日在岸人民币对美元随中间价高开于6.2959元，早盘最高触及6.2845元，随后转为震荡下行，15时后跌势加剧，16:30收盘报6.3290元，创1月30日以来新低，较上一交易日跌286点；香港市场上，离岸人民币对美元日内亦跌近300点，截至北京时间12日16:30报6.3371元，下跌257点，境内外价差约80点。

全球汇市方面，昨日亚洲交易时段美元指数偏弱震荡，主要运行区间位于90.1–90.3。有交易员称，美元指数稳定在90上方，人民币对美元汇率在6.3左右遭遇升值阻力，加上春节假期将至，市场整体交投情绪偏谨慎，不过当前市场流动性不佳，也可能导致汇价波动加大。

双向波动仍将延续

市场人士指出，最近一周时

期债尾盘冲高 短期风险不大

12日，股市回暖，但债市并未因此受抑，股债市场齐涨。市场人士指出，今年春节前资金面大势已定，流动性超预期表现，提升了持券过节的确定性，短期债市风险不大。不过，假期海外市场波动、春节后流动性运行、供求关系仍值得关注，趋势性机会仍需等待。

呈现小幅震荡

12日，债券市场延续上一交易日的企稳势头，国债期货呈现小幅震荡走势，收盘小涨。昨日，10年期国债期货主力合约T1806小幅高开于92.070元，震荡下行，午后翻绿，但临近收市前期价拉升，最终收报92.130元，较前结算价涨0.165元或0.18%。5年期国债期货主力合约TF1806收报96.100元，微涨0.08元或0.08%。

现券市场表现平稳，收益率波动不大。昨日银行间债券市场上，10年期国开债活跃券170215全天在5%下方反复震荡，午后一度上行至5%，尾盘回落到4.99%，与上一交易日尾盘相当。10年期国债活跃券180004尾盘成交在3.875%，次新券170025尾盘成交在3.885%，均无变化。一级市场方面，国开行昨日招标的四期国债中标收益率均低于二级市场估值水平，需求较为旺盛。

节前持续宽松的资金面仍为债市提供支持。12日，央行继续暂停公开市场操作，但也无存量逆回购到期，资金面供求均衡，延续了上月末以来的宽松态势。

值得一提的是，12日A股市场回暖，行业板块多数上涨，中小创股票活跃度上升，但似乎并未对债市造成太大影响。

■ 评级追踪

蛟河农商行信用评级下调至A

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪”）日前公告称，决定将吉林蛟河农村商业银行股份有限公司（简称“蛟河农商行”）的主体长期信用等级由A+下调为A，并将其列入负面观察名单，将“17蛟河农商二级01”、“17蛟河农商二级02”的债项信用等级由A下调为A-。

新世纪表示，2017年，受金融去杠杆等因素影响，蛟河农商行因同业负债而产生的金融机构往来利息支出大规模上升，该行2017年净利润同比大幅下降。根据该行未经审计的2017年财务数据，该行2017年净利润为-1.33亿元。业绩亏损侵蚀

货币/债券 Money Bonds

货币/债券

货币/债券

纠结持股持币？最佳答案：持券！

避险好心情暂时受抑制。海内外债市在经过近期调整之后，未来走势有较大不确定性，但风险偏好已明显回落，市场情绪开始朝向有利于债市的方向变化。中金公司固收研报指出，最近美元企稳反弹，新兴市场资金流入放缓、商品价格出现回调均反映了风险偏好变化。

其次，今年春节前资金面呈现反季节性宽松。值得注意的是，虽然年初以来我国债市也有所下跌，但表现要好于海外市场，美国10年期国债收益率先在1月份上行超过30BP，同期我国10年期国债收益率上行不到4BP。这背后很重要的一个原因是年初以来资金面状况明显好于市场预期。

相比往年春节前的情况，今年初至今市场资金面可以说相当宽松。1月份，银行间市场7天回购利率（R007）均值为3.23%，创了2017年3月以来新低，2月份至今则为2.93%。

中金公司固收研究认为，这反映了一条重要的逻辑——当金融监管力度逐步加大，这些政策本身所起到的流动性收缩效应已足够大，因此货币政策在目前环境下没有必要进一步收紧，以免造成叠加性的收缩伤及经济，甚至政策可能会适度放松来进行缓冲。具体体现为，央行在2017年9月就预告将实施普惠金融定向降准，并于今年1月及时落实；同时建立了“临时准备金动用安排（CRA）”，允许全国性商业银行在春节前临时动用法定准备金不超过2个百分点。由于资金面持续平稳偏松，货币市场利率中枢下行，年初以来短期债券率先收益，在收益率期限利差拉开后，长债收益率也出现一定的松动。

■ 观点链接

中金公司：中短债机会确定性较高

国内债券在中短期内面临的风险不大，尤其是春节前后收益率将保持稳定。交易型投资者可以选择持券过节，尤其是中短期债券的确定性还会更高。更长时间来看，进入二季度，随着债券发行高峰到来，债券的供需矛盾仍会有所体现，长期债券目前还没有进入确定性的趋势性交易机会中，但金融严监管以及海外风险偏好可能正对经济基本面造成一定影响，这个可能会为今年债市带来更好的机会，但时间可能会靠后一些，投资者仍可以耐心等待。

国泰君安：持券过节风险不大

从历史行情来看，长端利率债主要仍然受到预期的影响，对于春节带来的资金面波动几乎无视。在1月份监管集中冲击之后，目前监管层面出现新的预期层面的概率已经不大。实际上，再加上一季度经济有小幅下滑的压力，现阶段货币政策趋紧的概率不大，所以对于债市来说，目前无论是监管还是货币政策的预期，短期应该都会朝着对市场有利的方向发展，因而维持原有头寸持券过节的风险应该不大。

华创证券：春节后有调整风险

春节后料资金趋紧，通胀预期上升，叠加监管细则落地或加快，业务调整债市影响更大，届时债市将迎来新一轮调整。另外，春节期间，海外市场波动较大，累积风险容易在节后集中释放。建议投资者仍保持谨慎态度。（张勤峰 整理）

央行方面表示，虽然春节后将迎来中期借贷便利（MLF）到期、临时准备金动用安排（CRA）到期和2月份税期，但由于金融机构CRA到期节奏与现金回笼大体匹配，二者可以基本对冲。同时，节前节后人民银行将继续灵活搭配工具组合，维护流动性合理稳定。一是继续开展MLF操作补充中长期流动性，适当加大增量；二是适时开展逆回购操作，合理搭配期限组合补充流动性，提高跨季资金供应的比重。

不过华创证券仍提醒投资者，春节后资金将面临两大时点考验。一是2月下旬，资金面大概率将随着CRA的到期而趋紧。另外，春节回来后，各家机构面临跨年，资金价格面临较大上行压力。二是3月中下旬，资金面面临缩量价升，流动性压力加大。

央行方面表示，虽然春节后将迎来中期借贷便利（MLF）到期、临时准备金动用安排（CRA）到期和2月份税期，但由于金融机构CRA到期节奏与现金回笼大体匹配，二者可以基本对冲。同时，节前节后人民银行将继续灵活搭配工具组合，维护流动性合理稳定。一是继续开展MLF操作补充中长期流动性，适当加大增量；二是适时开展逆回购操作，合理搭配期限组合补充流动性，提高跨季资金供应的比重。

四举措推动ABS发展

展望2018年，围绕如何推动资产证券化健康发展，李波表示，建议尽快完善资产证券化法律制度体系以适应市场新需求，引导信贷资产证券化向纵深迈进，促进不良资产证券化向常态化转变，加快PPP、住房租赁等重点领域的证券化发展，从而推动资产证券化市场走向成熟，进一步提升资产证券化服务实体经济的能力和水平。

李波具体提出四点建议：一是顺应创新需求，完善法律制度。尽快完善法律体系，加强信息披露力度，完善信用评级体系，加强信息透明度，完善信用评价体系。二是引导信贷ABS向纵深发展。提高商业银行发行意愿；大力发展二级市场，建议丰富交易方式，推广做市商机制，推动投资者主体多元化；推进体制机制优化创新；加强风险识别管理。三是进一步推进不良资产证券化发展，推动“常态化”发展，提高专业运作水平，培育多层次合格投资人。四是加快重点领域证券化业务开展。顺应当前改革方向，建议加大资产证券化与PPP、住房租赁等领域的对接力度，进一步提升资产证券化服务实体经济的效率。

货币/债券

货币/债券

纠结持股持币？最佳答案：持券！

推升通胀，触发货币政策收紧，导致流动性收缩和利率走高，进而抑制风险资产估值。

总之，股债资产之间有条绳，大起大落之后均面临再平衡。年初股市大涨，估值扩张，债市大跌，利率走高，股市相对价值在减弱、债券相对性价比在提升，这种“比价关系”悄然变化，最终引发市场走势的变化。

开年以来股、债市场不光大涨大跌，关键还时涨时跌，经历年初这一番“折腾”之后，今年股、债投资者对于持仓过节多少都会增添几分担忧。

以往持债过节胜负各半

如果股债市场延续剧烈波动，选择持有现金类资产无疑更加稳妥。不过，年初大起大落之后，股债市场最近均有波动趋缓的迹象。

本周一，股市回暖，中小创股票表现不俗，盘面活跃，情绪好转，而债市走势也不弱，10年期国债期货上涨0.18%，现券收益率基本稳定。在经过股强债弱、股弱债强之后，股债市场似乎也握手言和。至此，持仓还是持现过节的问题，又重回讨论的范围。

从历史上看，持股过节胜率较高，持债过节胜负各半。据国泰君安固收研究统计，从过去10年的历史数据来看，持股过节的胜率较高，到春节后15日，取得正收益的次数为9次，胜率为90%。持券过节则胜负各半，主要因为长端利率债主要仍然受到预期的影响，几乎无视春节带来的资金面波动。

国泰君安覃汉等统计了2009年到2017年每年春节前后10个交易日10年期国债、10年期国开债以及3年期AAA中票的表现。

覃汉表示，春节前由于现金需求上升一般资金利率都会出现阶段性抬升，节后随着现金回流资金面会趋于宽松，理论上来说债券市场应跟随资金面出现先跌后涨的走势。但从实际情况来看，长端利率债春节前后出现“先跌后涨”走势的情况却几乎没有。

根据三类债券资产的综合表现来看，他们统计的9年中，有3年出现了“持续上涨”，4年出现了“持续下跌”，而有2年出现了“先涨后跌”。进一步看，“持续上涨”往往出现在春节时点债市本就处于牛市中的年份，而“持续下跌”往往出现在春节时点处于熊市中的年份。

今年过年可持券

按照历史规律，债券投资者要做好这道选择题更难，但一些分析人士认为，债券投资者可以选择持券过节。理由主要有如下几点：

首先，近期风险资产价格下跌之后，风

资金面将平稳跨节

行连续第十四日暂停公开市场操作。

值得注意的是，2月12日也无逆回购到期，此为连续第四个工作日无逆回购到期，即2月8日以来，公开市场操作已有四日处于“空窗期”。

进一步看，本周无逆回购到期，2月15日到期的2435亿元MLF因遇春节假期也将顺延至节后到期。倘若银行体系流动性持续宽松，央行很可能继续暂停公开市场操作，即“空窗期”有望延续。

从市场表现看，春节前资金面持续宽松，12日，银存间质押式回购市场上，隔夜加权利率下行3BP至2.57%；代表性的7天加权利率小幅上行2BP至2.87%；14天、21天加权利率分别上行约2BP、1BP。

总的来看，受益于央行此前的定向降准和临时准备金动用安排（CRA）等，近

期流动性整体相对充裕。央行官方微博2月9日称，近期，除普惠金融定向降准释放长期流动性约4500亿元外，全国性商业银行从1月中旬开始陆续使用期限为30天的临时准备金动用安排（CRA）。目前CRA使用已达高峰，累计释放临时流动性近2万亿元，满足了春节前现金投放的需要。

节后流动性仍将平稳

市场人士指出，春节后，CRA到期与现金回笼节奏大体同步，银行体系流动性将保持合理稳定。进一步看，随着3月份MPA考核再度来临，以及春节后资管新规等监管政策相继落地，加之央行将继续灵活搭配工具组合，资金面可能重回紧平衡格局。

□本报记者 王姣

2017年以来，我国资产证券化市场延续快速发展势头。据中央国债登记结算有限责任公司最新公布数据，2017年，我国资产证券化年发行量首次超过1万亿元，市场存量突破2万亿元。

展望2018年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即“资管新规”）的出台将重塑资管行业的业务模式，其对资产证券化发展将带来怎样的影响？

中央结算公司研发中心高级经理李波日前在“调频F10”中发布会上接受《中国证券报记者采访时称，资管新规下，标准公募资产证券化（简称“ABS”）总体受益，发展空间广阔，类ABS将受到限制，二者走向可能出现分化。

新规影响有所分化

目前来看，市场对资管新规将于3月前后落地的预期已经形成。业内人士普遍认为，资管新规将重塑我国金融资管业生态，ABS及类ABS产品作为以资管产品为载体的固定收益投资品，无疑也将受到新规的重大影响。

“资管新规对于资产证券化的影响，

A10

货币/债券

纠结持股持币？最佳答案：持券！

□本报记者 张勤峰

持券还是持现，每逢长假，投资者总得面对这道选择题。在开年股债市场均经历较大波动之后，答案似乎已变得更加不可确定，尤其对债市，历史上春节持券持现几乎是胜负各半。

机构认为，年初监管政策密集落地之后，近期政策出台节奏放缓，货币当局使出定向+临时“双降准”则营造了良好的资金环境，虽然债市趋势性拐点还不明确，节后供求格局和流动性仍有待考验，但中短期票息机会相对确定，持券过节风险不大。

不光大涨大跌还时涨时跌

持股还是持币？持券还是持现？每逢长假，持仓过节与否，似乎是股、债投资者都绕不开的话题。

通常来说，如果长假前股市走得好，股市投资者持股过节的意愿会上升，反之，则会催生落袋为安的偏好；债券市场同理，如果长假前债市走得好，愿意持券过节的也不会少。然而，今年年初以来，股、债市场动静都不小。

有一句老话叫做风水轮流转，用来形容年初以来股债市场起起伏伏可能最合适不过。

1月初，股市涨、债市跌，风险资产一时风头无二；到了2月初，美股牵头、股市大跌，风险资产黯然失色，避险情绪卷土重来，债市扬眉吐气。股债轮番表演，跷跷板上你起我落，演绎到极致。对于股市多头来说，年初以来先扬后抑，乐极生悲；对于债市多头来说，年初以来先跌后稳，受伤不轻。

分析认为，在年初股强债弱、风险偏好上升的背后，隐含的是市场对全球经济稳健复苏的乐观预期。随着全球经济持续改善，复苏态势更趋一致，市场对经济增长的乐观预期逐渐提升，这是风险偏好上升的根源，也是年初股票上涨、债市走弱核心逻辑。

在上周初股弱债强、避险情绪复燃的背后，透露的则是市场对无风险利率上升过快的担忧。开年以来，随着市场对经济乐观预期升温，债市利率水平快速走高，特别是美国10年期国债收益率疾升超过40BP，在突破2017年3月高点后确定趋势性走弱，市场开始转而担心利率上行将会抑制风险资产估值。

分析人士指出，债券利率上升本质上反映的是流动性收缩，后者不光会挫伤债券价格，也会逐渐对股市估值造成压力。先前股市上涨源于市场看好经济，因经济增长意味着企业盈利改善，但经济增长也会

行连续第十四日暂停公开市场操作。值得注意的是，2月12日也无逆回购到期，此为连续第四个工作日无逆回购到期，即2月8日以来，公开市场操作已有四日处于“空窗期”。

进一步看，本周无逆回购到期，2月15日到期的2435亿元MLF因遇春节假期也将顺延至节后到期。倘若银行体系流动性持续宽松，央行很可能继续暂停公开市场操作，即“空窗期”有望延续。从市场表现看，春节前资金面持续宽松，12日，银存间质押式回购市场上，隔夜加权利率下行3BP至2.57%；代表性的7天加权利率小幅上行2BP至2.87%；14天、21天加权利率分别上行约2BP、1BP。总的来看，受益于央行此前的定向降准和临时准备金动用安排（CRA）等，近期流动性整体相对充裕。

央行官方微博2月9日称，近期，除普惠金融定向降准释放长期流动性约4500亿元外，全国性商业银行从1月中旬开始陆续使用期限为30天的临时准备金动用安排（CRA）。目前CRA使用已达高峰，累计释放临时流动性近2万亿元，满足了春节前现金投放的需要。

从市场表现看，春节前资金面持续宽松，12日，银存间质押式回购市场上，隔夜加权利率下行3BP至2.57%；代表性的7天加权利率小幅上行2BP至2.87%；14天、21天加权利率分别上行约2BP、1BP。总的来看，受益于央行此前的定向降准和临时准备金动用安排（CRA）等，近期流动性整体相对充裕。

“空窗期”延续

昨日早间，央行公告称，目前银行体系流动性吸收现金投放等因素后处于适中水平，2月12日不开展公开市场操作。这是央

国开债需求旺盛

债券一级市场招标情况继续向好。2月12日，国家开发银行发行的四期金融债中标利率均低于中债估值，整体认购倍数较高，尤其10年期国开债认购倍数超过4，显示市场配置需求旺盛。

国开行此次发行的四期债均为固息债，包括2018年第二期、2017年第九期、2017年第十二期、2018年第五期金融债的增发债，期限分别为2年、3年、5年、10年，发行规模分别为50亿元、70亿元、80亿元、50亿元。据市场人士透露，此次国开行2年期固息增发债中标收益率4.525%，全场倍数5.9；3年期固息增发债中标收益率4.6485%，全场倍数2.87；5年期固息增发债中标收益率4.7561%，全场倍数2.93；10年期固息增发债中标收益率4.8674%，全场倍数4.28。

从定价水平看，上述四期国开债中标利率均低于中债估值。中债到期收益率数据显示，2月11日，2年、3年、5年、10年期国开债到期收益率分别为4.6389%、4.7455%、4.8589%、4.9129%。从认购情况看，10年期全场倍数超过4，2年期全场倍数接近6，3年、5年期全场倍数均接近3，表明机构配置热情较高。（张勤峰）

间，人民币对美元汇率有升有贬，总体仍受到美元指数的影响，倘若美元指数继续反弹，人民币对美元汇率将仍有调整压力，但总体来看，美元指数继续上行需要更明显利好，人民币汇率企稳也有基本面支撑，未来一段时间人民币汇率整体企稳、双向波动的运行格局预计将持续。

招商宏观指出，未来美元指数走向存在较大不确定性。当前美元突破90整数位向下，短期内可能到87的支撑位置，甚至不排除挑战85的更长期支撑位。不过美元指数从2017年1月初103的高点至今已回落超过14%，其所观察的增长速度、通胀和长端利差等基本面因素并不支持欧元如此的强势和美元如此的弱势。美元指数在未来也有可能出现反弹。

“综合考虑市场供求、篮子货币和政策三个方面的因素，2018年美元处于（87,97）的条件下，预测未来人民币汇率在（623,679）的区间内波动。短期内，如果美元由弱转强，人民币将由强势转为弱势。”招商宏观表示。

申万宏源证券则指出，2018年人民币仍将稳中小幅升值，国内信贷环境趋紧可能促使企业寻求海外融资，促进国际收支和汇率改善。该机构分析师认为，后期欧央行紧缩超出市场预期的空间已经不大，从而美元指数难以进一步大幅下行，预计全年下行至87以下概率较低。而人民币相对美元汇率预计也较大概率将升至62附近时进入较为稳定的一个阶段。（张勤峰）

节后关注两点

市场人士认为，近期债市波动趋缓，主要得益于资金面超预期宽松及风险偏好变化。往后看，节前资金面波幅可控，货币市场利率小幅上涨，不会影响大势，风险情绪最高亢的阶段也已过去，中短期债券市场风险不大。

从往年情况来看，春节前2至12天是市场资金面最为紧张的阶段，但得益于CRA机制的支持，这一阶段正在有序度过。未来一两日，由于跨节因素，市场资金面虽然可能出现一定的收紧，但是出现大幅波动的可能性较小，不会对债券市场造成太大冲击。

与此同时，在经过近期股票市场波动之后，风险资产上涨势头受到抑制，风险偏好下降，也有利于债券资产。

鉴于市场资金面平稳，消息面相对平淡，不少机构认为，债券市场有望保持平稳运行态势，收益率上行的风险有限。

往后看，长假期间海外市场波动和资金面变化最受市场关注。目前海外债市维持弱势，随着再通胀预期继续发酵和美联储3月加息的影响提前，长假期间海外市场波动增添了节后国内债市面临的不确定性。好在前期较大的内外利差提供了一定缓冲，年初以来国内债市相对抗跌。资金面方面，节后CRA到期构成挑战，但央行相关人士表示，由于金融机构CRA到期节奏与现金回笼大体匹配，二者可以基本对冲。同时，节前节后人民银行将继续灵活搭配工具组合，维护流动性合理稳定。因此，今年春节前后流动性波动可能弱于往年。

总的来看，目前债市难言趋势性机会，但过节票息收益相对确定，机构仍建议持有为主。（张勤峰）