

## 美元指数95上方阻力较大

□本报记者 王姣

8月再破95关口后,美元指数又陷入艰难的“拉锯战”,始终未能形成有效的向上突破.分析人士指出,美国7月非农数据虽不及预期,但全球贸易形势下避险情绪犹存,短期内美元指数上下两难.不少机构认为,美元前期涨幅已基本兑现了经济向好、货币收缩的利好,美元继续上行还可能会导致未来美国经济前景恶化.总体而言,美元指数在95关口附近的阻力较大。

### 于95一线遇阻

8月初,受益于美联储表态偏鹰、经济预期向好等影响,美元指数再掀起一波反弹.7月31日至8月2日,美元指数接连上涨0.27%、0.14%和0.53%,8月3日盘中再度升破95。

市场人士指出,美元指数再破95,主要受两方面原因推动,其一,8月议息会议上,美联储维持1.75%–2.00%的利率不变,但从会后政策声明看,美联储乐观看待美国经济前景,并预计将进一步渐进加息.其二,全球贸易紧张局势升级,这对全球股市造成了压力,但提振了美元。如同此前数次一样,在站上95后,美元指数再度表现出上行乏力的症状。8月3日,美元指数收盘仅微涨0.04%,报95.2173;6日,美元指数涨幅有所扩大,但尚未形成有效突破。

### 继续突破难度大

从盘面上看,近几周美元指数持续于95一线盘整,涨势放缓。“从美国宏观经济政策组

## 农发行增发债需求旺盛

□本报记者 王姣

中国农业发展银行6日招标发行两只固息增发债,中标收益率均低于二级市场水平,需求较为旺盛。农发行此次招标的是该行2018年第八期5年期、第九期3年期金融债的增发债,本次计划发行规模均为50亿元.据市场人士透露,此次农发行3年期增发债中标收益率3.4214%,全场倍数3.84;5年期中标收益率3.6614%,全场倍数4.08。两只增发债中标收益率均低于二级市场

## 本周地方债发行量将有所增加

□本报记者 王姣

8月6日,山东省政府招标发行两只地方债,共计483亿元.据最新数据统计,本周地方债计划发行规模已达1453亿元。山东省昨日发行的是该省今年第五期一般债券和第四期专项债券,期限分别为3年、5年,计划发行规模分别为325.91亿元、157.28亿元.据发行结果公告披露,此次3年期债券中标利率3.43%、5年期债券中标利率3.67%。昨日仅有这两只地方债发

### ■评级追踪

### 西王集团 获上调评级

大公日前发布跟踪评级报告,将西王集团有限公司主体信用等级由AA上调至AA+,评级展望由负面调整为稳定。

大公指出,齐星集团《合并重整计划草案》已于2018年7月16日通过邹县人民法院裁定批准,根据《合并重整计划草案》及公司提供的说明文件,公司对齐星集团的代偿金额为担保余额的10%,之后各债权行不再追偿剩余担保责任,公司代偿风险的不确定性消除;由于代偿金额相对较小,履行代偿责任对公司整体生产经营产生的影响预计较小,公司在资本市场的融资能力将会提升,面临的信用环境将会明显改善,偿债来源及偿债能力

## 货币/债券 Money Bonds

# 人民币急贬料告一段落

□本报记者 王姣

央行上调外汇风险准备金率后,人民币兑美元汇率一度大幅反弹.8月6日,在岸人民币兑美元即期价早盘走高逾600点,升破6.80,两日最大升幅已近千点.市场人士指出,政策调控有助于收窄人民币波动,下半年人民币驶入“稳车道”运行是大概率事件,但需注意的是,汇率预期尚未逆转,在中美经济政策分化的背景下,人民币汇率运行趋势改变的逻辑尚未形成。

### 最大升幅近千点

8月6日起,央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%。这一政策的公布和实施牵动着近两日外汇市场的情绪。

这一消息公布前,在、离岸人民币兑美元均明显走软,至北京时间8月3日16:00附近,在岸即期汇价盘中大跌逾600点,逼近6.9关口;离岸即期汇价率先跌破6.9,盘中最低触及6.9109,极为接近2017年1月的低点。

随着央行出手调控的消息传出,形势迅速得以逆转,在、离岸人民币兑美元从6.90关口附近双双开启一波急速反弹.其中离岸即期价短短三个半小时就急涨了821基点,尽管此后涨幅有所收窄,当日收盘仍报在6.8475,较前日大涨351点;在岸即期价则从6.8965的低点一路反弹至6.82,至北京时间23:30收报6.8236,较前日夜盘大涨204个基点。

8月6日,尽管人民币兑美元中间价继续调贬191个基点,报6.8513,刷新去年6月以来新低,但即期市场上人民币多头情绪仍然高涨,6日早盘在岸人民币兑美元汇率大幅高开于6.82,早盘迅速突破6.80关口并触及6.7978的高点,盘中涨幅一度达622基点,与3日盘中最低价相比,短短两日最大涨幅接近1000个基点;香港市场方面,离岸人民币兑美元汇率盘中一度升破6.83关口,最高触及6.8269。

市场人士认为,随着CFETS人民币汇率指数跌破“合意区间”、人民币即期价接近7,为防止市场情绪恶化形成强烈的单边贬值预期,避免短期“超调”演化为无序贬值,央行在此时出手维稳汇率可谓精准出击,人民币市场汇率应声反弹也表

明市场预期得到改善。

### 汇率或趋稳运行

综合机构研报来看,在央行启用外汇风险准备金这一工具后,市场对人民币汇率继续贬值的担忧明显退潮。

“远期售汇业务的外汇风险准备金率上调从情绪上支撑人民币相对美元升值,且购汇力量受到削弱,结汇盘陆续涌现,有助于推升人民币汇率.短期内美元兑人民币快速大幅升值的行情将告一段落,甚至会出现一波人民币升值反弹。”兴业研究表示。

考虑到央行后续可能有更多的政策举措,市场对下半年人民币汇率趋稳的看法基本达成一致。

“这次重新收取远期售汇业务的外汇风险准备金,更为重要的在于信号意义,当前汇率水平可能超过央行认为的合适区间.不排除会有更进一步的措施出台,来维护汇率稳定。”联讯证券李奇霖表示。

值得注意的是,央行在3日公告中明确表示,“下一步,人民银行将继续加强外汇市场监测,根据形势发展需要采取有效措施进行逆周期调节,维护外汇市场平稳运行,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”市场人士认为,逆周期因子等工具不排除将进入工具列表中。

招商证券谢亚轩团队指出,央行有足够的政策工具来维持国内外汇市场的供求平衡和稳定市场预期.下半年人民币汇率走势的主要矛盾还是在于美元指数,只要美元指数不超预期的强势,年内人民币汇率跌破7的可能性依然较小。

申万宏源证券孟祥娟团队表示,央行对人民币持续贬值的容忍度或将显著下降,未来仍可能适时进行非常常态化干预,以稳定市场汇率预期.预计下半年人民币兑美元汇率大概率将在6.6–6.9区间内波动。

### 仍需关注基本面

尽管市场对下半年人民币汇率将持稳运行渐成共识,但需注意的,人民币短期反弹并不意味着趋势反转.机构分析称,这一轮人民币汇率贬值发生在全球贸易形势生变、中美经济政策分化的背景下,目前来看,这一形势仍在延续,也就是说,从基本面来看,未来人民币汇率可能仍有调整压力。

广发证券首席宏观分析师郭磊指出,从经验上来看,外汇风险准备金率的调整并不一定会完全逆转趋势.从2015年7月人民币中间价定价机制改革,到10月外汇风险准备金率上调时,人民币贬值幅度为2.1%,上调之后贬值趋势仍阶段性持续至2016年底.2017年风险准备金率下调到0时,人民币升值幅度也已达到6.5%以上,下调之后又继续升值4%左右。

“此次政策调整主要是为稳定和引导预期.尽管本轮汇率波动与中美经济相对增速、中美利差、中美货币政策周期三个因素有关,趋势上改变的逻辑尚未形成,但政策信号的出现有利于汇率波动收窄。”郭磊表示。

市场人士分析称,6月中旬以来人民币兑美元加速贬值,主要是受两方面因素共同推动.一方面,中美经济前景预期有所分化.今年以来美国经济复苏良好,在全球经济中可谓一枝独秀,而近期中国经济数据表现欠佳,加之去杠杆带来的融资收缩引发担忧,导致市场对下半年经济预期抱有疑虑;另一方面,中美货币政策有所分化.美联储仍处于加息+缩表进程中,而6月份中国央行未上调公开市场操作利

### ■观点链接

#### 国金证券:防范顺周期性波动

虽然人民币大幅贬值的可能性并不大,但近期受贸易因素和国际外汇市场变化等影响,人民币汇率出现了一些顺周期波动的现象.在这样的背景下,央行调高外汇风险准备金率,有助于防范外汇市场的顺周期性.如果外汇市场的顺周期性进一步强化,为防范市场形成单边贬值预期,预计央行将会对人民币中间价报价模型中的“逆周期系数”进行调整。

#### 申万宏源:逆周期因子或将回归

逆周期因子回归与否关注三个方面:第一,一篮子汇率指数.人民币CFETS指数在94–96附近应该是央行所认为能够反映中国经济基本面的合理水平.目前CFETS指数已经跌至92左右,基本回到去年5月底逆周期因子推出时的水平.第二,资本跨境流动.本次人民币贬值暂未看到跨境资本流动的大幅流出,但考虑到数据

# 境外机构继续增持人民币债券

□本报记者 张勤峰

中央国债登记结算有限责任公司(以下简称“中债登”)日前发布的统计月报显示,截至2018年7月末,境外机构在该公司的债券托管量达13540.77亿元,在继续刷新历史纪录的同时,环比上月末增加582.22亿元,为连续第17个月增加.分析人士称,近期人民币债券利率走低、汇率有所贬值,可能影响未来境外投资者的投资节奏,但外资流入我国债市的大趋势不会改变。

#### 连续17个月增持

7月份,中债登托管的债券面值总额共增加了7491.97亿元.主要投资者中,商业银行托管量增加7312.11亿元,仍为绝对增持大户;紧随其后的便是境外机构,其托管量增加582.22亿元;而当月券商托管量仅增加47.36亿元,保险减少9.21亿元,非法人产品减少

## Shibor连续8日全线下行

8月6日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)连续第8日全线下行,且中长端品种继续以更快速度下行,使得Shibor期限利差继续收窄,流动性溢价进一步下降,表明当前流动性极为充裕,且市场预期乐观。

昨日各期限Shibor下行3BP至8BP不等.具体看,隔夜Shibor下行3BP至1.82%,7天期Shibor下行近6BP至2.47%,两周品种下行7BP,而3个月Shibor下行近5BP至2.95%,跌破3%关口,期限更长的6个月、9个月和1年期品种分别下行7BP、8BP、8BP,幅度最大。

从利率水平上看,目前Shibor已整体跌至2016年末、2017年初以来的水平,隔夜Shibor更创下2016年初以来的最低值,反映出当前流动性极为充裕。

值得一提的是,近期Shibor中长端下行比短端幅度更大.6月下旬以来,3个月Shibor累计下行了138BP,隔夜Shibor则下行了80BP,两者利差收窄58BP。

分析人士称,一般认为,货币市场利率超短端主要反映流动性现状,中长端除了反映现状,也隐含市场对未来流动性的预期.换句话说,货币市场利率的期限利差,反映的是市场流动性预期,即流动性溢价.6月下旬以来,3个月–隔夜Shibor利差大幅收窄,流动性溢价下降,表明市场流动性预期趋于乐观。(王姣)

1004.76亿元。

2017年以来,境外投资者在债券市场大肆买买的“豪气”让人刮目相看.统计显示,自2017年3月以来,境外机构在中债登的债券托管量已连续17个月增加.进一步统计显示,2017年末,境外机构的托管量为9741.45亿元,全年增加1952.96亿元;今年前7个月,已增加3799.32亿元,这一持仓增加额不仅高于2017年全年数字,也超过了同期的保险、券商、资管产品等等,在全部机构投资者中,仅次于全国性商业银行,是今年以来的第二大增持机构。

中债登的数据显示,今年7月份境外机构的债券托管量,较上年同期增加60.92%,较上年末增加了39%。

需指出的是,上述统计均以中债登统计数据为基础,统计范围为在中债登托管的相关债券,不含在上海清算所托管的债券以及直接在中证登托管的公司债等.目前,上清所尚未公布7月份托管数据,但6

月份数据显示,境外机构托管在上清所的债券总额为2499.1亿元.截至今年6月末,境外机构在中债登和上清所托管的债券总额约为15457.66亿元。

### 大趋势不会变

中债登数据显示,6月份境外机构增持人民币债券870.85亿元,增持量创下今年以来的新高.相比之下,尽管7月末境外机构在继续增持,但增持量已有所减少.在连续17个月增持之后,未来境外投资者的投资热情还能否维持?这个话题备受关注。

境外投资者很关注人民币未来的利率和汇率走向.平安证券报告指出,境外投资者在投资我国债券市场时,主要目的是追求收益,即考虑中外利差的相对收益和汇兑损益之后的综合回报.理论上讲,当我国债券与其他国家债券利差扩大,且人民币升值时,我国债券对境外投资者更具吸引力。

# 短期流动性充裕 资金利率创阶段新低

□本报记者 马爽

8月6日,央行公开市场操作继续暂停,市场资金面延续宽松,货币市场利率继续走低.市场分析称,目前流动性极为充裕,且存量央行逆回购降至零,在本月税期高峰来临前,资金面难改宽松局面,公开市场操作继续停摆是大概率事件。

### 流动性极为充裕

6日,央行公开市场操作继续暂停.央行交易公告称,目前银行体系流动性总量处于较高水平,可吸收金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响,故不开展公开市场操作。

自7月20日起,央行便暂停了常规逆回购交易,而在23日开展5020亿元MLF操作之后,公开市场操作持续停摆.基于央行流动性调控已转向“保持流动性合理充裕”,近期央行暂停流动性投放,原因只可能有一个——短期流动性已足够充裕。

不少市场人士反映,当前流动性极为充裕,市场上资金供给非常充足,融入资金的需求容易得到满足;资金供过于求形势下,市场利率持续走低,回购一二级市场利率甚至出现倒挂。

7月税期过后,货币市场利率出现了新一轮下行.银行间市场,存款类机构隔夜回购利率DR001从接近2.6%的位置降至1.8%附近,代表性的7天期回购利率DR007也从2.7%一线跌至2.4%以下,均跌破7月初低点,再创阶段新低。

值得一提的是,近期7天期回购利率跌破2.4%,再度与2.55%的央行7天期逆回购利率形成倒挂.事实上,目前1个月(含)以内各期限回购利率均已跌至2.4%以内,14天、28天期回购利率也大幅低于同期限央行逆回购利率.这在2016年以来是非常罕见的情况,表明当前流动性极为充裕、市场预期非常乐观。

中金公司固收分析师称,如果仅仅对比货币市场利率,目前的利率水平已回到2016年四季度货币政策收紧前的水平,甚至局部的利率要比那个时候还低。

### 本周不大可能开展操作

金融机构超储率通常用来衡量银行体系流动性充裕程度.据央行人士透露,6月末金融机构超储准备金率为1.74%,较3月末提升0.44个百分点.一些研究人士称,考虑到7月份央行实施定向降准、开展MLF操作释放出较多流

率,随后的定向降准和相关部门表态更确认了货币政策转向结构性宽松,中美利差不断收窄的压力加大。

“目前来看,外汇风险准备金回归标志着汇率政策开始转向,但基本面和货币政策决定了人民币短期仍有贬值压力。”申万宏源证券宏观团队表示。

谢亚轩团队也指出,未来人民币汇率走势的一个主要不确定性在于美元指数走势,美元的走强与全球资本流向同样存在一定相互反馈关系,美元指数目前在95上下震荡,后续走势仍需继续关注。

8月6日盘中,受美元指数反弹至95.3附近影响,在、离岸人民币兑美元汇率均走出冲高回落走势,在岸人民币兑美元16:30收盘报6.8420,涨幅收窄至200点;离岸人民币兑美元即期汇率北京时间16:30则跌至6.8585,盘中跌幅约110基点.恰如业内人士所言,此次央行动用外汇风险准备金工具的信号意义更为明显,旨在向市场传导人民币汇率兑美元的单边贬值或告一段落,将回到“双向波动”的格局当中.从长期来看,人民币汇率的走势仍取决于中国经济基本面以及货币政策的走向。

### 中信证券:或出台更强力政策

三元悖论是一个动态过程,不同阶段放松不同条件.如果人民币进一步贬值,可能会推出更大力度、更加有效的政策,比如逆周期因子、资本管制收紧等.从目前来看,牺牲资本的自由流动是相比于牺牲货币政策独立阻力更小的政策选择,稳定汇率目前阶段仍然将停留在外汇市场,货币政策让步的概率不大,货币政策放松已经接近极限,在稳汇率的关键时点,降息之类的政策近期仍难以出现。(王姣 整理)

### 中信证券:或出台更强力政策

三元悖论是一个动态过程,不同阶段放松不同条件.如果人民币进一步贬值,可能会推出更大力度、更加有效的政策,比如逆周期因子、资本管制收紧等.从目前来看,牺牲资本的自由流动是相比于牺牲货币政策独立阻力更小的政策选择,稳定汇率目前阶段仍然将停留在外汇市场,货币政策让步的概率不大,货币政策放松已经接近极限,在稳汇率的关键时点,降息之类的政策近期仍难以出现。(王姣 整理)

然而,目前的情况是,人民币债券对外利差在收窄,同时人民币在贬值.目前10年期中、美国债利差约为50BP,处在过去7年来的低位.特别是,境外投资者偏好短期债券,但目前中、美1年期国债利差已不到30BP,且随着美联储持续加息,利差未来可能继续收窄,甚至出现倒挂.同时,4月以来,人民币对美元出现新一轮贬值,并且从对美元双边汇率贬值逐渐演变为对一篮子货币的贬值。

利差和汇率变化,使得人民币债券对外的吸引力相比今年初已有所下降.未来境外投资者如果继续调整投资节奏和力度并不奇怪.但不少业内人士认为,外资流入我国债市的大趋势不会因为人民币利率和汇率的短期波动而发生大的变化.从较长时间来看,对外开放的政策红利将继续释放,人民币资产仍为境外投资者提供了美元资产之外的一项有益补充,同时人民币在快速贬值之后,继续贬值空间或许已有限。

## 流动性,即便7月份财政存款有所增加,回收部分流动性,预计超储率仍有所提升,目前可能接近或超过2%,处于一年多来的高位水平。

中金公司研报称,考虑到7月份财政存款一般是季节性上升,近期流动性如此之宽松,估计跟财政支出在7月加快,导致财政存款的上升量低于季节性也有关.此外,央行可能也加大了PSL和再贷款的投放力度。

另外,每月上旬,流动性面临的扰动因素也比较少.税期、监管考核等影响一般要到下半月才会有所显现。鉴于二级市场利率低于央行操作利率,市场对央行供给流动性的需求降低,预计央行公开市场操作将继续暂停。

值得一提的是,在上周共500亿元央行逆回购到期之后,存量的央行逆回购规模已降至零,流动性面临的自然回笼压力进一步降低.统计显示,本周三(8月8日)有1200亿元国库现金定存到期,此外,无任何央行流动性工具到期;8月份余下时间,只有1笔MLF到期,规模3365亿元,时间在8月15日.鉴于此,本周公开市场操作继续暂停没有太大悬念.下周有MLF到期,并将迎来本月税期高峰,央行或重启公开市场操作。