■ 责编:张勤峰 电话:010-63070276 E-mail:zbs@zzb.com.cn

# 人民币企稳了却市场一大"心事"

□本报记者 王姣

近一个月,汇率波动成为资本市场关 注的焦点:8月中上旬,人民币加速贬值背 景下,资本市场出现"股债汇三杀";8月 下旬以来,人民币汇率稳中趋升,国内股 债市场也双双企稳。

机构分析称,随着人民币汇率企稳反 弹,市场风险偏好逐渐修复。往后看,在逆 周期调控政策全面回归的背景下,人民币 汇率大概率持稳运行,国内金融资产无论 股票还是债券,都将从稳定的汇率中获 益,预计股票资产获益程度更强。

### 汇率波动影响情绪

2018年以来, 汇率市场波动加剧, 随 着美元重回强势周期,人民币兑美元汇 率再现贬值,对大类资产走势产生较大

以近一个月的走势为例,8月中上旬, 因美元指数强势突破96,人民币兑美元汇 率快速下跌,在、离岸即期价一度双双跌 破6.90关口。

随着市场对人民币贬值的担忧情绪 升温,金融市场风险偏好快速下滑,股债 市场双双受到冲击:8月1日至20日,上证 综指从2880点急跌至2720点附近;债市 市场也加速调整,截至8月17日,中债10年 期国债收益率回升至3.65%,较8月6日的 346% 大幅上行19BP.

今年以来市场频繁出现"股债双杀" 行情,汇率确实"脱不了干系"。其背后的 逻辑在于,随着人民币汇率陆续跌破重要 关口,市场担忧资本外流压力加大,若汇 率贬值和资本流出互相作用,金融市场波 动加剧将难以避免;进一步看,为防止资 本外流,货币政策也可能受到掣肘,进而 影响到经济基本面。

针对8月中上旬的股债双杀,国泰君 安固收首席分析师覃汉称,"从宽货币到 宽财政,7月份更多的实锤性政策陆续出 台,股市情绪一度得到提振,却被汇率风 波所打断。国内市场的股债双杀更多是受 情绪所驱动。'

而随着人民币汇率企稳反弹,8月中 旬以来股债市场也双双回到稳定的运行 格局。截至9月6日收盘,人民币兑美元汇 率持稳于6.83附近,较此前触及的年内低 点6.9350反弹近千点;这一时期,债券市 场震荡走强,10年期国债利率一度回落 7BP至3.58%,目前徘徊于3.61%附近;上 证综指先升后降,主要围绕2670-2780区 间震荡,9月6日最新收报2691.59点。市场 风险偏好正逐步修复。

### 人民币大概率持稳

往后看,汇率波动无疑将继续影响大 类资产价格。

业内人士表示,虽然目前尚未发生严

中间价:美元克人民币 6.90 5.30 5.60 6.50 5.30 6.20

重的资本流出,外汇占款和银行代客结售 汇数据均保持正面,但央行在8月份加强 预期管理,依次推出远期售汇外汇风险准 备金、暂不执行上海自贸区分账核算单元 三个净流出公式(限制人民币资金流入离 岸市场)、重启逆周期因子三项措施,既提 高境外做空人民币的成本,也引导境内市 场趋向理性,是非常必要的,人民币即期 价格自6.9的低位回升至6.83,说明调控效 果也是显著的。

往后看,尽管美联储加息、贸易形势 变化等因素影响下,人民币仍存在一定的 贬值压力,但机构认为,随着逆周期调控 政策全面回归,且不排除央行直接动用外 汇储备干预汇率的可能,人民币汇率大概

"逆周期因子重启后,汇率悲观预期 已大幅好转。"申万宏源证券固收首席分 析师孟祥娟表示,一方面,预计贸易形势 将持续扰动美国的汇率和利率走势,而美 国国内"紧货币+宽财政"的政策将推升 利率水平,或对投资和消费形成挤出,下 半年美债收益率走高、美元指数走强的空 间均较为有限。另一方面,我国国际收支 结构稳定,资本项下资金维持净流入,人 民币汇率有条件在合理均衡水平上保持 基本稳定;同时逆周期因子重启后,有助 干汇率预期修复。

招商证券谢亚轩团队指出,近期在人 民币汇率趋于稳定的情况下,中国外汇市 场交易量有所扩大,交易量指数讲一步明 显抬升,对于下半年我国的外汇供需情况 不必过于悲观。此外,招商外汇供求强弱 指标进一步反弹至正值, 从外部环境来 看,亚洲新兴市场资金流动形势也维持此 前的边际改善状态。目前来看,新兴经济 体危机并未出现蔓延,较好的外部环境有 利于人民币汇率保持相对稳定。

### 大类资产均将获益

对国内资本市场而言,随着人民币 汇率趋于企稳,市场风险偏好逐步修复,

无论股票还是债券,都正从稳定的汇率

一个值得注意的细节是,虽然年内人 民币汇率出现贬值,但市场汇率预期总体 保持稳定,境外资金流入我国资本市场迹 象明显。

股市方面,随着近期人民币汇率企稳 反弹,外资流入A股的步伐也保持稳健。 "A股筑底叠加9月入摩比例提高,外资加 仓势头不减,8月净流入354.53亿元,较上 月增加69.77亿元。"招商证券指出,8月以 来,A股市场震荡下调,但北上资金仅在8 月第2周小幅净流出,其余各周均大幅净 流入,流入规模均超100亿元。

今年以来,尽管A股市场表现不尽如 人意,外资逆势增持的势头却较为强劲, 显示市场对中国经济基本面和人民币汇 率的信心仍较足。公开数据显示,截至9月 5日,境外资金通过沪股通北上净买入 1277.77亿元,通过深股通北上净买入

#### ■观点链接

### 方正证券: 汇率企稳有助提升风险偏好

新兴市场汇率近期压力明显加大,包 括阿根廷、土耳其、南非等国家汇率压力 明显,中国从5月份之后人民币汇率也是 持续贬值,尽管中间有一些应对政策出 台,包括外汇风险准备提高、重启逆周期 因子等。汇率因素主要反映经济水平的对 比,美国经济处于繁荣阶段,而中国经济 处于增速回落阶段,美元在9月和12月份 还有2次加息,人民币汇率走稳有助于提 升市场风险偏好。

### 兴业研究: 美元上行有顶

从逆周期调控政策来看,美元兑人民币 持续背离 美元锚",三大人民币指数跌至 2017年震荡区间底部,在此背景下,逆周期调 控政策全面回归,传达了强烈的改善市场预

948.48亿元,合计净买入2226.25亿元。

都将从稳定的汇率中获益,权益获益程度

更强。"东北证券固收首席分析师李勇表

示,近期股票市场的下跌部分是因为人民

币走弱影响,市场风险偏好走低则利好了

债市走强。随着人民币汇率企稳反弹,有

利于权益市场信心恢复,短期来说不利于

债券市场。但从长期来看,债市走势更多

汇已进入第二轮调整阶段,相比于前期的

贸易摩擦引发的问题,此次更倾向于基本

面弱势的发酵,伴随美联储9月加息落定、

美国进入中期选举关键期,短期新兴市场

的发酵将告一段落。同样的,伴随监管层

收缩了离岸人民币的流动性、重启逆周期

增持人民币债券。中央国债登记结算有限

责任公司最新发布数据显示,截至2018年

8月末,境外机构在该公司的债券托管量

达14120.84亿元,在继续刷新历史纪录的

汇率比其他新兴市场货币更为稳定,加上

通过掉期存在套利空间,这些都将支撑境

外机构依然有动力继续增加人民币债券

明明认为,美国本轮加息周期进入尾

声,有助于缓解人民币汇率和中美利差

带来的压力,为国内的货币政策宽松打

开空间。因此在国内需求不足、货币宽

松不变的背景下,10年期国债收益率存

在下行动力,将回到预测区间下限3.4%

往后看,中信证券固收首席分析师

"在免税政策的驱动下,加上人民币

同时,环比上月末增加580.07亿元。

配置。"中金公司表示。

左右的水平。

债市方面,境外机构已连续第18个月

调节因子,人民币汇率压力暂告一段落。

国泰君安策略团队表示,新兴市场外

贴近于经济基本面。

"国内金融资产无论权益还是债券,

### 长江证券: 货币政策受到干扰有限

期的信号。在国内基本面未发生显著变化之

时,美元兑人民币整体呈现上有顶的行情。

前期,人民币汇率贬值较快、中美利 差处于历史低位, 汇率变化对国内货币 环境的影响成为大家关注点之一。美国 联邦基金利率期货隐含的9月加息概率 已接近100%, 进一步加大了市场对国内 货币环境的担忧。尽管前期人民币持续 贬值,汇率预期相对平稳;汇率快速贬值 后,央行先后上调外汇风险准备金率和 重启逆周期因子,汇率预期仍相对稳定。 在汇率预期相对稳定、跨境资本流动平 稳, 国内货币环境受海外因素的干扰或 相对有限, 国内货币政策实施或主要考 虑自身因素。(王姣 整理)

# 资本金约束显现 商业银行发债"补血"

□本报记者 张勤峰

商业银行尤其是大型商业银行正掀

起新一轮补充资本的热潮。 9月6日,中信银行公告称,拟于9月11

日发行300亿元的"2018年第一期中信银 行股份有限公司二级资本债券"。短短一 周,发行的或披露发行文件的商业银行二 级资本债就超过了900亿元,而4家发行人 中有3家是全国性商业银行。

分析人士表示,在表外资产回表和政 策引导宽信用的背景下,商业银行面临的 资本约束愈发明显,寻求外部融资需求迫 切, 而债券融资的市场影响相对较小,受 到银行青睐,年内二级资本债潜在供给可 能还有不少。

### "重量级选手"接连现身

中信银行2018年第一期二级资本债, 计划发行规模300亿元,为10年期固息债 券,在第5年末附有条件的发行人赎回权, 附有次级条款和减记条款。本期债券将通

过簿记管理人簿记建档集中配售方式在 全国银行间债券市场公开发行。时间安排 方面,本期债券簿记建档日为9月11日,发 行日期为9月11日至13日,缴款日、起息日 为9月13日。

以最新数据来看,本期债券将是9月 以来发行的第4只商业银行二级资本债。9 月3日、4日、5日,中国银行、营口银行和浦 发银行先后发行了1只二级资本债,规模 分别为400亿元、4亿元和200亿元,发行 总额达到604亿元。若加上中信银行本期 债券,则9月前两周商业银行二级资本债 发行额至少将达到904亿元,这几乎相当 于今年上半年的发行总额。

统计显示, 今年上半年共发行商业银 行二级资本债28只,总额928.2亿元;今年 前8个月发行数量为33只,总额1000.2亿 元。前期虽然发行数量不算少,但由于缺少 "重量级" 发行人,单只发行规模普遍不 大,使得发行总额相对有限。今年前8个月 单只发行额最大的是农业银行4月25日发 行的二级资本债,规模400亿元。农业银行

也是今年前8个月中唯一的发行二级资本 债的全国性商业银行。9月以来,4家发行人 中则有3家是全国性商业银行,单只发行体 量的上升,使得发行总额出现了较快增长。

### "补血"的动力较强

商业银行发行二级资本债的意愿高 低,侧面反映了其面临的资本金约束的大 小。光大证券报告指出,资本金压力、缺乏 低风险的项目、缺乏稳定的负债是制约商 业银行投放信贷的三个主要矛盾,这三个 矛盾的重要程度一直处于动态转化的进 程中。今年初至4月,缺乏稳定负债的矛盾 较为突出,但随着央行多次降准该项矛盾 得到了一定缓解。4月末至7月中旬,制约 银行表内投放的主要矛盾是缺少低风险 资产。今后随着信贷投放加快,资本金的 约束将变得更明显。

光大证券报告指出,《商业银行资本 管理办法(试行)》对于资本充足率、一级 资本充足率、核心一级资本充足率的监管 要求,在每个年末都会增加0.4%,直至

2018年末。当前商业银行的资本充足率与 监管最低值之间的安全垫正在缩小且处 于较低水平。

在表外资产回表和政策引导宽信用 的背景下,商业银行面临的资本约束将愈 发明显。与此同时,在经济调整过程中,银 行资产质量有所下滑。为应对业务发展需 求,以及出于提高抗风险能力的考量,各 家银行对补充资本金也有着内生需求, "补血"的动力较强。

据了解,目前国内银行补充资本金的 渠道相对有限,主要有留存收益、增资扩 股、发行二级资本工具、发行优先股等方 式。业内人士表示,在银行业利润增速放 缓的现状下,单靠内部留存收益难以满足 业务发展需要,外部融资需求依然迫切, 而债券融资的市场影响相对较小,因此受 到银行青睐。

值得一提的是, 当前商业银行发行二 级资本债也受到政策鼓励。央行资管新规细 则明确提出,支持有非标准化债权类资产回 表需求的银行发行二级资本债补充资本。

# 资金利率普涨 本月最宽松时候已过

□本报记者 马爽

9月6日, 央行未开展公开市场操作, 但货币市场利率出现反弹,最有代表性的 7天期回购利率上涨逾20BP。央行对流动 性总量水平的描述也从"较高水平"调整 为"合理充裕水平"。分析人士称,本月流 动性最宽松的阶段正过去。

### 资金市场利率普遍反弹

6日,央行没有开展公开市场操作。当 日没有央行流动性工具到期。央行公告称, 目前银行体系流动性总量处于合理充裕水 平,不开展公开市场操作。货币市场利率则 一改前几日下行势头,多数出现反弹。

6日银行间市场上,质押式回购核心 交易品种——隔夜回购DR001开盘报 2.55%, 上一日加权平均价为2.15%;7天

期回购DR007开盘报2.65%,前加权平均 价为2.39%。6日开盘后,DR001和DR007 主要在开盘价附近波动,截至收盘,加权 平均价分别报2.49%、2.60%,分别较前加 权价上涨34BP、21BP。7天回购利率经过 单日较大幅度反弹,一举扭转与央行7天 期逆回购操作利率的"倒挂"局面。14天 及以上回购利率也以上行居多,但整体波 动幅度不大。

交易员称,昨日资金面较前一日收 紧,早盘开始质押利率债的隔夜资金均在 加权融出,减点融出极少,押信用的隔夜 资金均在加点融出,大行隔夜需求明显高 于上一日,午后隔夜、7天融出减少,需求 增多,接近收盘资金需求慢慢得到满足。

### 流动性有所收敛

值得注意的是,昨日央行对流动性的

描述是"处于合理充裕水平"。此前多日, 央行在提及银行体系流动性总量时用的 都是"较高水平"。这一措辞变化,也说明 短期流动性已经有所收敛。

自8月底以来,央行一直没有开展公 开市场操作,同期也没有央行逆回购等 到期。流动性是如何收敛的?分析人士认 为,推动流动性自然收敛的主要是政府 债券发行缴款、法定存款准备金补缴等 因素。

据Wind数据,8月最后一周至今,国 债和地方债的缴款总量超过了4000亿 元。虽然8月底财政支出形成了一定量的 流动性投放,但预计已经逐渐为政府债 缴款所吸收。另外,9月5日是本月上旬例 行的缴准日。考虑到月末存款一般会有 所增长,下旬的缴款日金融机构通常需 要补缴一定量的法定准备金,也会吸收

9月6日有1765亿元MLF到期,这是 本月唯一一笔到期MLF。考虑到流动性已 较周初极充裕的水平有所收敛,央行对到 期MLF进行滚动操作的是大概率事件,但 操作量仍值得关注。

一些市场人士认为, 央行可能采取 类似8月份的做法,分两次开展MLF操 作。6日的MLF操作量可能不会太大,毕 竟目前流动性仍较为充裕, 而到了下半 月,随着税期、季末监管考核等因素影响 显现,资金面将面临一定收紧压力,届时 再开展一次MLF操作,既保障了中期流 动性合理供给, 也有助于平抑潜在流动

总的来看,本月流动性最宽松的阶段 正过去,7天回购利率将重回2.55%-2. 75%的区间运行。

### 人民币汇率保持相对稳定

□本报记者 王姣

9月6日,人民币兑美元汇 率小涨74基点,重回6.83附近, 整体延续了近两周的横盘震荡 行情,市场观望情绪较浓。分析 人士指出,当前全球贸易形势不 确定性犹存,美元连续反弹后重 回跌势,后续美元能否继续上行 存疑,预计人民币汇率将保持相

#### 人民币波幅较小

在隔夜美元指数下跌的背 景下,6日,中国外汇交易中心 公布的人民币兑美元中间价报 6.8217元,较上一交易日调升49 个基点, 总体仍徘徊在 6.80-6.83区间。

人民币即期汇率也延续了 近期双向窄幅波动的运行格局。 6日银行间外汇市场上,在岸人 民币兑美元随中间价高开于 6.8230元,开盘后快速走低至 6.8380,下午一度回调至6.84附 近,尾盘出现一波拉升,至16: 30收盘报6.8307元,较上一交易 日上涨74点。

香港市场方面, 离岸人民币 兑美元呈现偏弱震荡走势,一度 触及6.8590元, 逼近6.86关口, 随后展开反弹,直线拉升近200 基点至6.84,截至北京时间9月6 日16:30报6.8392元,小幅上涨 全球汇市方面,美元指数大

跌后延续弱势, 盘中曾下探至 94.9355, 跌幅约0.2%, 后回升 至95上方。至北京时间6日16: 30报95.0811, 微跌0.06%。

市场人士指出,虽然美元指 数回到95关口附近,但当前贸 易形势存在较多不确定性,同时 英国脱欧等仍会干扰美元走向。 最近市场风险情绪变化较快,短 期内汇市观望情绪较浓,无论人 民币还是美元的波动均不大。

中國证券報

### 稳是主基调

市场人士认为,人民币汇率 总体企稳、双向波动态势仍将延 续。从国内角度看,8月经济金 融数据、央行调控政策预计继续 支撑人民币汇率企稳;从国际层 面看,全球贸易形势、英国脱欧 进展、新兴国家金融局势等诸多 因素仍将影响汇市。

从美元的角度看,兴业研究 指出,当前事件冲击引起的美元 短线下行并不足以驱动美元指 数进入趋势性熊市。一方面,美 强欧弱的基本面分化未见明显 反转迹象;另一方面,当前来看 美联储年内第四次加息的概率 较大,而市场对此的预期为 70%,倘若9月27日美联储议息 会议吹风12月加息,市场预期 上行可能短线推升美元。"展望 9月,美元指数多头氛围仍未扭 转。"兴业研究表示。

从国内因素看,银行业人士 认为,在监管机构出台三项维护 汇率稳定的调控政策后,今年人 民币破7的概率有所降低,当然 人民币大幅升值的可能性也较 低,因为贸易不确定性可能会长 时间持续,导致中国经济受到影 响。预计9月份人民币兑美元汇 率的波动区间为6.75-6.95。在 负面消息自我消化和外围环境 改善后,人民币汇率会走向相对

"央行的行为显示了央行 对于近期人民币汇率的态度,即 汇率顺周期波动过大,就要调整 外汇政策。具体点位上看,未来 美元兑人民币应在6.7-6.8甚至 稍微大一点的幅度震荡, '稳' 是主基调。"东北证券分析师李 勇表示。

# 弹性招标再显"身手"

□本报记者 马爽

9月6日,国家开发银行招 标2只金融债,中标收益率与估 值水平相当。值得一提的是,其 中10年期债券采用弹性招标, 触发上弹机制,以100亿元的顶 格规模发行。分析人士指出,弹 性招标机制赋予发行人更大自 主权,未来料得到进一步推广。

## 中标利率与估值相当

国开行此次招标的是该行 今年第六期7年期和第十期10 年期金融债的增发债,均为固息 债, 其中10年期债券采用弹性 招标方式。7年期债券发行量为 不超过40亿元,10年期债券基 本发行量为80亿元,上弹发行 量不超过100亿元,下弹发行量 60亿元。首场招标结束后,发行 人有权向柜台承办银行追加发 行不超过0.5亿元的7年期和不 超过0.5亿元的10年期债券,专 门用于通过商业银行柜台分销。

市场人士透露,此次国开行 7年期增发债中标收益率为 4.2767%,全场倍数2.75;10年 期增发债中标收益率为 4.1826%,全场倍数3.61。此次7 年期债券中标收益率与二级市 场水平相当,10年期品种略低 干二级市场水平,投标倍数也相 对较高。9月5日,7年、10年期国 开债到期收益率分别为 4.2788%,4.2096%。

发行规模方面,由于有效投 标倍数超过了1倍,7年期增发 债实现足额发行,实际发行量应 为40.5亿元。10年期债券也达到 上弹触发条件,应该是按照上弹 发行量发行,实际发行量应为 100.5亿元。

据国开行此前公布的发行

办法,本次增发的第十期10年 期债券,上弹触发倍数为2.5,下 弹触发倍数为1.5。当全场投标 倍数大于或等于2.5时,基本发 行量上调。按上弹发行量发行; 当全场投标倍数小于2.5但大于 或等于1.5时,按基本发行量发 行;当全场投标倍数小于1.5时, 基本发行量下调,按下弹发行量 发行。

### 再试弹性招标

8月23日,国开行在当期招 标的10年期金融债中首次尝试 弹性招标机制。这只10年期金 融债正是6日增发的第十期金

研究机构认为,弹性招标机 制对于政策性金融债而言,更大 的作用在于挑选流动性充裕、市 场需求较好的发行环境,利用上 弹机制阶段性增加发行量。

据悉,弹性招标机制改变了 之前招标过程中发行人被动接 受价格的现状,赋予发行人较大 的自主权。在弹性招标机制下, 发行人可在认购需求较强的牛 市格局下按照事先披露的规则 向上调整发行规模,并在招标利 率不理想的熊市格局下向下调 整发行规模,在一定范围内自主 选择发行利率水平和规模。

机构的研究还表明,弹性招 标机制还有助于熨平一二级价差 波动,提高招标结果的可预测,降 低一级市场利率的波动性。

业内人士表示,目前试点进 展顺利,后续口行债、农发债也 可能逐步引入弹性招标机制。而 在央行宣布试点金融债弹性招 标发行不久,8月14日,财政部 发布通知称,决定实行地方政府 债券弹性招标制度,并发布了相 应业务规程。

### 财政部今日招标100亿贴现国债

财政部6日发布通知,决定 发行2018年记账式贴现(四十 二期)国债。

本期国债期限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,2018年9月7日招标,9月10 日开始计息,招标结束至9月10 日进行分销,9月12日起上市交 易。本期国债于2018年12月10 日(节假日顺延)按面值偿还。 竞争性招标时间为上午10:35 至11:35。

重价格(即混合式)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。中标承销团成员 于2018年9月10日前(含9月 10日),将发行款缴入财政部 指定账户。 5日财政部两债齐发,且单

本次招标将采用修正的多

只发行量达到450亿元,本周国 债发行总额因此将超过1000亿 元。(马爽)