

“欧债”泥足深陷 美元拨云见日

编者按:QE3仍举棋不定,美元却先声夺人,在9月之初上演一轮凌厉升势。寻根溯源,避险诉求是关键推手。化解欧债问题绝非朝夕之事,避险主旋律之下,美元转强的趋势进一步明朗。

治“欧债”绝非朝夕 弱欧元恐成常态

□长江证券策略组

8月底以来,欧元兑美元汇率急跌,欧元区债务问题再度成为外汇市场的主导因素。我们认为,未来欧债问题对欧元的影响程度将主要取决于两方面因素,一是欧债问题本身有多严重,二是当前完整的欧元区还将维系多久。

希腊债务:“躲得过初一,躲不过十五”

当前南欧债务问题的焦点在希腊,那么希腊问题到底有多严重呢?

鉴于希腊提出了新的财政紧缩措施,若不出意外,未来各阶段的援助资金应该能够如期到位。这样的话,两轮援助资金尚有1720亿欧元可以动用。而今年希腊剩余的到期债务规模(仅212.7亿欧元,明年债务本息到期金额为490.53亿欧元,相对于可用的援助额度只是较小的一部分,因此希腊债务问题在短期内尚不会爆发。

但是,从更长的视界来看,结论就会非常悲观。考虑到希腊当前的形势,其赤字率难以回落。根据测算,希腊的债务负担率很难在未来收敛,债务负担率的持续上行意味着中期债务违约具有必然性。

德国:不会轻易允许希腊“出走”

近期,德国联邦财政部长朔伊布勒在国会发表强硬讲话,表示做好了应对希腊退出欧元区准备,并向银行体系实施援助。那么朔伊布勒的说法是否真的意味着德国同意希腊退出欧元区呢?并非如此。

由于德国对出口较为依赖,那么其对于欧元的弱势也就存在着期许。事实上,近来德国出口的增速已经开始下滑,这与前期欧元的高估不无关系。所以,无论是中期还是短期,德国都希望欧元相对弱势,即使不考虑南欧国家的债务稳定问题,由于其国内经济结构性的低迷也能够拉低欧元市值,这对德国是有利的。同时,希腊脱离欧元区恐将重现1997年东南亚国家的窘境,作为债权人的欧元区核心国家自然也难以置身事外。

事实上,德国方面释放的良性信号也是存在的。例如在执政联盟失势的情况下,德国议会仍然通过了有利于EFSF规模扩大的法案。这件事情所反映出的德政府内部的意见一致性,甚至超出预期。我们认为这项决议更能反映出德国方面的真实想法。在欧元区的完整性上,德国可能会继续采取原有态度——不会允许希腊立即脱离欧元区。

欧元:中期因债务问题承压

基于上述判断,我们可以对欧元未来的走势作出一个大致展望。由于当前的援助资金尚可以支持希腊维持债务偿付,此外德国也更倾向于支持一个统一的欧元区。如此,欧元将会持续地受到欧债危机的影响。根据此前的分析,希腊债务中期债务违约的概率非常之大。只要希腊无法从根本上改变国内经济结构,那么在中期希腊债务很可能会继续出现问题,只要新的风险事件发生,欧元都会受到冲击,作为对手币的美元将受益于此。因此,在中期,做空欧元的机会都是一直存在的,反观美元则可能会继续间歇性地走强。

资金利率低位企稳

资金利率在节后首日大幅走低后,14日开始在低位企稳。分析人士表示,由于前期商业银行等各类主流机构为应对准备金新规已做出充分准备,包括本周四(15日)中小银行首次缴款在内的负面因素,短期内已难以对市场资金面带来显著影响。

行情数据显示,14日货币市场隔夜、7天、14天、21天等中期质押式回购加权平均利率分别为2.9702%、3.2965%、3.5640%和14.0744%,基本与前一交易日持平。其中,备受市场关注的隔夜资金利率也未出现明显上行。根据此前央行准备金新规的时间安排,本周四是扩大存款准备金缴款范围以来,中小银行首次补交准备金的日子,市场人士预计本周四将冻结资金约800亿元。不过,从8月份商业银行信贷投放、本周债券市场到期兑付债券总量等角度来看,市场资金面依然相对偏暖。(王辉)

交易所信用债全线调整

14日,在国债指数再创新高的同时,交易所信用产品全线陷入调整,弱势特征明显。

14日市场资金宽裕,交易所国债稳步上行,上证国债指数上涨0.05点或0.04%,收于全天最高点位129.54点,再次刷新历史最高纪录。交易所信用产品则全面转入调整。从指数来看,上证企业债指数下跌0.16点或0.11%,收于144.78点。深市企债指数则下跌0.17点或0.14%,报收于124.37点,再创本轮调整新低。从盘面来看,交易所企债多数均遭遇调整。

公司债方面,沪市公司债指数当日下跌0.15点或0.12%,收报128.75点,盘中最低下探128.72点。另外,沪市分离债市场也转入调整,指数下跌0.08点,跌幅0.06%,收在126.91点。

分析人士表示,短期信用债的不利因素主要有:一是社会资金收紧,企业资金告急,信用债供给旺盛;二是市场对城投债信用风险的持续关注;三是资金面预期较不乐观,信用债流动性较差,限制投资者持券。但从中期角度看,信用债已具备一定配置价值。(张勤峰)

美元转势渐成气候

□招商银行高级分析师 刘东亮

这个9月不太平,投资者嗅到了一丝雷曼危机重演的味道,欧洲债务问题愈演愈烈,希腊摇摇欲坠,欧元区风雨飘摇。在避险的刺激下,美元和美国国债全线大涨,非美货币除日元外大幅下挫。我们认为,由于欧洲债务危机已经逼近临界点,而市场对美国是否推出QE3越来越感到怀疑,再结合美元指数技术上的突破,美元已取得中期反转,未来一段时间将保持强势。

欧洲国家正白白浪费宝贵的时间和金钱,坐视危机逼近临界点。近期希腊国债收益率出现神话般的飙升(1年期国债收益率突破130%),而其5年主权CDS创纪录地升至4800点上方,隐含的违约概率接近100%。

要解决危机,欧洲只有两条路可走,要么建立退出机制,要么建立高度整合的欧洲共和国,但可惜两者目前都不在欧洲领导人的选项之内。欧洲目前选择了阻力最小的中间道路,即实施激进的财政紧缩,但这种逆经济周期的紧缩政策,势必带来经济低迷和税基不足,进一步恶化财政状



况,最终导致债务危机内爆。

如果没有其他意外因素出现的话,我们认为欧洲债务危机将不可避免的出现急剧恶化,且只是时间问题,希腊、意大利以及法国的银行业都可能成为导火索,最终危机将以大规模主权违约,甚至以某些成员国退出欧元区为终点。

一旦欧债危机急剧恶化,势必掀起一场新的金融风暴,其影响甚至可以和2008年的金融危机相比。

首当其冲的是银行间流动性将面

美债依然是储备资产首选

□银河证券首席经济学家 潘向东

在美联储还没有明确表态之前,许多经济学家已经在指责美国可能执行的第三次量化宽松,觉得这是对他的债务持有人不负责任的行为。但这些言论无疑违背了经济学最基本的“经济人”的假设,觉得美国这一全球经济的参与者和领导者应该属于“道德人”。假若从“经济人”的角度来看,美国实施第三轮量化宽松也将属于预料之中,无可厚非。

8月份,美国债务纠缠于如何实现财政赤字的削减,但对提高债务上限并没有分歧。当标普一语道破皇帝的新装之后,全球开始哗然,特别是美国国债的债权国。其实,08年金融危机产生之后,国债持有人遭遇贬值的损失似乎就是铁板钉钉,因为随之而来就是财政扩张和货币扩张。

任何经济体在经济发展遇到困难都会动用财政工具和货币工具对经济进行刺激,因为任由经济倒退很容易造成社会动荡,08年金融危机发生的时候,全球经济体都是这么去应对危机的。由于有的经济体体量相对较小和经济相对活跃,在刺激政策的支持下,经

济迅速恢复。而有的经济体,由于增长动力的缺乏,尽管刺激政策在不断地推出,但经济的复苏却异常艰难。

美国就属于复苏艰难的经济体。尽管赤字规模已经达到了上限,并且还实施了两次量化宽松,但美国的失业率却仍然维持在9%以上。房地产市场也一直处于极度的疲软,不管是成交价格还是房屋开工意愿,都没有明显回升的迹象。

面对经济复苏乏力,很多学者和政治家自然会想到政策刺激。但是药三分毒”,若非遇到黑天鹅事件,对于刺激政策的选用还是需要谨慎,它会带来通胀、主权债的压力和经济增长结构的扭曲,这些都不利于经济的长期发展,就像津巴布韦,多印钞票的结果,并不是经济的增长,而是严重的通胀的和对居民财富的洗劫。

美国在08年实施刺激政策之后,带来的后遗症也开始发酵,债务压力和通胀压力逐渐显现。在美国经济体系中,失业问题是目前最核心的问题。出于“经济人”的假设,预计美联储未来将会实施第三轮量化宽松和提高对通胀的容忍度。由于美元国际货币地位的特殊性,美国实施货币刺

激政策的余地要比其他经济体更优越,多发货币尽管会影响到美国国内物价水平和投资者的利益,但与此同时,全球所有经济体也将为其购买买单。并且适度的温和通胀将有助于美国解决主权债压力,因为适度温和通胀将有助经济体的活跃和名义GDP的上升,无形之中带来通胀税,这将降低财政赤字在GDP中的占比。因此,尽管量化宽松可能遭致多方指责,但这样能有效解决其债务压力,避免其步欧洲的后尘。

在西方主要经济体都有主权债压力的时候,尽管美国通过扩张货币政策会降低其已有国债的收益,但就投资者而言,可以确定的是投资美国国债还是安全的。因此,在预期美国将要实施量化宽松的同时,美国的国债收益率却不断地下移。这说明在全球经济并没完全步入复苏通道之前,作为储备资产而言,美债仍然是首选。

因此,作为美债主要持有经济体,我们现在不是去从“道德人”框架下进行经济分析,觉得美国应该怎么做。而更应从“经济人”假设的角度出发,有效降低外汇储备,提振内需,实现自身经济健康发展。

一级带动二级市场调整的特征

近期市场走势印证了上述观点。例如,7日财政部续发行的3年期国债参考收益率达到3.9099%,高出前一日中债估值约5个基点,引发当日中债收益率大涨9个基点。

对于近期债券一级市场利率水平率先上行的原因,中金公司指出,由于补缴准备金是渐进式的,所以银行类机构不一定急于在二级市场抛售债券来应对流动性,而更有可能是在未来一段时间减少对新增的认购或贷款投放,通过降低资金的运用力度来满足法定准备金补缴的要求。这样,新增的发行利率可能会逐步走高。此外,当前国债发行机制也容易导致发行利率走高。因为每期国债的竞争性招标量较大,使得边际需求对加权中标利率和边际中标利率的影响较大,而在市场需求较弱的时期,配置型机构成为新增招标的主要需求方,其为了推高国债的收益率,通常会在低标位保证足够的基本中标量之后,在高标位放置更多的量博招利率走高。

中金公司表示,未来一段时间,配置型机构对利率产品的认购需求将延续疲弱的特征,一级带动二级调整的局面将持续。

债券的付息日(遇节假日顺延),兑付日为2014年9月27日(遇节假日顺延),债券上市日期为2011年10月8日。本期债券首场招标结束后,发行人有权以数量招标的方式向首场中标的承销团成员追加发行总量不超过50亿元的当期债券。本期债券承费率为0.05%,无兑付手续费。(王辉)

达40%,并创下年内新高。

接下来,危机将向实体经济蔓延,囤积资金“过冬”的心态,不仅使机构间拆借趋于停顿,也会导致企业和消费者难以获得信贷,进而打击全球的贸易和投资,中国的出口很难避免受到订单萎缩的冲击。

在这一局面下,避险可能会成为今后较长一段时期的市场主题,那些具有避险功能的资产,如美元、美国国债以及日元,可能会受益。

美国方面,虽然经济依然低迷,但政策却对美元起到了相对利好的作用。在前几个季度的经济复苏期,美联储并没有像欧洲央行那样急于升息,这导致美元利率没有下降的空间,而欧洲央行则有空间来降息。投资者应注意到,欧洲央行行长特里谢在上周已经突然改变了其口风,称“做好向市场提供流动性”的准备,利率前景显然不利于欧元。

最重要的是,备受市场关注的QE3仍然迷雾重重,虽然有很多投资者预期联储会推出QE3,但在我们看来,这并非是大概率事件,因QE3的一个重要目的就是压低市场利率,而如今10年期美债收益率频频跌至

2%以下,已使得联储无需再进行量化宽松,即可享有低利率环境。同时,美国核心通胀持续攀升,逼近2%的联储上限,也限制了联储进一步投放货币的空间。

已经有越来越多的投资者倾向于与我们一致的观点,这样的话,美元实际上已经去除了最大的一个利空因素。同时,我们更倾向于认为,联储可能会在债券市场上采取非对称操作,即卖出短期国债,买入长期国债,这样即可以避免投放大量货币,又可以进一步压低长端利率,特别是10年期以上的国债利率。而奥巴马在上周推出了一项4470亿美元的就业刺激计划,一旦获得国会通过,将会进一步降低联储推出QE3的可能。

与此同时,美元指数在技术上也获得突破,此前的底部震荡区间已被突破,美指已经构筑了一个大双底或三重底形态,对颈线的突破,使得美指具备进一步挑战80关口甚至更高水平的动能。

外汇市场上持续几个月的无方向震荡局面已经结束,美元的方向逐渐明朗,预计在年底前,除非欧债危机出现意外好转,美元将保持强势。

■ 外汇市场日报

风险资产承压

欧元澳元下跌

□南京银行 蒋献

周三,澳大利亚政府宣布下调通胀率估值,减轻了澳大利亚加息的紧迫性,澳元受到打压而下跌,并引发其他高风险资产承压,欧元等货币跟随澳元一起下跌。

澳元兑美元下跌势头迅猛,在跌破1.0247的重要支撑位后,引发了来自宏观基金的沉重卖压,澳元下跌速度加快,并一度跌至一个月低位1.0210位置,最终澳元兑美元下跌至1.0215位置左右。

澳元的跌势蔓延至股市,并由此产生了避险情绪,令已经疲弱的欧元再度承压。周二纽约时段,意大利发行五年期公债得标利率创出1999年加入欧元区以来的最高,令市场对欧债危机忧虑情绪加剧。虽然受股市反弹以及希腊、法国和德国领导人将于周三举行电话会议的消息提振,欧元兑美元小幅走高,但希腊债务可能违约的担忧仍主导市场

情绪。在澳元下跌后,欧元兑美元下跌0.4%至1.3622位置,回吐了先前因对冲基金空头回补而取得的部分涨幅。而穆迪将法国农业信贷银行和法国兴业银行评级各下调一个级距后,欧元持仓状况稳定。中国总理温家宝关于中国愿意向欧洲国家进行更多投资的言论也未能激励欧元重新反弹。

目前,欧元兑美元支撑位在1.3557和1.3495位置,阻力位在1.3738位置。若突破该阻力位,有可能将上试1.3900附近的关键阻力位,该位置为1.4550至1.3494走势的38.2%费波纳奇回档位。欧元兑美元两周来已从8月29日的1.4548高位下跌约6%,本周一更是触及七个月低点1.3495位置。

市场关注焦点在于稍后公布的一些经济数据,以及即将召开的希腊、法国和德国领导人电话会议,若会议内容无实质性结果,将继续令欧元承压。

央行今日发行20亿3个月央票

央行网站消息,15日(周四)人民银行将发行2011年第七十一期中央银行票据。本期央票期限3个月(91天),发行量20亿元,较上周的40亿元减少20亿元。分析人士表示,本周公开市场依然延续了前期较为温和的基调,考虑到本周二操作规模较大,全周市场或迎来资金净回笼。

本期3月期央票缴款日为2011年9月16日,以贴现方式发行,向全

部公开市场业务一级交易商进行价格招标。市场人士预计,本期3月期央票发行利率将与前一时期持平。

此前,央行周二发行了100亿元一年期央票,并进行了800亿元7天期、300亿元28天期正回购操作。本周公开市场到期资金1390亿元,如果15日央行再进行正回购操作超过170亿元,本周央行将实现单周资金净回笼。(王辉)

利率产品收益率继续下行

当前债市交投热情渐趋浓厚,在资金面宽松的支撑下,买盘入场动力有所增强。周三早盘,财政部招标发行的1年期附息国债,中标利率为3.90%,边际利率为3.95,该券一级半成交最低至3.89%返。

现券市场方面,国债相关期限品种成交收益率有所上行,如剩余期限10个月的11附息国债18成交在3.82%上扬至3.89%,此外,3年期地方债119102少量成交在4.22%附近,7年期11附息国债17多笔成交在3.99%附近,10年期11附息国债19成交在4.03%附近。金融债方面,收益率整体下行,1年期及5年、7年期品种交投较为活跃,如1年附近的09农发13成交在4.50%,下行约6bp,5年期11进出16成交在4.60%附近,7年期11进出15成交在4.65%附近。央票方面,交投集中在2年期品种,整体收益率继续下行。如2年多的10央票37成交在4.16%附近,10央票60成交

在4.17%,下行约5bp。

信用产品方面,收益率维持高位,短融交投集中在新发券种及年内到期品种,如新发11长电CP03成交在6.10%-6.14%,AA+的新发11申通CP0多笔成交在6.80%-6.75%,均折价逾10bp。剩余期限10个月附近的AAA券种成交在5.82%,剩余半年附近的AAA券种成交在5.65%附近,此外,年内到期的AA券种多笔成交在6.20%-6.30%。中票交投维持清淡,5年附近的评级AA+及以上品种需求相对较多,如AA+券种11伊泰MTN1成交在6.75%,AAA券种11潍柴MTN1成交在6.00%,11中煤MTN1成交在5.93%。

总体而言,当前市场资金面维持宽松,债市做多情绪有所增强,短期内呈现震荡下行的态势,但受到季末因素影响,短端品种收益率上行压力较大。(长江证券固定收益总部 斯竹)