

11月人民币对美元贬值0.39%

双向波动特征日趋明显

□本报记者 王辉 上海报道

11月最后一个交易日，在隔夜美元指数小幅下跌的背景下，人民币对美元汇率中间价较前一交易日走高105个基点至6.3482，不过这并未改变当月人民币对美元小幅走贬的格局。分析人士表示，在贸易盈余下滑、中国高层多次强调人民币汇率已到达均衡水平的背景下，未来人民币升值空间或已不大，人民币对美元汇率将更多体现为双向波动特征。

11月对美元贬值0.39%

中国外汇交易中心周三公布，11月30日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价为1美元对人民币6.3482元，至此，人民币对美元汇率中间价11月累计走低249个基点，全月对美元微贬0.39%。截至11月末，人民币今年以来



来对美元仍实现了4.32%的升值，其中下半年以来的升值幅度为1.94%。

数据同时显示，11月以来美元指数在国际外汇市场上出现较大幅度上涨，截至11月29日收盘，美元指数11月以来涨幅达3.40%。分析人士指

出，11月全球主要非美货币对美元均出现大幅下跌，当月人民币对美元汇率出现小幅走弱并不奇怪。不过，人民币内在升值动力显著降低，也是当月人民币对美元贬值的主要原因。

此前观察人士指出，近期中国高

层关于人民币汇率多次表态，市场解读为人民币升值空间已较为有限。本周以来，境外美元对人民币1年期NDF(无本金交割远期)汇价持续在6.40附近交投，显示海外投资者对于人民币再度出现较明显的贬值预期。

汇率弹性有望加强

对于年内以及明年初人民币汇率的走向，新加坡华侨银行外汇分析师谢栋铭表示，中国商务部部长陈德铭预测明年中国出口增幅将大幅度放缓，与此同时，明年中国贸易盈余也不容乐观，这将成为人民币升值放缓的基本面因素。与此同时，上周中国央行数据显示，10月份中国商业银行净售出外汇，这是2000年以来第三次外汇占款出现下滑的状况，而此次情况不容乐观，预计未来几个月新增外汇占款将继续保持在低位。

在此背景下，谢栋铭认为，当前中国央行通过中间价引导人民币汇率走高的动力将会大大减弱，未来几个月人民币升值步伐将显著放缓。另外，欧债危机的演变未来也可能对人民币汇率的走向带来不确定影响。

上海一大行外汇交易员则表示，从目前货币当局的政策意图来看，央行无意继续推动人民币升值。较之此前部分市场人士推算的6.65与6.40两个可能的人民币汇率水平，人民币目前都已经完全“达标”，在此背景下，人民币进一步升破6.30关口的可能性已经不大。

与此同时，结合近期美元持续走强，以及外汇交易中心再次推出澳元、加元两个重要非美币种交易的情况，未来央行有望更多以中间价的弹性引导，更多推动人民币汇率的宽幅双向波动，而这也将成为未来外汇市场关注焦点。

拿什么拯救你，欧元

□世华财讯分析师 关威

老实讲，我对欧元的印象不错。但凡有些欧元情节的人便不会忘记，欧元兑美元自0.82至1.60横跨数年的上涨行情。那时它是汇市的新宠，也一度承载着欧洲政治家挑战美元霸权的梦想。然而2009年末，一场突如其来的希腊主权债务危机改变了一切，也击碎了人们的“欧元梦”。

如今，欧元面临着两大不稳定因素：其一是国际评级机构兴风作浪，频繁下调欧洲国家主权评级，导致区内融资成本急升；其二，欧洲领导人行动迟缓，增添了市场对欧洲能否尽快建立起一整套纾困方案的担忧。

关于第一点，欧元拥护者们倒可不必过度纠结于国际评级机构的行为。从最初的国际评级机构惠誉下调希腊主权信用评级，到上周五标准普尔将比利时的长期主权信用评级由“AA+”下调至“AA”。表面上来看，确实引发了投资者对于欧元的抛售。不过，2011年8月，标普也曾令美国史无前例地失去了“AAA”评级，但美元并未因此大幅贬值。甚至在全球经济二度探底的担忧加剧之时，美元及美元资产反而成为了各国争相增持的对象。根据美国财政部最新公布的数据显示，2011年9月外国投资者对美国国债的需求量创下一年多以来的最高纪录。作为前三大美债持有国，中国、日本、英国均不约而同地增持了美债，其中英国的持有量创下过去一年来的新高。因此，在评级机构下调国家主权评级，与货币贬值之间似乎并不存在必然的关联。

那么，又是怎样的力量将欧洲国家评级遭降与欧元走软紧密相连的呢？答曰：信心。

市场对美元的信心底线在于，美元独揽全球主要储备货币以及大宗商品计价货币的地位。虽然越来越多的人士公开质疑美联储持续释放流动性削弱了美元的价值，甚至美国主权评级下调，已为美元的身份亮出了黄牌，但都未能改变美元上述提到的两大地位。一旦全球经济及金融市场发生剧烈波动，避险资金仍习惯性地选择美元充当避风港，证明市场对美元的信心犹在。

反观欧元却不具备这样的优势。从表面上看，欧债危机似乎是一场“缺钱”的危机。无论希腊等外围国家不断要求资金救助，还是欧洲金融稳定机构(EFSF)执行长不辞辛苦，奔走亚洲寻求投资者，无不证明欧洲人对于资金的渴求。然而，与此同时，各国之前普遍采取的超宽松政策，却刺激着全球大宗商品及黄金价格维持高位。因此，在全球货币泛滥的背景下，与其说欧洲正在陷入“缺钱”的危机，倒不如说是陷入了信心危机。

只是，我却极不愿接受“欧元崩溃论”。它听上去既草率，亦不诚恳，甚至有些幸灾乐祸的意味。譬如有人就曾反驳道，你怎能期待着一个十来岁的少年壮如成人？这句话一度深深地打动着我。这或许也是，自欧债危机爆发以来每每欧元摇摇欲坠之时都能起死回生的玄机所在。只是倘若这个少年先天畸形，就如欧盟及其领导人无力突破蹩脚的欧盟体制的制约，那么就另当别论了。

因此，我认为，当前市场丧失信心最根本的原因是，随着欧债危机的深化，欧洲领导人不断暴露出令人沮丧的表现。从最初的不以为然，到如今的束手无策；从彼时的争执不休，到此时被迫就范。欧洲政客们迟缓、自私、被动、缺乏远见的官僚主义作风，决定了他们推动的拯救欧债危机的计划也总是跟不上变化。而每磨蹭一步，拯救计划的预期收效只会降低，成本却必然增加。在这样恶性循环中，欧债危机不断向欧洲核心国家渗透，伴随的却是投资者对欧洲领导人处置能力的信心丧失。金融市场上的直接反应则是，意大利10年期国债飙升至7%警戒线之上；欧元对美元迭创近六周新低，且逼近10月时的重要低点。

因此，作为汇市投资者可以撇开其它，抓住主要矛盾——本周召开的欧元区财长会议，以及12月初的欧盟领导人峰会。目前，从媒体透露出的消息来看，加强经济和货币联盟，巩固欧元区预算纪律，对欧盟条约进行修改等问题将会成为会议的焦点，这可能一时刺激到市场的兴奋点。然而需要警惕的是，倘若欧盟领导人再次故伎重施，在财长会议上大开“空头支票”，却在随后的欧盟领导人峰会上踌躇不前，无果而终。欧元恐怕难逃短暂反弹之后，重回跌势的命运。

交易所债指全数收跌

周三，交易所债市延续分化表现，代表性指数全数收跌。

具体看，国债市场上，周三上证国债指数收于130.83点，下跌0.05点或0.04%。上交所成交的14只国债5涨6跌3平；其中剩余5年左右的11国债22净价下跌4.90%，跌幅居首，该券全天仅成交了1手。另外，剩余期限0.38年的02国债(3)全天成交5308手，金额5319万元，居成交金额首位。

信用债市场上，上证企业债指数收于146.85点，跌0.11点或0.07%。两市成交的119只企业债中有45只上涨，61只下跌。沪市企业债涨跌参半，深市则普遍调整。活跃个券方面，深市11富阳债下跌0.11%，09华西债下跌0.11%，08铁岭债下跌0.07%。公司债方面，沪公司债指数收于130.44点，跌0.01点或0.01%。两市成交的65只公司债中仅13只上涨，多达39只下跌。居成交金额首位的AA+级11广汇01净价下跌0.05%；此外，前三日稳步走高的分离债市遭遇大幅回调，沪分离债指数收盘报130.10点，跌0.37点或0.28%。

市场人士表示，近期市场对信用风险的担忧有所增加，交易所信用产品表现疲软。不过，随着存款准备金率的下调，无论是资金面的回暖还是政策预期的改善，都可能推动交易所债市迎来一波上涨。(张勤峰)

明年人人民币或触及阶段顶部

□招商银行高级分析师 刘东亮

十一月下旬以来，随着美元在国际市场大幅走强，人民币即期汇率出现少见的调整，其回调幅度几乎创年内之最，中间价也稳中有降，暂别了此前迅猛的升值势头。截至11月30日，人民币较年初升值4.32%，距预期的5%尚有一段距离。短期而言，我们认为人民币升值趋势仍会持续，但进入明年后，人民币是否依然能够延续今年的单边升值势头将存在很大疑问。

展望明年，以下几点因素将对人民币汇率政策带来重大影响，甚至可能构成双向波动的基础条件。

首先，欧债危机是否会在2012年上半年急剧恶化。欧债危机在2011年呈现逐渐恶化的趋势，但最恶劣的局面尚未出现，考虑到债务危机国在2012年上半年将迎来债务到期高峰，因此，明年上半年将是高风险时间窗口，一旦出现意大利违约或希腊退出欧元区的情况，欧债危机将会迅速蔓延成为全球性危机，我们预期届时将会出现流动性紧张并冲击到实体经济。

一旦出现这种情况，中国的出口势必会受到冲击，决策层必定会对此做出反应。实际上，在11月结束的秋季广交会上，欧美订单下降了超过两成，而短单比重高达90%，根据季调后的结果，10月份出口环比已经出现负增长，外汇占款也意外下降，都表明中国出口已经在一定程度上受到欧债危机的影响，而且这一影响会在未来几个月体现的愈来愈明显。

虽然出口已经不再是中国经济

增长的核心动力，压缩顺差和促使经济转型也是政府的既定目标，但如果在短期内出口受到严重冲击，引发就业问题和经济波动，这将是决策层所不能接受的，因此我们预计，一旦欧债危机出现异常恶化的局面，人民币可能会重新软贬至美元，甚至为了避免追随美元被动升值(美元很可能因避险情绪而大涨)而对美元出现阶段性贬值，从而提前进入双向波动。

其次，中国经济是“软着陆”还是“硬着陆”。目前来看，中国经济的放缓程度既处在各方都能接受的范围内，也是政府的既定目标，基本上在沿着“软着陆”的轨迹前进，但“硬着陆”的风险并未排除，特别是对房地产行业的调控和城投债到期高峰来临的压力，都有可能引发经济的超预期回落。

虽然在严厉的调控措施下，中国房价出现了松动迹象，但迄今为止决策层并没有放松调控的任何表示，有理由相信强硬的调控立场将贯穿明年全年。但受到资金压力及房产滞销的影响，开发商拿地及开工增速已明显下降，预计在几个月内就有可能出现负增长，这将直接对地方政府的土地财政构成压力，同时也将对房地产的上下游产业构成巨大压力。

而大量的城投债都是以地方政府的未来财政收入作为担保的，因此一旦土地收入不能跟进，随着第一轮还款高峰期的来临，城投债的风险将会明显上升，银行的呆坏账压力也会上升。如果中央政府不能在还款高峰期来临前，在全国范围内推出有效的

城投债缓和举措，再结合房地产转冷对上下游产业的负面影响，那么中国经济硬着陆的风险将是现实的。

届时，作为应急举措之一，决策层不会允许人民币继续大幅升值，以此来保证外贸行业的就业平稳，并在一定程度上抵消其他经济部门下滑的负面冲击。

再次，中美间的政治博弈可能再度升温。人民币在国际上从来就不是一个单纯的经济问题，夹杂了太多的博弈，而美国对人民币的指责始终是无法忽视的重要因素。我们预期明年来自美国的压力将会加大，一方面是由于明年是美国的大选年，各党派都会将人民币汇率作为竞选的筹码之一，并为目前糟糕的就业形势寻找替罪羊；另一方面，虽然美国经济迄今远好于欧洲，但如果欧债危机持续不断，即使没有出现第一点提到的急剧恶化，也会对美国经济带来负面影响，因此明年美国经济很可能呈现前高后低的走势，经济复苏遇阻将会加大美国对华施压的力度。

在上述多重因素的影响下，我们预期明年人币仍有升值空间，但很难维持今年单边升值的走势，进入双向波动的概率将大幅上升，而对人民币升值速度与空间具有决定性影响的，将是前两个因素，来自美方的政治因素将会构成阶段性干扰。

整体而言，除非世界经济意外强劲复苏(这种可能性看来相当小)，否则，人民币经过汇改以来的六年升值进程，很可能会在明年接近其阶段性的均衡价值，预计6.0-6.1区间将成为明年的天花板。(本文仅代表作者个人观点，与所在机构无关)

11月国债收益率曲线陡峭化下移

中债网数据显示，11月银行间市场国债收益率曲线继续呈现陡峭化下移。

总体来看，11月基本面因素继续利好债市，而资金面则是先多后空。上半月，公开市场净投放、机构对政策放松的乐观预期导致回购利率显著回落，从而推动利率产品收益率普遍下行；下半月，由于公开市场到期量下降以及外汇占款减少，资金利率持续上行，并带动收益率陡端显著回调，而与此同时，经济、通胀延续双降格局仍对

出现反弹，1年品种由11月15日的2.5459%回升了约19个基点，中长端表现则相对坚挺。

中债网数据显示，11月银行间市场国债收益率曲线继续呈现陡峭化下移。

最近，央票方面，收益率维持稳定，买盘较为谨慎，1年期品种表现相对活跃，如11央票88多笔成交在3.51%附近，3年期11央票81则成交在3.56%-3.54%。

随着当日整体资金面的紧张状况有所缓解，信用品种买盘有所增多，短融抛盘有所加重，成交量放，交投集中在半年内及1年内附近高评级品种，剩余期限半年附近的11华侨城CP02有多笔成交在5.05%，剩余期限4个月左右的中南方CP01成交在5.15%附近，超AAA券种11电网MTN2多笔成交在4.94%，11首钢MTN2成交在5.21%附近，10年期11铁道08成交在4.95%附近，尾盘下行至4.90%附近。

近期债市维持盘整局面，主要受到资金面的制约较大，对于投机盘而言，资金成本相对偏高，政策面的真空也对目前的胶着状况起到一定的影响。

当日债市买盘积极，中长期国债及中高评级信用债成为机构配置首选。

随着下调存准的消息尘埃落定，资金面继续宽松，债市短期内将迎来上升行情。

□长江证券 斯竹

周三，国债收益率曲线继续呈现陡峭化下移。

最近，央票方面，收益率维持稳定，买盘较为谨慎，1年期品种表现相对活跃，如11央票88多笔成交在3.51%附近，3年期11央票81则成交在3.56%-3.54%。

随着当日整体资金面的紧张状况有所缓解，信用品种买盘有所增多，短融抛盘有所加重，成交量放，交投集中在半年内及1年内附近高评级品种，剩余期限半年附近的11华侨城CP02有多笔成交在5.05%，剩余期限4个月左右的中南方CP01成交在5.15%附近，超AAA券种11电网MTN2多笔成交在4.94%，11首钢MTN2成交在5.21%附近，10年期11铁道08成交在4.95%附近，尾盘下行至4.90%附近。

近期债市维持盘整局面，主要受到资金面的制约较大，对于投机盘而言，资金成本相对偏高，政策面的真空也对目前的胶着状况起到一定的影响。

当日债市买盘积极，中长期国债及中高评级信用债成为机构配置首选。

随着下调存准的消息尘埃落定，资金面继续宽松，债市短期内将迎来上升行情。

最近，央票方面，收益率维持稳定，买盘较为谨慎，1年期品种表现