

即期汇价持续反超中间价

# 境内外市场同现人民币升值预期

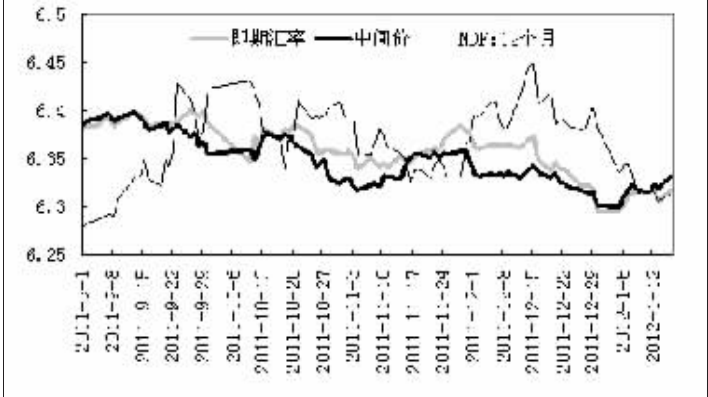
□本报记者 王辉 上海报道

1月16日，美元对人民币汇率中间价报6.3306，人民币汇率一举创出2011年12月20日以来的近一个月低点。不过，在近期中间价持续回调的背景下，当前境内银行间外汇市场与离岸市场上人民币却仍显著走强。分析人士指出，这表明市场对于人民币在未来较长时间内延续升值趋势仍有较强预期，与此同时，未来人民币汇率双向波动特征愈发明显，并将会对资本流动产生较大影响。

即期汇价相对中间价走强

中国外汇交易中心周一公布，2012年1月16日银行间外汇市场美元人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3306元，该中间价较前一交易日的6.3201走高105个基点，人民币汇率再次出现较大幅度的回调。历史数据则进一步显示，16日为人民币汇率

近期美元对人民币汇率中间价、即期汇价、NDF(1Y)报价



自去年12月20日以来首次跌破6.33关口。分析人士表示，上周五美元指数再度大幅上涨0.79%至81.47点，非美货币的普遍走弱以及货币当局有意增强人民币汇率弹性等因素，共同使得本周一人民币汇率中间价再次大幅走软。

不过值得注意的是，在银行间外汇市场即期交易和境外离

岸市场上，人民币汇率却仍旧保持强势。16日美元对人民币即期汇价开盘报6.3183，收盘于6.3165，显示出人民币即期汇价依旧显著强于外汇交易中心给出的汇率指导水平。而在海外无本金交割远期外汇NDF市场上，16日美元对人民币一年期NDF仍成交在6.31附近水平，也继续显示出海外投资者对于人民币仍

保有升值预期。

上海一大行外汇交易员表示，虽然人民币即期汇价曾经历过去年年底的12个跌停，但人民币汇率整体波动依旧在货币当局的掌控之中，市场在与货币当局充分博弈之后，再度接收到人民币汇率继续走强的政策信号，这也是近期境内外市场对于人民币再次酝酿出较明显升值预期的主要市场背景。

外汇占款负增长或明显改善

央行本月14日公布的金融数据显示，2011年12月金融机构外汇占款减少1003.3亿元，为10月份以来连续第三个月减少，且幅度较10月、11月大幅扩大。对此，安信证券高级分析师景晓达表示，随着贸易盈余的下降、人民币快速升值阶段的结束，外汇占款的规模也会经历系统性的下降，这是近几个月外汇占款增速放缓及下降的一个中期背景。

新加坡华侨银行外汇分析师

谢栋铭指出，自2000年以来，中国从来没有出现过外汇占款连续三个月下滑的情况。仅有的两次较大规模下滑出现在2000年12月和2007年12月，但也都只是一次性下滑。这背后的原因可能主要与三个因素有关，包括对中国经济下滑的担忧，欧债危机引发的银行去杠杆化所导致的资本回流，以及人民币离岸市场价格波动所导致的套利交易。谢栋铭就此指出，鉴于人民币汇率2012年的双向波动将会加大，因此，境外资本流入可能会受到影响，从而加剧外汇占款的波动。

不过，也有分析人士表示，近几个月外汇占款出现持续下降，虽然与人民币汇率双向波动加剧有紧密关联，但更大程度上仍然是市场在对人民币升值预期不足的背景下出现的资本外流。伴随着近期境内外市场再次对人民币中期升值预期逐步强化，外汇占款负增长的状况或将出现明显改善。

## 资金面骤紧 债市收益率回升

■ 交易员札记

□潍坊农信 李文强

1月16日(周一)，春节临近，资金再次成为市场引人注目的焦点话题。由于12月份外汇占款下降1003亿元，外汇占款连续第三次下降，且1月份的公开市场操作到期量仅为1260亿元，加之5日、15日的法定存款准备金的缴存，本周首个交易日各期限回购利率均出现大幅度上行。受资金价格影响，债券收益率出现小幅上行，其中短端相对明显。

■ 外汇市场日报

□天利恒丰 丁勇恒

周一亚太市场交易时段，由于市场缺乏指引，各个货币涨跌不一。受标普下调法国等多个国家评级和希腊违约风险增加的影响，欧元兑美元报价继续在17个月低点附近整理，而伊朗地缘政治危机和南苏丹交付原油遭遇不可抗力传言推动原油期货上涨，美元兑加元受影响一路阴跌。由于周一美国市场休市，市场担忧周一晚盘间交投不足，风险厌恶仍主导风险情绪。上周标普调降包括法国在内的欧元区多个国家评级后，市场担心其他评

级机构或倾向于延续标普的脚步继续调降欧洲国家评级，1.2680至1.2422一带或难以阻挡欧元下行脚步，欧元兑美元于1.2692一带支撑线附近展开整理。国际货币基金组织(IMF)第一副主席利普顿16日在香港出席某论坛时表示，IMF计划下调2012年的全球经济增速预期。利普顿称，随着欧元区危机的升级，欧洲经济前景较为黯淡，亚洲也将因此面临挑战；欧洲将陷入市场信心破灭、经济增长停滞及失业率上升的恶性循环；目前形势非常严峻，如果不采取大胆措施，全球经济将面临较高风险。

息率上行3BP至3.49%，剩余期限在2.76年的11央票81收益率由3.32%上行至3.35%。剩余期限为2.76年的11国开57市场双边报价由3.57%/3.62%上行至3.58%/3.63%，剩余期限为6.93年的11农发20收益率上行2BP，成交于3.77%水平，剩余期限为9.61年的11国开48，收益率微幅下行1BP至3.94%水平。

信用债方面，受资金波动影响，真实成交相对稀少。剩余期限为1.06年的10南车MTN1(AAA)，

市场报价由4.52%上行至4.60%水平；剩余期限在2.82年的11五矿MTN2(AAA)，市场双边报价由4.42%/4.52%上行至4.45%/4.52%，剩余期限为4.78年的11平煤化MTN2(AAA)收益率由4.66%上行至4.67%水平。

预计节前资金面难有大的改变，收益率仍然以小幅度上行为主，建议有配置机构且资金充裕的机构可以在本期资金紧张行情后期适当进行配置，获取套利空间。

## 市场缺乏指引 汇市陷入盘整

德国财部长朔伊布勒16日表示，德国为欧洲金融稳定机构(EFSF)担保2110亿欧元，担保金额够用。有分析称，朔伊布勒或是为安抚市场对欧元区一些国家失去AAA评级的情绪，这从侧面暗示政府官员对市场信心的担忧在不断上升。其他方面：地缘政治危机令油价上涨，加元货币受其影响走强。纽约商品交易所2月原油16日亚市盘中一路震荡上涨，受其影响，美元兑加元自1.0252一线附近一路下跌。此前，伊朗驻石油输出国组织欧佩克(OPEC)代表15日表示，如果西方国家对伊朗实施新制裁，可能会导致该国石油出口

下降，但伊朗已警告其他海湾国家不要采取措施弥补由此引发的损失。而英国外交部长威廉·黑格15日表示，很有信心欧盟在1月23日召开的欧盟外长会议上通过对伊朗的石油实施禁运，此外预期欧盟也很有可能将对伊朗的其他领域实施制裁。根据日程表，加拿大央行周二将宣布利率决定，在流行量化宽松政策的时期，加拿大央行决定令美元兑加元能否到达1.0098一带成为悬念。至北京时间周一17:50，美元指数报于盘内低点81.47附近，欧元兑美元交投于1.2673附近，美元兑加元交投于1.0198附近。

## 以巨无霸指数评估汇率并不靠谱

人们巨无霸指数有效性必须依赖购买力平价的确立，而目前为止的大量学术研究都无法证明在历史上购买力平价曾经成立过。但是，严谨的怀疑挡不住巨无霸指数简单直观的魅力，麦当劳巨无霸指数迅速风行。在人民币汇率的均衡水平上，麦当劳巨无霸指数自然也和大量的数量模型一起成为了参考指标，在一般市场人士和坊间讨论人民币汇率时是个十分热门的词汇。在人民币汇率讨论中，人们常常热衷于指出中国的麦当劳的美元价格比起美国的价格低很多，由此不少欧美制定者和市场人士据此振振有词地推算出了人民币汇率被“低估”的程度，其影响力甚至大大超过了数量模型推算的结果。

流行的未必是深刻的

2011年底，根据麦当劳巨无霸的美元价格，中国与美国相比低44%，人们由此很容易不假思索地得出人民币对美元的汇率低估44%的轻率结论。假使这种粗线条的逻辑可以成立，那么不妨用巨无霸指数来鉴定一下其他货币对美元的汇率水平，看看能否得出人们觉得合理的结论。根据2011年年底的麦当劳巨

无霸的美元价格，以美国本土的美元价格为参照物，我们有趣地发现：全球主要非美货币中，只有日元对美元汇率处于“均衡”水平，欧元、瑞士法郎、巴西雷亚尔和澳元等的均衡水平上，麦当劳巨无霸指数并不孤独，泰铢、印尼盾、俄罗斯卢布和南非兰特等新兴经济体货币构成了庞大的“低估”阵营。

即使我们不考虑巨无霸指数有争议的逻辑基础，用其鉴定各国货币水平的结果也在很大程度上削弱了巨无霸指数的有效性：首先，根据巨无霸指数的鉴定结果，全球主要货币中只有日元处于“合理”水平，而其他主要发达经济体货币和新兴经济体货币均大幅偏离其“合理”水平。从巨无霸指数的视角中，居然绝大多数的主要货币的汇率水平都不“合理”，这虽然可以涂抹上“举世皆醉，唯我独醒”的色彩，但是也不得不令人怀疑其判断的合理性。

其次，如果人们将巨无霸指

| 2011年末各国巨无霸美元价格相比于美国价格 |       |       |       |
|------------------------|-------|-------|-------|
|                        | 幅度(%) |       | 幅度(%) |
| 日本                     | 0.25  | 中国    | -44   |
| 欧元区                    | 21    | 泰国    | -42   |
| 瑞士                     | 98    | 印度尼西亚 | -35   |
| 巴西                     | 51    | 俄罗斯卢布 | -34   |
| 澳大利亚                   | 21    | 南非兰特  | -29   |

数据来源:Bloomberg,兴业银行

■ 债市策略汇

利率产品

瑞银证券:维持5-7年组合久期

本周主导市场走势的将是2011年12月及四季度的经济数据。预计经济数据将显示房地产投资活动继续下滑;去年四季度GDP增速或将从三季度的同比增长9.1%放缓至同比增长8.6%。在当前的市场环境下,投资者可继续维持较长的现券投资组合久期(5-7年)。此外,建议在当前的水平暂时退出回购互换曲线增持交易。首先,在春节前资金面可能维持相对紧张的

华泰证券:收益率上下两难

利率债方面，受资金面扰动，上周收益率基本维稳，平均各期限利率债收益率变动幅度仅在1-2个BP左右。目前，10年期国债收益率维持在3.40%，略低于一年期定存利率，而1年期国债收益率仅为2.79%。在我们看来，目前国债收

局面,即使央行通过逆回购向市场注入流动性,可能也难以避免7天回购利率在春节前维持高位甚至继续上行的可能性。这可能将使得互换曲线短端面临上调风险,且使得节日期间进行增持交易可能面临的息差损失扩大。其次,预计一季度的经济数据将显示经济增长进一步放缓。这将导致5年期回购互换曲线增持交易。因此,在此,当前应暂时回避增持交易。

收益率的水平确有透支至少一次降息25个BP的政策效果,但考虑到基本面利好持续存在,短期内收益率再度上行的幅度和可能性都极小,但如果短期内政策面不再出现大幅放宽(降准或者降息)的话,收益率继续下行的空间也将非常有限。

信用产品

招商证券:优选高等级品种

目前AAA与AA+的短融、中票走势与AA及以下品种出现分化,符合我们年度策略中的判断,在实体经济流动性状况明显改善前,经济下滑带来的信用风险意识难以消除,我们依然建议投资

者优选高等级品种。对于交易所票走势与AA及以下品种出现分化,符合我们年度策略中的判断,在实体经济流动性状况明显改善前,经济下滑带来的信用风险意识难以消除,我们依然建议投资

中金公司:低等级债风险继续加大

伴随着银行不良贷款开始进入上升周期,信用分化仍将是今年的主要特征,投资者应以AAA级和AA+级品种配置为主。高等级品种的信用利差尽管仍有下降的空间,但在上半年难以回落至历史中位数以下,因为目前信用债收益率已显著低于贷款基准利率,在没有降息前,企业发债替换贷款的需求

依然很强,潜在供给压力仍较大。应优先配置信用利差安全边际高的期限和评级。建议加大对AA+评级中金评分3-以上的中票以及收益率5-6%的短融的配置力度。AA级及其以下品种违约风险和估值风险仍较高,整体建议低配并在反弹中择机减持其中资质相对较差、有评级下调风险的个券。

可转债

海通证券:中期市场受制于需求端疲弱

上周五标普下调欧洲九国主权评级，今年3月为欧洲边缘危机国的债务到期高峰，而谈判仍处在僵持阶段，外围市场的需求不容乐观。而内需方面，2012年大型基建项目缩水、房地产调控延续、中长期贷款比例减少都制约了投资需

求端，在消费需求端方面，高税收、高房价、缺创新、缺管理的背景下想要提振消费又谈何容易。我们认为转债市场每次过度悲观时便是估值洼地出现之时，但每次填平估值洼地后又是机会结束之日，目前来看不存在整体性的趋势性机会。

东方证券:低风险+高弹性凸显转债价值

短期内在大盘股积累了一定反弹幅度、小盘股整体风险还未释放完毕的情况下，股指可能不需要稳固。但是近期债底提升后转债安全边际仍然较强，这为转债中期表现提供下底支撑。此外，考虑到大盘股目前估值水平仍然较低、业绩增速较快、年内股价应该有进一步的提升空间，低仓位者可谓调整之机买

入。转债挑选思路，优先选择安全边际高且弹性较大的品种。对市场相对谨慎的投资者可优先配置价格具备较强安全性的中行、国投等品种，对市场特别是大盘股走势相对乐观的投资者建议重点关注股性强且正股走势较稳、业绩增长相对明确的工行、国电、石化等转债。(张勤峰 整理)

■ 新债定位 | New Bonds

| 12国开02 |      | 预测中标利率【3.68%,3.83%】 |           |
|--------|------|---------------------|-----------|
| 债券期限   | 7年   | 发行额                 | 200亿元     |
| 付息方式   | 按年付息 | 招标方式                | 单一利率(荷兰式) |
| 缴款日    | 2月1日 | 上市日                 | 2月7日      |

中金公司：春节前资金面偏紧，但本期债券缴款日在春节后，预计12有利于增加机构需求。从上周10年期国开债的招标情况来看，虽然需求并不算强，但也基本稳定，招标利率略低于二级市场水平。预计本期债券招标利率也会接近或略低于二级市场水平。目前7年期国开债收益率约在3.8%—3.85%，预计中标利率在3.77%—3.81%之间。

潍坊农信：基于近期债券市

| 12国开03 |      | 预测中标利差【65bp,71bp】 |           |
|--------|------|-------------------|-----------|
| 债券期限   | 5年   | 发行额               | 100亿元     |
| 付息方式   | 按年付息 | 招标方式              | 单一利差(荷兰式) |
| 缴款日    | 2月2日 | 上市日               | 2月8日      |

国海证券：本期债券为盯R浮息债，手续费影响约2bp。从当前的经济和通胀基本面来看，政策放松的节奏比较缓慢，浮息债的基准利率回落还需时间，浮息债收入显著高于国债息，因此浮息债具有较好的投资价值。预计本期债券中标利率区间为67bp-71bp。

第一创业：按照目前75bp左右的利差水平，5年盯R浮息债的票面利率达到4.25%，明显高于当前

3.65%左右的5年金融国债息，票面优势较为明显，建议积极参与。预计中标利差在65bp-70bp之间。

中金公司：虽然今年货币政策基准利率回落还需时间，浮息债目前已经隐含了2次甚至更多的降息预期，因此即便年内降息，定存浮息债的票息仍可能高于同期限的国债息。预计银行类机构会积极认购本期债券。预计中标利率略低于二级市场水平，在65bp-69bp之间。(张勤峰 整理)