

# 人民币演绎“另类”升值

□招商银行 刘东亮

有关放宽人民币汇率波幅的呼声与猜测由来已久，此前市场普遍认为可能会首先放宽日内波动区间，但是近期人民币中间价的一些新变化，似乎给市场指出了另一条可能的道路。

从3月5日起，人民币中间价波动幅度明显拉宽，对国际市场美元涨跌变得较为敏感，3月12日人民币中间价甚至较前一个交易日下跌超过200点，这种现象是2005年汇改以来十分罕见的。

我们猜测，中间价波动特征突变，很可能是货币当局有意以扩大中间价波幅来代替扩大日间波动区间，从而起到增加人民币汇率弹性的作用。事实上，由于日内上下千分之五的波动区间并未用尽，因此暂无扩大日内波幅限制的必要，相反，以中间价的波动引导即期市场的波动，不失为一种行之有效的办法。

只是目前还很难界定这种变化是央行在试探市场的反应，还是代表着一种趋势性的变化。如果考虑到中国2月贸易逆差超过300亿美元、海外市场不振，以及人民币升值正接近均衡水平的话，这或许代表了一种趋势性的

变化，今后人民币汇率波动性可能会进一步提升。

考虑到国际汇市每日1%左右的波幅很正常，那么今后人民币中间价的每日波动幅度可以达到600点，即使以0.5%来考虑，亦有300点的波幅。

在中间价波幅扩大的同时，结合国内外环境，人民币的单边升值模式也将发生变化。由于目前人民币已逐渐接近均衡点，继续升值的空间不大，与此同时，国际市场环境有利于强势美元出现，且欧债危机等尚未结束，也可能引发国际金融市场阶段性的剧烈震荡，在此环境下，预计人民币会结束单边市，转入阶段性贬值与阶段性升值相交替的震荡市，其阶段性的波幅或将超过上千点，实现真正的涨跌互现。

对于人民币今后的升值空间，我们年初预估的3%可能过于乐观，今后的升值或进入到在剧烈震荡中缓慢爬行的阶段，并间或创出新高。上半年人民币兑美元波幅可能在正负1%之间，如果美元持续走强，人民币阶段性跌幅甚至可能超过1%。

至于这种变化是否会引起发市场的贬值预期，我们认为暂时没有过分担忧的必要。考虑到非经

济因素，人民币贬值有可能带来贸易战或惩罚性关税等风险，这并不符合中国的国家利益。而基于去年年底人民币贬值风潮的经验，相信市场已经意识到中国货币当局对汇率主导权的不可挑战性，不会贸然发动做空人民币的行动。

而中间价波幅的扩大与单边市的结束，无疑将带来人民币即期市场波动性的显著上升，打破此前常常出现的“静水微澜”的状态。并将产生相应影响：一是会增

加人民币即期市场的投机性，波动的扩大不但带来市场活跃度的上升，也会增加银行在代客结售汇及自营操作时的风险，甚至会改变银行在结售汇市场的操作模式；二是可能会加大企业在进行涉汇业务时对汇率价格判断的难度，认准某一方向的模式或许不再行得通，但是，价格的剧烈变化也会刺激企业更多的关注外汇风险，提高风险意识，进而增加对外汇类产品需求，因此第三点影响或许会加速中国外汇市场的发

展，去年推出但交投低迷的外汇期权类产品将迎来转机。

无论如何，人民币中间价波幅扩大这一新变化值得密切关注，如果近期在中间价波幅扩大的条件下，银行间市场和企业结售汇业务都能保持正常运转，那么我们有理由相信央行会择机推出有关汇率形成机制的新政策或新规，以进一步加大对人民币汇率的决定作用以及扩大人民币波动区间。（本文仅代表作者个人观点，与所在机构无关）



加人民币即期市场的投机性，波动的扩大不但带来市场活跃度的上升，也会增加银行在代客结售汇及自营操作时的风险，甚至会改变银行在结售汇市场的操作模式；二是可能会加大企业在进行涉汇业务时对汇率价格判断的难度，认准某一方向的模式或许不再行得通，但是，价格的剧烈变化也会刺激企业更多的关注外汇风险，提高风险意识，进而增加对外汇类产品需求，因此第三点影响或许会加速中国外汇市场的发

展，去年推出但交投低迷的外汇期权类产品将迎来转机。

无论如何，人民币中间价波幅扩大这一新变化值得密切关注，如果近期在中间价波幅扩大的条件下，银行间市场和企业结售汇业务都能保持正常运转，那么我们有理由相信央行会择机推出有关汇率形成机制的新政策或新规，以进一步加大对人民币汇率的决定作用以及扩大人民币波动区间。（本文仅代表作者个人观点，与所在机构无关）

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

美元指数在图中波动于72.0至88.0之间，而中间价则在6.0至7.0之间波动。

## 3月期央票继续暂停发行

□本报记者 王辉 上海报道

尽管有交易员称本周一央行对3月期央票进行了询量，但14日央行并未公布相关发行公告，这意味着本周央票将继续缺席公开市场操作的可能。

数据显示，本周公开市场到期资金为290亿元，在周一央行进行660亿元28天期的正回购操作后，已提前实现至少370亿元的资金净回笼。

## 10年期企业债中标利率4.80%

□本报记者 王辉 上海报道

中国石油天然气集团公司13日招标发行了200亿元10年期无担保固息企业债券，经招标确认，本期企业债中标利率为4.80%，位于指导招标利率区间4.19%–5.19%的中位水平，基本符合市场预期。

本期债券计划发行200亿元，债券自3月15日起开始发行并计息，票面年利率为Shibor基准利率加上基本利差，Shibor基准利率为发行公告日前5个工作日一年期Shibor利率的算术平均数

## 国开行19日招标两期金融债

□本报记者 王辉 上海报道

国家开发银行14日公告，该行将于3月19日招标发行2012年第十二、十三期金融债券。其中，第十二期金融债为3年期浮动利率债券，发行总量不超过260亿元。债券利率基准为中国人民银行规定的1年期定期存款利率，按年付息。第十三期金融债为10年期固定利率债券，发行总量不超过200亿元，按年付息。

国开行第十二期固定息金融债采用单一利差（荷兰式）招标方式，债券承购费为认购债券面值的0.15%，无兑付手续费。债券缴款日为3月22日，起息日为3月22日，上市日为3月28日，兑付日为2022年3月22日。

## 财政部21日续发280亿第四期国债

□本报记者 王辉 上海报道

财政部14日公告，定于3月21日续发行2012年记账式附息（四期）国债。本期国债计划续发行面值总额280亿元，全部进行竞争性招标，不进行甲类成员追加安排、票面利率、交易及托管方式等与2012年记账式附息（四期）国债相同。从2012年2月23日开始计息；票面利率3.51%；按半年付息，利息支付日为每年的2月23日、8月23日（节假日顺延，下同），

## 回购利率低位徘徊

### 短期限品种成交继续放量

在消化周二央行大笔正回购之后，周三资金市场整体表现宽松，利率水平保持稳定。短期回购成交规模继续放大。

当日质押式回购市场上资金供给充裕，隔夜品种全天成交在2.32%位置，与上一交易日利率基本保持一致，全天成交量增加268亿元达到5490亿元，再创纪录。7天回购卖盘较多，全天成交在3.0%位置，成交规模增加121亿元至745亿元。中期品种表现也较为平稳，14天回购全天共成交182亿元，加权利率收报3.06%，长期品种方面，1个月回购利率小

## 交易员札记

### 高低评级延续分化行情

□国泰君安证券 刘硕

近期资金面相对利好债市。周二隔夜和7天回购利率分别为2.32%和3.0%，与前一日基本持平。3月份公开市场资金到期量为上半年最大，加之财政存款释放等因素，预计3月大部分时间资金将维持充裕。

近期利率市场较为平淡，收益率走平，主要原因是基本面没有超预期表现，通胀回落已成为共识，而经济将逐步企稳的预期也减弱了收益率下行的动力。除短端利率产品收益率受资金压力缓解的影响出现下行外，其他各期限品种收益率基本维持不变，如10年期国债收益率长期稳定在3.50–3.55%的区间内，7年

# 底抬高波幅加大 升值趋势未逆转

□南华期货 张静静

3月份以来，人民币对美元中间价已回调超过400点。在美元趋强与通胀压力舒缓的背景下，人民币在渐近均衡汇价过程中双向运行特征渐趋明显。未来这一趋势有望得到延续。不过，人民币升值趋势尚未逆转，预计年内存在3%–4%的升值空间。

## 出口逆差引起汇率回调？

截至3月14日，人民币对美元汇率较去年年底回落0.51%，这不禁让人们联想到刚刚公布的中国2月份进出口数据。数据显示，当月中国对外贸易逆差达到314.9亿美元，因而市场普遍认为近期人民币汇率回调与贸易逆差大幅攀升有关。但换一

## 外汇市场日报

## 美元兑日元触及11个月高位

□南京银行 蒋献

周三亚欧交易时段，继续受美联储货币政策声明影响，美元兑日元触及11个月高位，欧元兑美元则跌至1个月低位，美元进一步扩大周二纽约交易时段的涨幅。

在周二美联储货币政策声明中，美联储对于美国经济增长

的措辞由“温和”转为“稳健”，对于未来失业率走向的措辞由“将逐渐下滑”转变为“将逐渐走低”，这表明美联储认为近期美国经济正在转暖，金融市场紧张情绪得到了缓解。同时，美联储没有对未来可能采取进一步量化宽松政策给出暗示，令市场对QE3的预期降低。

由此便形成了两个反差：其

联储议息余温犹存

## 美元兑日元触及11个月高位

一，美国经济出现好转迹象，而欧元区和日本经济前景相对黯淡，尤其是欧元区经济已有陷入衰退的迹象；其二，美联储对于QE3的态势微妙，而欧洲央行和日本央行在过去的一个月均有放松货币的举动。相比之下，美元的吸引力得到提升，欧元和日元则遭受打压。周三亚欧交易时段，美元兑日元触及日内高点83.50位置，达到

了2011年4月中以来的最高水准；欧元兑美元则一度跌至1.3028的今年2月16日以来最低；美元兑其他货币也大多上涨，美元指数盘中触及80.42的7周年高位。

从技术面角度看，欧元兑美元最近支撑位在1.3054，该位置是1月16日至2月24日涨势的50%的回档位，而下一支撑位是1.2974的2月16日；阻力位则在1.3250的

100日均线位置。

当前市场较关注日本央行的下一步行动，日本央行在周二突然停止采取积极的宽松措施，而近期日本央行采取宽松政策以及日本贸易情况不佳是推动美元兑日元上涨的主要原因。市场同时关注即将公布的欧元区经济数据，以分析欧元区的经济前景。

# 美元反弹之路注定颠簸

等事宜。

促使美联储近期在QE3问题上选择缄默的理由可以归结为三点：美国经济、通胀形势以及全球经济环境（尤指欧债危机）。

首先，美联储在声明中指出，“美国经济持续稳步扩张，且美国劳动力市场总体状况有所改善，失业率出现了明显下滑但总体而言依然处于高位。”这一点也在美国最新出炉的非农就业报告中得到了印证。这意味着美联储将进一步实施QE3的必要性在降低。

其次，美联储还表示，“通胀形势近几个月继续缓和，尽管国际原油及国内汽油价格走高，但较长期通胀预期则保持‘稳定’。”从表面上看，美联储的这一判断为后期推出QE3创造了宽松的环境。但构成上述判断的基础却是，“国际原油及国内汽油价格走高”不可持续，这也是美联储在声明中特别强调的。在中国政府下调2012年经济增长预期、欧洲着力实施财

□世华时代分析师 关威

过去，长辈们经常拿《狼来了》的故事告诫我们，谎话可以骗人一时，但不可骗人一世。然而成人世界远比童话故事复杂得多。就如美联储“只闻楼梯声，不见人下来”的QE3，时不时的便被市场拿来“消遣”一番，也未见众人兴趣索然，乃至熟视无睹，反而乐此不疲。这似乎提醒我们，即便美联储实施QE3的门槛不断提高，市场有关QE3的炒作却不会因此停息，而美元2012年的反弹之路也将注定颠簸。

如果说数月前，市场还在为美联储是否推出QE3争执不下，那么经过了本周美联储议息会后，形势正在逐步明朗。在本次议息会议上，美联储除宣布维持联邦基金利率在0–0.25%的区间不变外，并未就QE3留下只言片语。投资者不应感到意外。就在不久前美联储主席伯南克在国会作证时，同样只字未提美联储将进一步扩大量化宽松政策