

放宽波幅打破“常规”

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，因此暂未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方法。

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的波幅可能在正负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

14日，人民币对美元中间价下调至6.3328，为今年以来最低。人民币即期汇价则以6.3323的年内最低收盘价呼应。应该说，3月份这波近400点的回调，已被视为人民币汇率弹性增强的信号，但同时有关人民币贬值的担忧也卷土重来。在人民币趋近均衡位置的认知下，“双向波动”究竟意味着升值趋势终结，还是升值模式转变？

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，认清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的需求，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。

不论如何，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，以进一步加大市场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）

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

一个角度看，国内贸易逆差导致外汇占款增速下滑，基础货币投放规模减少，反而有助于汇率走强；同时，出现贸易逆差的主要原因在于1-2月主要进口产品价格略有回落，且国内企业开工率偏低。而从2月PMI指标来看，未来一段时期国内对外贸易形势将有所改善，因此，单月出口逆差对人民币汇率的影响应该是非常有限的。

与之相比，美元走强和汇率政策“微调”才是导致近期汇率回调的主要因素。自去年9月起，美元指数逐步走强，但随着市场不断出现关于第三轮量化宽松政策(QE3)的预期，美指曾出现两次大幅调整。最新的会议纪要显示，美联储认为美国经济正处于温和增长当中，且随着原油价

格上涨，通胀风险也在增加，因此，美联储并没有继续释放流动性的暗示。市场仿佛恍然大悟，QE3预期快速消退，美元指数再度走强，同一时间几乎所有非美货币兑美元的走势都出现回调，人民币也不例外。

对于人民银行来说，人民币汇率是抑制输入型通胀的最佳工具之一。据粗略估算，人民币名义有效汇率指数同CPI的相关度约为-68%。第二次汇改以来截至去年年底人民币累计升值7.71%，在此过程中，人民币名义有效汇率提升2.73%，为国内整体通胀水平下行奠定了坚实基础。目前公布的数据显示，2月CPI大幅回落至3.2%，且此期间进口产品价格略有下行，因此，短期内人民币汇率快速升值的

必要性降低。

弹性增强 趋势不改

2011年中国经常性账户占GDP的比重回落至2.8%，小于3%的国际公认标准，因此从国际收支和贸易的角度讲，人民币汇率已经接近均衡水平，但就国内外宏观现状来看，人民币汇率仍存在一定的升值空间。

在众多发达经济体中，美国率先走出危机，其经济增速超出市场预期，这为美元走强奠定了“质”的基础；在经济持续复苏的预期下，美联储即便推出刺激政策也将选择冲销方式，不会向实体经济释放更多流动性，这为美元走强奠定了“量”的基础。总之，美元指数将维持现有强势地位，且年内有望继续攀

升，这将给人民币汇率带来一定的回调压力。

但与此同时，美国经济好转以及欧债危机缓和令投资者风险偏好有所改善，这将成为包括大宗商品在内的风险资产价格回升的动力。加上中东问题对油价的推动，未来一段时期内仍存在输入型通胀高企的隐患。同时，恰逢中国经济由出口导向向内需拉动的转型期，且临近美国大选，这些因素又将共同成为人民币汇率继续上行的催化剂。

综上所述，长期来看人民币汇率已逐步接近均衡水平，且随着全球主要货币特别是美元的波动，其双向运行特征将渐趋增强。但中短期内，汇率上行的动能仍略占上风，预计年内人民币汇率升幅在3%-4%之间。

联储议息余温犹存

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

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周半高位。

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%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

□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，谎言可以骗人一时，但不可骗人一世。然而成人世界远比童话复杂得多。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议后，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

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

政紧缩措施的背景下，全球对能源及大宗商品的需求将不可避免地减少，从而将削弱油价上行动力。但值得注意的是，若国际原油价格维持稳定，甚至走软，美元汇率必须避免长期、大幅贬值的情况出现。而在美联储将国际原油走高视为短期行为后，我们大胆揣测，美联储默认或预期美元的下行周期已经结束。因此，我们认为美元在2012年将会总体走强。

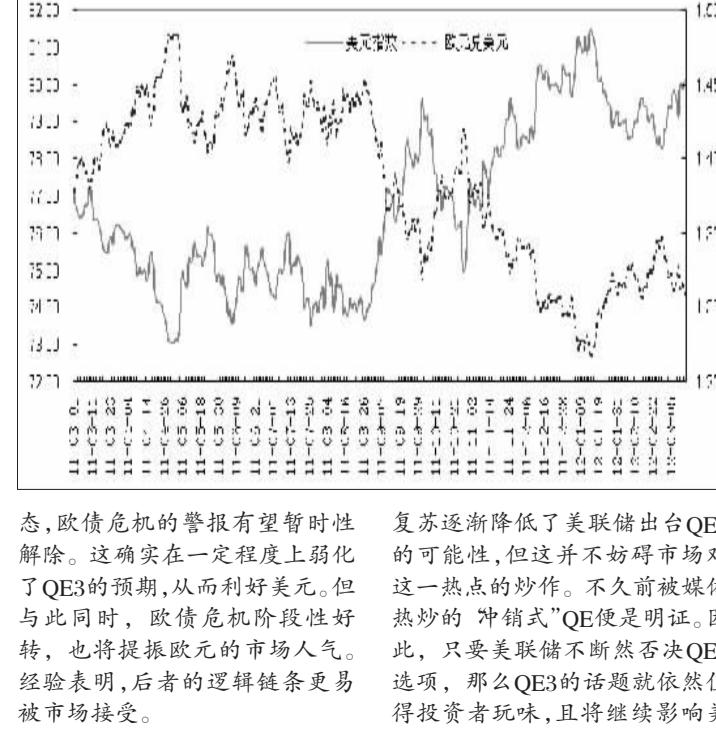
此外，在美元今年整体上涨的预期下，并不排除非美货币出现阶段性反弹的可能性。其反弹动力可能来源于两个方面：

其一，美联储在本次声明中，将1月曾使用的“全球经济市场压力给经济带来下行风险”的措辞，替换为“压力已减轻”。此处变化，不但表达了美联储对本国金融市场的悲观态度有所缓和，同时也是对欧债危机近况的最新评价。随着希腊政府的不断让步，以及欧盟、IMF等“三驾马车”迫切希望解决希腊困局的姿

势，欧债危机的警报有望暂时性解除。这确实在一定程度上弱化了QE3的预期，从而利好美元。但与此同时，欧债危机阶段性好转，也将提振欧元的市场人气。经验表明，后者的逻辑链条更易被市场接受。

其二，尽管美国经济的温和

复苏逐渐降低了美联储出台QE3的可能性，但这并不妨碍市场对这一热点的炒作。不久前被媒体热炒的“冲销式”QE便是明证。因此，只要美联储不断然否决QE3选项，那么QE3的话题就依然值得投资者玩味，且将继续影响美元的走势。



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，从而使得央票停发的时间延长至11周。

14日各主要期限质押式回购利率继续在较低水平运行，显示

出当前资金面依旧较为宽松。分析人士指出，央行维持资金面相对宽松的意图仍在公开市场上得以显现，下周央票仍有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

5.21%。基本利差的区间为-1.02%至-0.02%，对应指导利率区间为4.19%-5.19%。

本期债券主承销商为银河证券、中银证券、国开证券、宏源证券、申银万国和中信证券，银河证券担任牵头主承销商。中国石油天然气集团公司称，本期债券募集资金中160亿元拟用于西气东输二线项目建设，40亿元拟用于补充营运资金需要。经大公国际资信评估有限公司综合评定，中石油集团主体信用级别为AAA级，本期债券信用级别为AAA级。

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。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。

国开行第十二期固息金融债采用单一利率（荷兰式）招标方式，债券承揽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21日，起息日为3月21日，上市日为3月27日，兑付日为2015年3月21日。第一次结息日为2013年3月21日，付息基准为起息日所执行的一年期定期存款利率，以后每年的3月21日为结息日和利率调整日，如遇节假日，则支付日顺延。

国开行第十三期固息金融债采用单一利率（荷兰式）招标方式，债券承揽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。招标方式，债券承揽费为认购债券面值的0.15%，无兑付手续费。债券缴

2022年2月23日偿还本金并支付最后一次利息。

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投标。续发行部分的起息日、兑付安排、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天回购量较多，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%，与前一日相比基本无变化。21天品种成交低迷，全天共成交80亿元，加权利率下跌3bp至3.60%。长期品种方面，1个月回购利率小

涨1bp至4.03%，全天成交87亿元，增加16亿元。2个月回购加权利率收在4.29%位置，上行14bp，成交较前一交易日增加58亿元。另外，4个月和6个月有少量成交。

总体来看，周三质押式回购市场共成交6663亿元，较上一交易日增加约7%。

银行间交易员表示，7天回购利率徘徊在3%的低位，且短期限回购成交放量、成交占比提升，显示短期流动性充裕，且市场预期乐观。由于现金回流且财政存款释放，3月份资金面将维持相对宽松格局。不过，鉴于央行回笼力度加大，且外汇占款存在不确定性，资金价格继续下行动力不足。（张勤峰）

■ 交易员札记

高低评级延续分化行情</h