

欧债危机趋缓VS相对增长优势

# 美元汇率或延续高位震荡

□本报记者 张勤峰

在经历了5月份一个完整自然月的单边“突进”后,6月份以来美元汇率复归震荡格局,美元指数在81点至83点范围内呈现双向波动。站在三季度之初,分析人士指出,随着希腊僵局打破、欧盟救援升级,欧债危机将趋于缓和,前期支撑强势美元的避险情绪或阶段性回落。但与此同时,美国经济仍可保持对欧洲的相对领先优势,封堵美元下行空间,总体看,未来美元汇率或维持高位震荡格局。

## 欧债危机渐歇 避险情绪或阶段性回落

谈及美元走势,欧洲债务危机是绕不过去的核心变量之一。逻辑在于,欧债危机的演绎在很大程度上左右着国际市场的投资风险偏好,而在当前阶段,资金风险偏好变化充当着外汇市场运行的主导因素。进入6月份以来,随着希腊僵局打破、欧盟救援升级,前期居高不下下的市场风险规避情绪开始回落,特别是上周欧盟峰会极大提振了市场信心。市场预期,欧债危机将趋于缓和,避险情绪或出现阶段性回落。

上周闭幕的欧盟峰会成果不



少,除了被广泛预期的1200亿欧元财政刺激计划之外,欧盟领导还拿出了另两项让市场振奋的成果:一是,即将成立的欧洲稳定机制(ESM)可直接向银行系统注资;二是,欧洲金融稳定工具(EFSF)/ESM可直接购买欧元区国家国债来稳定金融市场。有分析认为,此次峰会声明至少透露出五项利好:其一,直接救助银行,不增加被救助国政府负担;其二,援助的附加条件放松;其三,各国银行将统一监管,建立银行业联盟;其四,重申EFSF/

ESM援助贷款不享有优先偿债权;其五,为未来推出欧元区共同债券铺路。

一些机构认为,在希腊“脱欧”警报暂时解除,危机应对措施升级之后,欧债危机将趋于缓和。如申银万国认为,欧央行可能在本周议息会议上释放更多利好,风险偏好的回升短期应该能够延续。中信建投证券则指出,升级后的欧债治理措施将令各国政府甩掉救助银行的包袱,在欧盟银行业联盟和欧央行长期再融资计划的共同保险之下,欧洲银行业的

系统性风险将显著回落,国际避险情绪将有阶段性的回落。

避险情绪阶段回落,意味着前期强势美元的根基松动,美元上涨将面临压力,甚至可能出现预期修正式的下跌。6月以来,美元震荡回调即是反应,而欧盟峰会闭幕当日,美元指数更遭遇近9个月来的最大单日下挫。不过,多数市场人士仍表示,峰会上提出的措施未来将如何实施以及实施进度还存在着不确定性,欧债危机远未到底解决之时,避险情绪只是回落而非消除,美元汇率并不具备大幅下跌的空间。

## 经济弱势复苏 美国维持相对领先可期

美元不至于大幅下跌的另一项原因,在于未来美国经济仍可保持对欧洲的相对领先优势。美欧经济的复苏前景是影响美元汇率的另一项核心因素。而多数市场机构认为,下半年美国经济将至少维持缓慢复苏的趋势,欧洲经济则面临持续衰退的困境。

中信建投证券等认为,在美国就业情况不断改善,消费信贷投放持续增长的背景下,油价大幅回落将使之前被高油价所灼伤的相关消费支出得到修复,进而美国个

人消费支出不断上升的趋势将得到延续,对经济增长的贡献率也将维持在一个相对高位。同时,自去年四季度以来,美国经济中的商业库存处于一种持续加速的态势,目前未见任何减速的迹象。私人消费支出扩张与库存加速回补趋势的延续,决定了下半年美国经济复苏的趋势仍将得以延续。只不过不能对增速的持续加速有过高的期待,弱势复苏可能是美国经济未来几个季度的常态。

相比之下,欧洲的情况更加糟糕。瑞银证券认为,无论是银行体系持续紧张对信贷增长的压制,还是财政紧缩带来的拖累,短期内都难以消散,未来恐怕会持续抑制欧元区经济增长;虽然这些问题将集中体现在边缘国家,但通过贸易渠道,德国也难以独善其身。

分析人士指出,基本面相对优势可对美元汇率构成支撑,但由于复苏进程较为缓慢,且不乏反复,美联储货币政策宽松基调很难出现改变,因此也不具备支持美元大幅上涨的条件。综合欧债危机演绎与美欧经济复苏情况两大核心因素来看,未来一段时间美元向上缺乏动力,向下则存在支撑,总体或延续目前的高位震荡态势。

# 人民币汇率7月首个交易日显著走强

□本报记者 王辉 上海报道

在7月份的首个交易日,人民币对美元、日元等货币汇率显著走高。中国外汇交易中心公布,2012年7月2日银行间外汇市场美元、日元人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3146元,100日元对

人民币7.9190元,分别较前一交易日下跌103和458个基点。

上周五,受欧盟峰会就欧洲一体化路线达成一致、欧债危机取得重大进展的利好消息推动,欧元对美元汇价大幅飙涨,美元指数当日重挫1.39%至81.58点,主要非美货币均出现大幅上涨。

市场人士表示,这一背景下,人民币对美元汇价在本周一出现显著走强也在情理之中。

在2日的即期交易中,美元对人民币即期汇价收报6.3485,较前一交易日收盘时的6.3614下跌129个基点。与中间价相比,人民币即期汇价升幅更为显著。在海外无

本金交割远期外汇(NDF)市场上,美元对人民币1年期远期NDF汇价交投在6.4050至6.41区间,较上周五无明显变化。分析人士表示,短期内人民币汇率仍有望在6.30至6.35一线宽幅振荡,美元指数的走势仍将会对人民币汇率波动产生明显影响。

## ■ 交易员札记

# 资金价格高企 债市收益率上行压力显现

□潍坊农信 王梦桢

7月2日(周一),季末过后,市场资金面紧张有所缓解,但回购利率仍然高居不下。到收盘,隔夜回购利率报3.62%,较上一交易日上行1BP;7天回购利率为4.17%,上行3BP;14天回购利率4.62%,下行7BP;21天回购利率4.58%,下行3BP。

现券市场上,受回购利率高居不下的影响,二级市场收益率整体呈现小幅上行的趋势。利率品种方面,剩余年限为5年的11附息国债25双边在[2.95%,2.93%],较上一交易日双边上行2BP;剩余年限为9.65年的12附息国债04双边在[3.334%,3.326%],较上一交易日基本持平。剩余年限为0.86年的11进出07双边在[2.78%,

2.75%],上行1BP左右;剩余年限为2.81年的12国开19双边在[3.42%,3.38%],上行1BP左右;剩余年限为9.81年的12国开22双边在[4.10%,4.03%],上行2BP左右。剩余年限为1.04年的10央票60成交在2.68%,上行1BP。

信用品种方面,剩余年限为0.96年的08中铝业MTN1(AAA)双边在[3.46%,3.46%],较上一交易日小幅下行1BP;剩余年限为3.05年的10中航技MTN1(AAA)双边在[4.2951%,4.2951%],基本持平;剩余年限为4.91年的12包钢集MTN1双边在[4.6%,4.55%],小幅上行2BP。

季度过后,市场资金面并未出现明显好转,主要原因有:本周公开市场到期量少,仅为370亿元;由于季末存款大幅增加,市场



预期7月5日常规存准金缴款日将是资金面的下一个“考验日”,市场资金面很可能会持续紧张。在内外经济形势并不明朗的情形

下,市场资金面以及回购利率成为影响债市收益率的主要因素。目前形势下,债市收益率上行压力显现。

# 经济积极信号显现 利率债策略转变是重点

□海通证券固定收益高级分析师 姜金香

上周及周末公布了5月工业企业利润和6月PMI数据,总体上仍然呈现利润继续下降,需求继续收缩的图景。但我们发现积极信号已经初步显现,当然,可持续性仍有待于进一步观察。考虑到待经济和通胀上升预期重启之时,利率债将面临利率上行风险,策略转变成为后期需要关注的重点。

## 四个积极信号

其一,PMI下行有季节性诱因,而且本月降幅在历史同期属最低。

6月中国制造业采购经理指数PMI为50.2%,较上月回落0.2个百分点,创7个月来低点。不过历史上6月均呈现季节性下降,今年0.2个百分点的降幅是历史最低水平,2009年特例6月增加0.1),这说明未来经济的下降趋势将变缓。

其二,产成品库存处于历史高位,但增幅放缓,而产成品周转率明显提高。

PMI产成品库存指数6月为52.3,虽然上升了0.1个百分点,也

保持了历史最高库存水平,但从升幅来说已经大幅缩窄,是历史同期产成品升幅最小的年份;说明企业产成品增速已有较好收敛及控制。

工业企业财务指标显示,企业产成品周转率已经上升到28.584月为28.44),这一水平虽然比去年同期的29.77低,但明显好于2010年同期。

其三,单月毛利率开始回升。5月毛利率为14.79%,已经明显高于上月的14.50%。虽然单月毛利不达累计毛利水平从而累计毛利率仍会下降,但起码贡献因素在上升,而拖累因素越来越小。从领先指标企业盈利空间来看,PPI-PPIRM从去年10月开始上升,已经持续了7个月,从历史规律看该指标大约领先工业企业毛利率5个月左右,因此,我们认为随着单月毛利增长的贡献越来越大,乐观估计累计毛利率上升也许就在后续2个月左右接踵而至(不排除中性悲观估算再延后)。

其四,积压订单与库存准备的矛盾已经企稳。

积压订单减产产成品库存代

表的净需求与GDP保持较为一致的走势,且大约领先GDP一个季度。5月积压订单与产成品库存矛盾激化,大幅下降8.6个百分点,而到6月,该缺口仅略微扩大0.4个百分点,有明显企稳迹象。

## 短期资金面仍是重要变量

从短期影响因素看,刚公布的经济数据并没有方向性选择,市场仍在等待下周经济数据的出台,投资者对宏观经济的判断出现分歧。资金面仍是对债市影响较大的变量。

我们对银行资金面进行过预测,按照往年平均的贷款分布状况,按今年全年放贷8.3万亿测算,假设央行还可有两次降准,下半年总量上可投资资金比较充裕,月度分布上6月份资金将相对紧张,7月份将会有所改善(假设降准),此后将呈下降趋势。按照我们一贯的观点,央行应该在资金面更多出手以对经济下降起到较好的缓解作用。然而,上周央行接连出手继续用逆回购替代降准的行为其实是对市场降准逻辑的一个修正,说明央行仍在采取预调微调,其对经济的担忧并不如市场预期那般悲观。

不过,若央行坚持用逆回购代替降准,只是把资金紧张的时间递延到7月中下旬。7月5日银行补缴存准金仍是对资金面的考验,若不降准,则资金紧张的局面将不会有大的改观。

## 未来缩短久期是较好策略

我们从中期观下梳理了利率债的投资思路:在反映完经济和通胀双下行的利好之后,经济将重新缓慢复苏,不过这个周期的最大特点将是:通胀预期影响快于经济复苏,利率上升风险将快于盈利改善。因此,在机会期末端和平台期,要注重策略的转变,未来缩短久期是较好策略。

维持此前对利率债的判断,以利率债为标准把债市机会划分为三个阶段:机会期-平台期-风险期,提醒投资者特别注意策略的变化。未来市场将在对经济增速和进一步降息预期的迟疑中将维持窄幅波动,待经济和通胀上升预期重启之时,利率债将面临利率上行风险。在收益率上行期,缩短久期是较好策略。持有至年底的收益率显示:2-4年利率债将好于长债。

## 央行本周或继续实施逆回购

银行间市场资金利率有所企稳

受上周央行连续进行逆回购向市场注入资金、安然度过6月末资金考核日等因素影响,本周银行间市场资金利率有所企稳。

数据显示,7月2日银行间市场主要期限质押式回购加权平均利率隔夜、7天品种分别收于3.62%、4.17%。而6月29日这两项利率分别为3.61%、4.14%,与之相比,周一市场资金利率虽有小幅上涨,但整体仍基本企稳。

进入7月份,由于7月5日有大量补缴准备金的需要,加之7月公开市场到期资金较6月明显减少、外汇占款有可能仍在低位徘徊,分析人士普遍认为,如果没有其他宽松手段刺激,

市场资金面可能仍会保持紧平衡的状态。

而值得注意的是,上海一券商交易员表示,央行周一继续向交易商开展了7天、14天期逆回购的询量。这表明央行有望延续逆回购操作向市场投放资金,以缓解7月5日银行存准补缴的压力。

数据显示,本周公开市场到期资金仅为人民币370亿元,低于上周的720亿元。东方证券最新观点认为,考虑到上周公开市场上两期逆回购将于下周到期,如果近几个交易日央行不下调法定存款准备金率,那么就on必须延续逆回购操作才能保持资金面的平稳。(王辉)

## 交易所企债指数高位窄幅整理

上周五出现单日大幅上涨后,7月2日交易所企业债市场在高位窄幅整理,上证企债指数、深证企债指数振幅均为0.04%。

数据显示,上证企债指数周一高开于155.56点,收盘报155.56点,涨0.05%,盘中将历史高点刷新至155.58点,全日上证企业债成交6.2亿元,较前一交易日的6.4亿元小幅萎缩。深证企债指数周一收报127.71点,跌0.01点或0.01%,全日成交5.7亿元,较上周五的3.7亿元有明显放大。

## ■ 债市策略汇

### 利率产品

## 瑞银证券:保持5年左右久期目标

三季度利率市场可能仍然面临较有利的基本面环境:其一,通胀处于快速回落的通道,并将触及年内低点;其二,疲弱的经济增长可能促使央行进一步采取放松货币政策的举措;其三,流动性将进一步宽松;其四,疲弱的经济增长和海外市场事件风险可能继续压制风险资产的表现。当然,利率产品的发行节奏进一步加快,新增净发行规模进一步扩大,以及大多数债券市场投资者

在收获了上半年的丰厚收益之后,交易和投资策略可能变得保守,进而使得整体债券利率下行的推动力变弱。因此,我们仅预期一个温和的小牛市。建议投资者保持5年左右久期目标,在相对稳定的基本面环境下,持有期收益是利率产品投资收益的重要源泉,而且资金成本的下降应该会进一步提高息差收益的贡献度。推荐金融债息差交易和金融债相对国债利差收窄的交易。

## 华泰证券:估值优势偏低 策略偏向防守

6月份和二季度主要经济数据即将陆续披露,预计二季度呈现前弱后强,但升幅应该有限,中长期国债及金融债短期无压力亦无明显动力。但中期来看,未来经济环比改善预期较强,如果三季度降息未能兑现,利率债将面临调整。从政策面角度,央行有望在7月份实施年内第三次下调准备金率,同时短期内继续迅速降息的机会较低,不排除到下半

年再进行一次巩固型降息。就债市本身估值而言,10年期国债标杆收益率上周下行至3.33%,处于2010年10月上轮加息周期启动前的低点水平,中长期金融债相对于国债的利差优势则仍有保持。在基本面即将企稳,债券收益率整体估值优势偏低的情况,投资策略偏向防守。建议投资者适当缩短久期,利率债推荐1年期国债及央票、3年期金融债。

### 信用产品

## 申银万国:信用债面临调整压力

从高等级信用债看:第一,由于经济数据好转,资金面紧张和信用风险偏好回升,利率债面临调整压力。第二,本周面债铁道企业债的供给。由于发行利率偏低,保险机构没有需求,只有依靠银行。目前看发行利率将较第一期有接近20bp的回升。低评级同样面临调整压力:第一,资金压力较大,机构去杠杆的压力增加。第二,风险

偏好回升对低评级债压力大。第三,信用风险不能完全排除。目前低评级信用利差处于中性水平而在经济还没有完全企稳的背景下,信用风险的担心不能完全消除。而且在低评级信用债的绝对收益率已经不高、资金紧张、风险偏好回升等各种负面因素集中出现的情况下,信用风险的担心可能会被市场放大。

## 光大证券:积极配置中长端优质个债

上周信用债走势出现分歧,中短期收益率上行幅度偏大,收益率曲线趋于平坦化。资金面趋紧使得短端收益率上行,而中长端收益率上行空间受到实体经济回报率制约;而供给方面,短融供给依然偏大,未来期限利差将进一步收窄。

当前信用债估值优势相对有所减弱,但在未来经济强度不高、政策基调“稳增长”的同时,中长端中低评级信用债收益率水平将同实体经济回报率相适应,持有策略仍是首选。对于配置盘,建议积极配置中长端优质个债。

## 华泰联合:转股溢价率普升 “等待”股市跟进

上周各转债品种受累于正股出现全面下跌,但仍具有较强抗跌特性,总体表现为股性估值水平有所上升而债性估值有所降低。降息“猛药”推出及内外压力减轻可奠定第二季度经济底,并将逐步积蓄对股市的上行推动力。与此同时,在各券转股溢价率普遍上升后,转债也需要继续“等待”股市的跟进步伐。在偏高股性及不低债性的推荐品种方面,优先推荐国电和国投转债;大盘品种中,建议对位于面值附近的石化转债进行抄底买入,中行转债因具有较高债性特点并受惠于正回购推出后低成本融资便利而可继续持有。

## 渤海证券:有望跟随正股温和回升

随着基本面逐步明朗,经济见底预期加大,不少投资者风险偏好上升,重心或将转移到权益市场,带期权性质的转债或能从资金分流中受益。从股市上看,上半年在震荡中上行,但内外股着的局面不断拉长着经

济筑底的时间。如果经济整体性下滑能在三季度止住,受政策扶持,经济见底可期,股市的表现想必不会比上半年更糟糕。基于转债与正股的联动性,转债后期有望跟随正股温和回升。(张勤峰 整理)