

强美元“软化”新兴市场货币

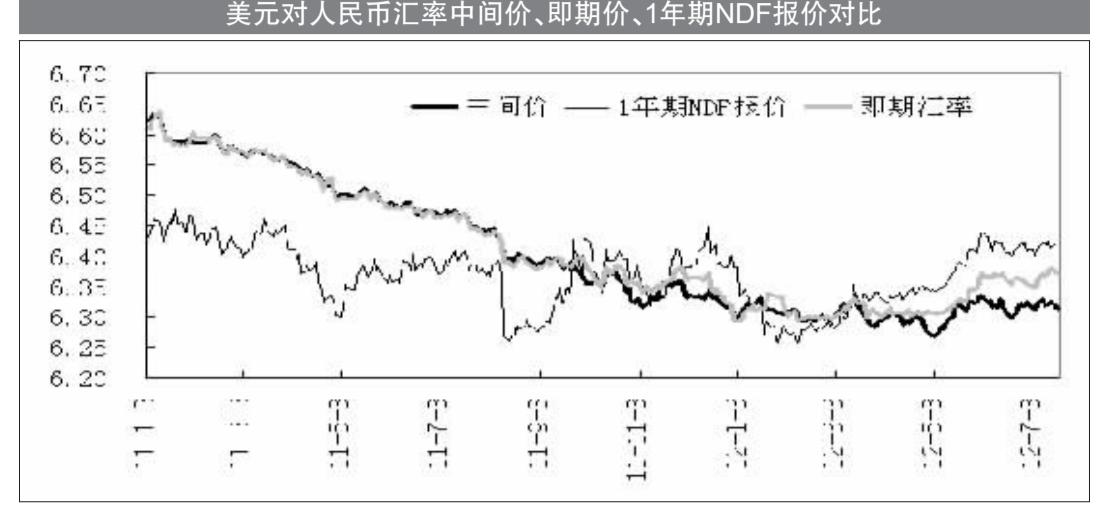
人民币贬值压力或逐步增强

■本报记者 王辉 上海报道

7月以来，美元指数持续围绕83点一线强势震荡。分析人士表示，在美元走强可能逐步演变为中长期趋势，进而引发许多新兴市场货币大幅贬值的背景下，如果美国经济保持稳步复苏、新一轮量化宽松不再推出，那么强美元将继续“软化”新兴市场货币。同时，考虑到未来较长一段时期内人民币汇率中间价有望保持基本稳定，境内即期市场以及境外远期市场对于人民币的贬值压力可能会有所增强，即期汇价、远期汇价相对于中间价也可能表现为较长时间倒挂。

QE3渐成镜花水月

周二(7月17日)美联储主席伯南克在参议院银行业委员会发表关于美国经济前景的证词，证词中伯南克没有就美联储是否会采取进一步行动支持脆弱的经济复苏提供新的直接线索，不过他在描述美国经济前景时语调更加悲观。尽管伯南克重申美联储已准备好在必要时采取进一步行动来支持经济复苏，但这与美联储政策委员会在6月份会议上传达的信息一致，对于是否进一步放



宽政策，伯南克继续含糊其词。

作为外汇市场的第一反应，在17日国际汇市的交易中，欧元、瑞郎等主要非美货币对美元汇价一度出现急速跳水。而尽管随后主要非美货币汇价均基本收复失地，但投资者对于伯南克关于新的货币宽松偏于谨慎的态度，仍然感到十分失望。

值得注意的是，自二季度以来，以高盛、摩根士丹利等为代表的多家国际著名投行，始终在鼓吹QE3的出炉只是时间问题，然而2012年过半，投资者至今也未

能寻获任何QE3的明显线索。

而根据华侨银行、交通银行等一些机构的最新研判观点，当前美元正处于中期趋势扭转的过程中，时晴时阴的美国经济数据并不能改变“美国正处于稳健复苏进程中”这一关键经济事实。考虑到欧元、日元、瑞郎等主要非美货币并不存在明显走强基础，美元本轮的上升有可能会在未来较长时期内延续。

人民币汇率“双倒挂”

自5月份以来，美元指数自79

点下方一路强势震荡上扬，当前已强劲攀升至83点上方。而与之相对应的，以印度、俄罗斯等部分金砖国家为代表的新兴经济体货币，自二季度以来则普遍遭遇了1998年以来的最严重贬值，且贬值幅度也明显高于欧元，并由此引发了较大规模的国际资本流出。

本月早些时候，俄罗斯央行称，根据该行测算，2012年上半年俄罗斯资本净流出达434亿美元。而巴西政府也表示，该国股市基金资金上半年出现大规模流出，规模已经接近2008年水平。对此，

国际货币基金组织(IMF)本周发表观点警告称，新兴经济体当前正面临资本流动波动较大和币值贬值压力巨大的局面。

值得注意的是，虽然人民币汇率自今年以来逐步转向宽幅震荡，但仍然与其他新兴经济体一样面临资本外流和汇率稳定的压力。数据显示，6月当月，中国外汇占款新增量仅为491亿元，仍处于偏低水平。而结合6月份317亿美元的贸易顺差数据和120亿美元的FDI数据来看，当月境内规模较大的资本外流依然若隐若现。

分析人士指出，伴随着美联储QE3概率的逐步降低，强势美元“软化”新兴市场货币的状况可能将进一步凸显，人民币未来面临的贬值压力或逐步增强。

中国外汇交易中心7月18日公布，当日银行间外汇市场美元对人民币汇率中间价为1美元兑人民币6.3140元。另外，当日美元对人民币即期汇价则报收于6.3702，海外无本金交割远期外汇市场一年期美元对人民币NDF远期汇价则交投在6.41至6.42区间水平。从相关汇价数据来看，3月下旬以来人民币即期汇价、远期汇价与中间价之间大幅倒挂的特征依然没有任何明显改善。

资金利率全线反弹

逆回购或继续上演“独角戏”

周三货币市场资金面延续前一日的紧张迹象，各期限回购利率全面反弹。据交易员称，当天上午央行再次开展了7天逆回购和91天正回购询量。市场人士预计，短期资金抽紧致正回购需求不足，周四公开市场操作中逆回购或继续上演“独角戏”。而考虑到逆回购到期与财政存款的叠加效应，央行仍有必要进一步下调存款准备金率以确保资金面适度宽松。

上周货币市场利率先抑后扬，后半周逆回购到期与财税缴款的叠加影响已经有所显现。本周以来，虽然周初存在较大规模的法定准备金退款，但前期逆回购到期仍然使部分机构头寸吃紧。周二央行进行了200亿7天逆回购，当天逆回购到期量则达到1550亿元，资金面出现紧张迹象，到下午时仍有不少银行存在融入需求。周三上午，央行再次向一级交易商询7天逆回购需求，但由于91天正回购同时出现在询

10年续发国债招标符合预期

中长端品种需求相对稳定

财政部周三就10年期固息国债12附息国债09进行了第二次续发行招投标。在资金面略显紧张、现券小幅调整的背景下，本期国债中标利率落在3.2736%，获得1.7倍认购。市场人士表示，尽管逆回购集中到期打压交投热情，但相对短期券种而言，目前中长端债券需求仍然相对稳定。

本次计划发行300亿元，可追加。招标结果显示，本期国债续发行中标价格为101.2662元/百元，参考收益率3.2736%，落在市场预期范围之内，且接近目前二级市场10年期固息国债收益率水平(3.28%左右)。在认购方面，首场有效投标量为522.5亿元，投标倍率为1.74，首场招标结束后获追加投标26.2亿

元，实际发行326.2亿元。

近两周逆回购大量到期，而下调法定准备金率的预期迟迟未获兑现，导致投资者心态转向谨慎，二级市场收益率有小幅上升，不可避免地影响了一级市场新债投标情绪。上周五招标的半年期贴现国债和本周二招标的国开“福娃债”1年期品种利率水平均高于预期。

本次计划发行300亿元，可追加。招标结果显示，本期国债续发行中标价格为101.2662元/百元，参考收益率3.2736%，落在市场预期范围之内，且接近目前二级市场10年期固息国债收益率水平(3.28%左右)。在认购方面，首场有效投标量为522.5亿元，投标倍率为1.74，首场招标结束后获追加投标26.2亿

元，实际发行326.2亿元。

近两周逆回购大量到期，而下调法定准备金率的预期迟迟未获兑现，导致投资者心态转向谨慎，二级市场收益率有小幅上升，不可避免地影响了一级市场新债投标情绪。上周五招标的半年期贴现国债和本周二招标的国开“福娃债”1年期品种利率水平均高于预期。

中央结算公司举办债市策略论坛

中长债投资价值获广泛认可

中央国债登记结算公司主办的2012年中国债券市场投资策略论坛18日在京举行。来自银行、券商、基金等不同类型金融机构的固定收益主管在论坛现场展开“债市研判六人谈”，成为此次论坛的一大亮点。

未来经济下行幅度与政策放力度成为此次债券投研主管们讨论的热点。基于对国内外宏观经济运行与政策趋势的理解，各位投资主管针对债券市场行情展望及下一步的投资策略发表不同的看法。部分银行投研主管认为，当前经济缓步下行，央行货币政策较为稳健，债券牛市格局具备坚实基础。而有的基金人士则认

为，当前经济增速下滑过快，央行货币政策放松频率将明显加快，逐渐推动经济见底回升，从而逆转债券牛市行情的基本面格局。

值得注意的是，尽管机构在短期经济与政策走向上存在一定分歧，但对于中国经济长期潜在增速回落的看法却趋于一致，这也使得机构对中长期品种的投资价值持乐观看法。

在此次论坛召开前，由中央国债登记结算公司与时代出版传媒集团主办的《债券》杂志还举行了创刊发布会。据悉，该刊是一本专注于债券市场投资理论与实务的专业类金融期刊，旨在全面介绍国内外债券市场建设和发展。(张勤峰)

可转债涨跌互现 估值仍然偏高

7月18日，A股市场先抑后扬，尾市多数个股翻红，可转债市场涨跌互现，总体表现不如正股。同时，平均转股溢价率小幅回落，但仍处于一年来的高位区间，显示转债估值仍然偏高。

当日上证综指收于2169.1点，上涨7.91点或0.37%，约六成个股红盘报收。其中，沪深可交易转债所对应的19只正股7涨1跌1平。转债市场方面，19只个券10涨8跌1平，表现弱于正股。其中，国电转债、国投转债、深机转债分别上涨1.14%、0.60%、0.44%，涨幅前三；燕京转债、川投转债、重工转债分别下跌1.03%、0.35%、0.34%，位列跌幅前三位；大盘转债方面，工行转债、石化转债分别上涨0.25%、0.08%，中行转债平盘报收。

中原证券表示，由于可转债票面利率普遍较低，因此对于转债市场投资者而言，参与转债市场更主要的目的还是分享正股市场收益，但是在当前转股溢价率高企的背景下，转债获取正股市场收益能力正在逐渐减小。无论正股市场下一阶段涨跌与否，当前转债市场对一般投资者而言参与意义不大，建议投资者关注短期超调所致的交易性投资机会。(葛春晖)

估值方面，债性最强的唐钢转债到期收益率为4.31%，另有中行转债等4只个券到期收益率超过3%。此外，18日转债市场平均转股溢价率为53.14%，较上一交易日的54.29%小幅回落，显示转债市场股性略有回升，但仍处于一年来的高位区间。

中原证券表示，由于可转债票面利率普遍较低，因此对于转债市

温和的贬值预期并非坏事

□韩会师

价始终拒绝向贬值预期低头的重要原因。

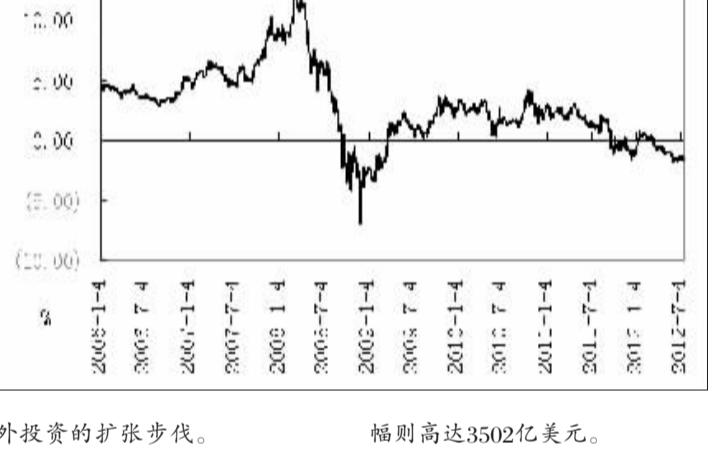
对央行而言，温和的贬值预期最直接的好处是降低了外汇储备管理难度。我国巨额外汇储备较低的投资收益率长期以来颇受诟病。次贷危机爆发以来，随着欧美发达经济体国债收益率普遍走低，外储增值的难度随之增大。以美债为例，2007年，美国十年期国债收益率一度高达5.3%，但目前的二级市场报价大约在1.5%左右，下滑幅度超过70%，这无疑给外储投资施加了巨大压力，而外储安全性第一的投资原则使央行很难寻找合适的替代品，从而使央行陷入两难。根据IMF的估算，未来5年内美国的年度CPI同比涨幅将维持在2%左右，而全球CPI年度涨幅将维持在3%以上，换句话说，现在大规模购买欧、美国债不但利息收益很低，未来还有很高的价值重估损失风险。

理论上讲，增大海外直接投资，特别是鼓励私人资本海外投资可以缓解外储的投资压力，但一方面这些均是长期手段，难以在短期内迅速展开；另一方面与西方世界意识形态等方面的差异使得我国海外投资经常遭遇非商业性投资壁垒的阻碍，难以大规模铺开；再加上近年来巴基斯坦、利比亚等国的发展中国家投资目的地战火不断，也严重制约了我国海外投资的扩张步伐。

今年以来，我国对外贸易顺差697亿美元，远高于2010年和2011年同期的549和441亿美元，在贸易顺差持续的同时，上半年出口总额高达9546亿美元，创历史新高。

特别值得指出的是，在人民币升值预期较强时，所谓的“投机热钱”混在出口项下潜入我国的动机较强，这也是多年来学术界和实务界对我国频创新高的出口数据颇多怀疑的重要原因。与前几年相比，在人民币贬值预期持续的当下，热钱的干扰被显著降低，出口和顺差数据相对更为“纯洁”，这“纯洁”且强劲的数据表明，2005年以来，人民币虽然升值幅度很大，但尚未升值过度，这可能也是央行中间

NDF市场反映的1年人民币贬值预期幅度



幅则高达3502亿美元。

外汇储备的高速增长加上净资产投资收益率的不断下滑，使得外储增加越快我国的潜在财富损失就越严重，但在人民币升值预期浓厚时，这几乎是无解的难题，而目前的贬值预期正好缓解了多年来外储激增的压力。今年前五个月，我国贸易顺差379亿美元，实际利用外商直接投资471亿美元，二者合计850亿美元，但前五个月我国银行代客结售汇顺差总额仅仅330亿美元，2005年以来，这种情况只在人民币贬值预期强烈的2009年曾经出现过。居民结汇意愿下降的直接后果是外储的增长速度大幅降低，今年上半年我国外储仅增长589亿美元，而去年同期涨

幅则高达3502亿美元。

对国内企业而言，从防范升值风险到防范贬值风险的转变是人民币汇率形成机制改革进程中必须承受的历练。在出口仍然维持高位，且我国对外投资仍然保持吸引力的时候，人民币大幅贬值的概率很低，企业此时经历这种转变是风险和成本最小的。随着人民币汇率形成机制改革的推进，无论是即期还是远期市场，必然发生频繁的双边波动，利用当前汇率波动仍相对较小的有利时机，转变外汇风险管理习惯，提高外汇资金运营效率是国内企业的当务之急。(作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

纠结的QE3预期 美元的绊脚索

□兴业银行 蒋舒

我们的观点是：目前美元的走强主要是量化宽松3预期屡屡落空的结果，避险需求并非主因，而在美国失业率趋势尚不明朗的情况下，断言美元从此步入趋势性上升为时尚早。

乍看之下，美元再创新高很容易与欧债危机联系起来。毕竟虽然希腊大选告一段落，但是西班牙银行系统又风雨飘摇，美国十年期国债的到期收益率一直在历史新低水平附近徘徊似乎表明投资者仍在不断涌入美国国债市场避险。但是仔细观察，美元再现强势并不是欧债危机单一因素作用的结果。

欧债危机下美元创两年来新高，这很容易让人们对2008年雷曼倒闭后避险情绪持续推高美元的那一幕记忆犹新。一个是次贷危机，一个是欧债危机，同样都是美元走强，表面上看何其相似！但是仔细检视之下，当下的情形却与2008年次贷危机最高潮时的片断并不相同。

首先，从美元走势上看，雷曼倒闭引发的金融海啸中，美元指数从2008年7月初的72左右直

线窜升到11月末的88.5个月内实现了20%以上的上扬，而在本轮欧债危机中，从2011年9月至今，美元指数在10个月的时间内上扬幅度约12%，相比于2008年雷曼倒闭的历史片断，本轮欧债危机中美元走强的步伐似乎相对“悠闲”，很难与金融海啸下恐慌情绪如火山般爆发的情景联系在一起。

其次，从基本面来看，目前美元的走强更多的是量化宽松3预期屡屡落空的结果。最近两个月，美国失业率始终维持在8.2%的高水平，2011年9月以来连续下降的势头不再，客观来说美国就业市场的信号并不令人振奋。不过，由于美国失业率也没有掉头大幅上扬，美联储并没有迫切的压力再推颇有争议的量化宽松政策，这意味着去年年底十分强烈的量化宽松3预期已经连续落空了将近7个月，而这，才是美元指数站上两年来新高的主因。

美元指数创下两年来新高，这样的描述很容易激发出美元趋势转折点已经到来的观

点。然而，由于美国失业率连续两个月维持不变，美联储官员对于后续美国经济的看法恐怕要比一些强烈看空欧元的市场投资者要谨慎一些。

对于货币政策决策者和市场投资者而言，关键经济数据的不上不下，可能是一件非常苦恼的事，因为趋势不明朗，相应的政策选择也就自然变得模糊。目前的美国失业率就处于这种趋势不明的状态中。一方面，自去年9月份以来，美国失业率处在小幅下行的态势中，这让不少对于美国经济持乐观态度，同时，有的联储官员和学者因为担心量化宽松后遗症而反对继续量化宽松；而另一方面，美国失业率8.2%的高水平显然不能证明经济复苏大势已定，美联储决不会完全排除后续量化宽松政策的选择，以保证最坏情形下货币政策保持足够的弹性。

因此，纠结的美国失业率注定市场有关量化宽松的预期还会纠结一阵子，美元指数能够站稳80大关的脚跟，但是向90大关的冲锋将步履艰难。

追求较高收益水平的投资机构来说，也是一个比较合适的配置品种。综上分析，预计本期债券中标利率区间为3.85%-3.92%。国海证券：7月16日，10年期金融债收益率曲线显示为3.92%。7月17日，银行间债券市场期限接近10年的12进60双边报买为3.95%，报卖为3.89%。综合考虑本期债券手续费、缴款等因素影响约2bp，预计本期债券招标利率将接近于二级市场，中标利率区间为3.88%-3.93%。(张勤峰 整理)