

人民币汇率短期难改震荡格局

□本报记者 王辉

近期人民币兑美元汇率中间价、即期汇价持续呈现震荡走势。市场人士指出，人民币中间价转入区间震荡，暗示货币当局有意保持人民币汇率基本稳定，同时，市场购售汇力量相对均衡，使得人民币交易价格暂时难以做出方向选择，预计未来一段时间人民币汇率将继续呈现震荡走势。

转入震荡持阶段

中国外汇交易中心公布，25日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1759，该中间价较24日的6.1695走低64个基点，并创出7月8日以来近两周多的新低。

尽管中间价明显下调，但在周四的市场交易中，人民币即期汇率低开高走，表现相对平稳。数据显示，25日人民币兑美元即期汇价开盘在6.1390，收盘小涨13个基点，报6.1347，依然运行在



6.13至6.15这一近两个月来的狭窄通道内。

回顾人民币汇率自5月下旬以来的整体运行状况，不难发现人民币汇率在经过上半年较长一段时间的超预期升值之后，趋势性特征正逐渐减弱，而是转入区间震荡过程。数据显示，5月末以来，人民币兑美元汇率中间价基

本保持在6.16至6.19的区间，即期汇价则徘徊于在6.13至6.15之间。

在此期间，尽管美联储首次向外界释放出较清晰的QE退出信号一度刺激美元大幅走强，中国金融机构外汇占款增长态势也出现一定程度的转弱，但市场对于人民币汇率在当前水平附近保持相对稳定的观点正在达成一

致，市场购售汇力量趋于均衡。

贬值预期不明显

来自国际清算银行的数据显示，今年前5个月人民币实际有效汇率升值幅度达5.6%，是汇改启动以来人民币升值较快的一个时期。而上半年人民币汇率在主要非美货币中的一枝独秀，也在很大程度上给进出口带来明显负面影响。最新公布的月度贸易数据显示，6月份我国出口额同比下降3.1%，这是自2012年1月以来首次出现出口同比增速为负的情况，显示出口形势不甚乐观。

在此背景下，本周三国务院常务会议提出将保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，改善出口状况。同时国务院还在此次会议上暂免征收部分小微企业增值税和营业税以及改革铁路投融资体制、加快中西部 and 贫困地区铁路建设的经济稳增长举措。分析人士指出，管理层稳出

口、保经济增长下限的政策信号，或将限制人民币汇率继续走强的空间。瑞德证券就认为，国务院强调汇率的稳定，一方面可能传达出人民币不会再继续明显升值的信号，但另一方面也会推动人民币汇率维持在一个稳定的区间波动。

与此同时，来自市场交易层面的观点也认为，此次国务院会议等干进一步肯定了近期人民币汇率保持震荡、整体趋于均衡的表现。尽管6月份金融机构外汇占款出现负增长，但市场也并没有对人民币产生过于明显的贬值预期。

上海一大行外汇交易员表示，近期虽然有境外中资企业因分红等因素在即期市场大笔购汇，但市场结构汇力量的均衡却没有被打破，这表明市场对于人民币汇率趋稳的预期已较为稳固。该市场人士预计，未来人民币汇率水平仍会保持整体稳定，波动幅度可能有所增强。

美元指数或维持高位震荡

□渤海银行 徐聪

今年二季度，特别是6月份以来，美元指数犹如坐上了过山车，走了一个大大的M字型。尽管当前影响国际外汇市场的各种因素错综复杂，但是我们可以注意到一主一次两个因素应该是美元指数近期呈现剧烈波动最为关键的原因。其中起决定性作用的是市场对于美联储QE退出的预期；另外一个推波助澜的因素则是市场投机情绪的加剧。鉴于美联储的态度尚不明朗，美元走势暂时维持在高位震荡的可能性较大。

政策预期主导走势

在一季度，鉴于美国经济的良好表现，市场普遍认为QE计划将在今年逐步退出。退出的预期已然形成，但美联储为避免市场过激反应，极力回避过早的表明态度。彼时投资者最重要参考是美国经济数据，特别是失业率、通胀率等对QE计划影响较大的数据表现。总体来看，一季度是市场情绪仍偏保守，美元指数稳步上涨，波动不大。

而二季度以来，美联储内部建议退出QE计划的声音越来越多，市场随之变得活跃，此时美联储的会议纪要或其官员的讲话成为市场更重要的指导，甚至超过

经济数据的影响。比较典型的如5月29日美元指数从高点回落，随后开始了持续近一个月的大幅下跌。而29日的头一天美国公布的数据显示出经济一片欣欣向荣，但数据的利好并未转换为美元实际的涨幅，原因在于美联储内部关于是否结束QE的争论仍在继续，鸽派言论占据上风。

当6月20日伯南克第一次明确表示或在今年稍晚开始减少购债规模的时候，美元指数出现了疯狂的反弹。市场信号一旦明确，那么几乎所有人的方向都变得一致，美元指数大涨在情理之中。但是很快，市场投资者开始寻求新的理由来支持其交易，那就是QE计划将会在何时退出，是今夏、今秋还是今年年底？投资者密切关注美联储的一举一动。当7月10日伯南克发出温和言论，美元从高位急挫，因为当新的预期形成后，市场此时已经不再满足于风平浪静的表态。

投机情绪放大波动

与此同时，在热钱加速回流美国的背景下，市场投机情绪增加，大量热钱推高美元汇价，一旦市场出现比较明显的不利信号，美元的大幅回调也变得容易理解。

今年以来，受美联储退出QE



的预期以及新兴市场经济出现疲态的影响，热钱开始回流美国。除中国外，其他新兴经济体货币贬值明显。从今年5月以来，印度卢比兑美元已跌去了超过12%，创下历史新低。数据显示，7月印度的外汇储备创下3年新低，从原来的3000亿美元降至2800亿美元。同时，印度的10年期国债收益率则飙升至超过7.6%。

根据CFTC的数据显示，目前投机性美元净多头持仓量已达到近一年来新高。截止到7月16日当周，投机客持有的美元净多头仓位规模增至296.1亿美元，而在四月底，该数额为244.9亿美元，二月底，该数额仅为143.9亿美元。同时，欧

元、日元、大宗商品以及贵金属市场也在经历近年少见的大幅波动，市场投机情绪被调动。多个市场的互相联动、互相传导，止盈止损点相互交织，牵一发而动全身。这也导致美元走势的振幅扩大。

综上所述，美联储的态度以及背后的经济数据仍然是决定美元走势最大的因素，同时，投机情绪的高涨加剧了美元的震荡。展望今后一段时间，美元走势仍然逃不开美联储的“大手”。目前美国经济仍在持续向好，但是重要经济数据并未达到十分理想的状态，美联储的态度亦不明朗，因此美元走势维持在高位震荡的可能性较大。

押注人民币贬值面临风险

□招商银行 刘东亮

近两个月人民币兑美元汇率陷入横盘震荡，加剧了市场对于人民币汇率拐点即将出现的预期。虽然当前支持人民币继续升值的宏观条件不充分，但我们坚持认为政策层面尚不容许人民币转入弱势，押注人民币贬值面临风险，而市场预期的分化以及国内利率市场化的推进，则为人民币汇率市场化带来机遇。

6月份后人民币汇率暂停升值，也许在某种程度上对糟糕的外贸数据的回应，我们也注意到高层在近期讲话中谈到要稳定和扩展内需，表明外贸形势已经引起了高层的警惕，因此不排除汇率政策已经出现微调的可能。

不过我们坚持认为，人民币该不该升值和会不会升值是两个截然不同的问题，当前更倾向于认为政策层面尚不容许人民币转

入弱势，理由有三：一是横向比较可以发现，在6月份美元大涨期间，尽管人民币中间价略微贬值，但人民币仍非是美货币中最为坚挺的币种之一，没有证据表明人民币已经进入贬值通道；二是在2008到2010年全球金融危机最严峻期间，人民币汇率也只是横盘而没有贬值，当前海外经济好于当年，美国正考虑退出QE，很难想象在外需并没有变得更差的情况下，人民币会出现贬值；三是不管情愿不情愿，人民币汇率已经演变为国际问题，中国可以自由调节国内的货币政策，但在牵涉到国际关系的汇率政策上一定会相当慎重。

而从政策取舍的角度分析，按照高层统筹稳增长、调结构促改革的思路，汇率并不是当前优先考虑的工具，小规模的财政刺激计划、降低存款准备金、针对企业 and 个人的减税，以及通过改革

■ 各家之言

海通证券：
人民币仍会保持强势

目前时点，美联储政策退出预期引发资本回流，人民币是否会跟随新兴市场货币贬值？我们认为不会。从原因来看，既在于汇率对于拉动经济复苏效果较为有限，也在于国际收支结构变化中资本流动影响趋强，需要偏强的汇率引导市场预期，此外金融改革中人民币国际化的推进也需要维持汇率强势。当然随着资本项目开放程度提升、人民币自由兑换推进，我们认为汇率波动幅度可能增加。

广证恒生：
夹板中趋向平稳格局

中短期内人民币汇率升值幅度将收窄，贬值预期有所加强。在领导层明确调结构的施政方针下，经济放缓减少了过去资产价格快速上涨带来的套利空间，支持人民币短期大幅上升的经济利好不明晰。与此同时，QE退出趋势明朗，美元指数强势反弹的趋势日渐明确，资金回流美国降低了热钱流入的规模。单从长远上看，中国经济发展空间依然存在，只要结构调整顺利开展，改革红利释放仍将刺激经济有新一轮的增长动力，人民币长

远的升值预期依然存在。

上海证券：
升值已成强弩之末

整体上，市场认为人民币升值已成强弩之末。从市场预测的均值情况看，人民币汇率变动拐点已现，将进入贬值通道，未来6-12月将缓慢贬值2%左右。我们也认为，按PPP法衡量的均衡汇率和市场汇率已处于合理范围内；中外通货膨胀差异压制了长期升值的空间；从国际货币体系和国际经济格局重构的角度，人民币坚挺格局仍不会改变，但人民币升值趋势即使延续，也已是强弩之末。

莫尼塔：
人民币或阶段性贬值

人民币在经历了今年前期的大幅升值之后，最近已经出现贬值迹象。我们认为，利差因素在影响人民币汇率变动上面，程度正在加重。随着美国经济改善、QE削减预期上升，以及国内经济增长预期的下调，美国利率的确定性”上升风险和中国利率的不确定性”下行风险，将导致中美利差存在收窄风险。这意味着人民币在三季度很可能出现阶段性贬值。但与此同时，由于中国经济下半年有望企稳且资产价格限制了央行的降息空间，人民币贬值幅度可控。（张勤峰 整理）

央行公开市场连续五周“零操作”

资金利率续升 月末或见好转

□本报记者 葛春晖

周四，央行仍未在公开市场开展任何操作，但资金面依然紧张，货币市场利率延续升势。分析人士表示，当前市场情绪依然谨慎，资金利率短期仍有一定上行压力，但随着时点性因素的消退，加之央行调控回归中性的思路终将得到体现，预计月末银行间市场资金面有望开始好转。

据Wind统计，本周公开市场亦无资金到期。正因如此，加上财政缴款、大行分红等季节性因素影响犹存，周四银行间质押式回购市场资金利率继续整体上行。其中，隔夜、7天回购加权平均利率分别上涨12BP、25BP至3.40%、4.30%；跨月末的14天、21天品种分别上行19BP、16BP至4.34%、5.37%；长期限品种中，1个月表现相对稳定，加权利率微跌2BP至5.85%，2个月以上品种均有不同程度上行。交易员表示，从成交

情况看，昨日货币市场仍延续了近日的先紧后松局面，跨月资金继续受到追捧，一些机构的需求在收盘前得到满足。

市场人士指出，受到6月钱荒的影响，监管层似乎对近期的回购利率进行了调控，资金利率上行幅度并未完全反映资金面的实际紧张程度，预计短期内资金利率仍有进一步上行压力。不过，依照历史经验，随着银行时点性需求消退，资金面的压力通常在月末前两三个交易日开始缓解。此外，从央行连续五周零操作、累计净投放2310亿元来看，央行已经在用实际行动向市场表明其回归中性的立场，且终将反映到现实的市场交易中来。特别是下周公开市场将迎来850亿元的到期资金，如果央行延续零操作，将实现等额净投放，市场上的紧张情绪将有望得到缓解，从而有利于资金面的改善。

广汇汽车推迟发行5亿短融

□本报记者 张勤峰

广汇汽车服务股份公司25日在上海清算所网站发布公告称，鉴于近期市场变化，该公司拟推迟发行5亿元的2013年度第三期短期融资券。

此前广汇汽车于7月19日公开披露了该期短期融资券相关发行公告文件。据发行文件披露，广汇汽车该期短融券期限365天，发行总额5亿元，原定于7月26日至29日在银行间债券市场以簿记建档、集中配售方

式公开发售。

7月下旬以来，债市遭遇明显调整，需求萎靡，并殃及新债发行，类似已披露发行公告文件而临时取消发行的情况不少。单从上海清算所网站披露的信息来看，就有多达11只短融中票推迟发行。

市场人士指出，目前债市阶段性供需矛盾突出，新债承销发行失败几率上升，且发行利率过快上升，打击企业发债热情。不过，随着利率不断提升，新债配置价值也正在显现。

国开行30日增发五期固息金融债

□本报记者 葛春晖

国家开发银行公告称，定于7月30日通过中国人民银行债券发行系统增发2013年第27、28、29、30、31期固定利率金融债券各不超过60亿元。

国开行第27-31期固息金融债的期限分别为1年、3年、5年、7年、10年，票面利率分别为3.9100%、3.9799%、4.0205%、4.0866%、4.1700%，均为按年付息，起息日均为2013年7月18日。

■ 新债定位 | New Bonds

13地方债05		预测中标利率区间[3.96%-4.15%]			
债券期限	3年	发行总额	236亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一价格利率招标	招标日期	7月26日
起息日	7月29日	缴款日	7月31日	手续费	0.05%

国信证券：利率债招标规模较大，发行规模确定的背后有刚性因素存在，因此短期内供求矛盾难以化解，只能靠高利率发行完成资金募集。本期债券预计中标区间4.04%—4.08%。建议配置型机构在4.04%—4.06%投标，交易型机构在4.06%—4.08%区间投标。

中金公司：地方政府债流动性较差，目前资金利率偏高，可能进一步推高流动性利差。预计银

行类机构的需求相对偏弱，招标利率可能会小幅走高，但资金比较宽松的机构可以增加配置。预计本期债券中标利率在3.96%—4%之间，需求较强的投资者可以在3.90%—3.96%之间分价位投标。

第一创业：资金面紧张拖累一级市场，本周已经发行的利率产品招标结果普遍较差。本期债券中标利率或将高于二级市场水平，预计中标利率为4.11%—4.15%。

东华转债		预测上市价格区间[113元, 120元]			
债券名称	东华软件可转债	发行规模	10亿元	债券期限	6年
债券评级	AA（新世纪）	初始转股价	23.70元	转股期	2014.2.3-2019.7.25
票面利率	第1-6年0.5%、0.8%、1.1%、1.5%、1.5%、2.0%，到期按面值的105%赎回（含最后一期利息）				
转股价下修触发条件	存续期内，正股在任意连续20个交易日中有10个交易日收盘价低于当期转股价格的85%				
提前赎回条件	转股期内，正股在连续30个交易日中至少有15个交易日收盘价不低于当期转股价格的130%（含）				
回售条件	最后两个计息年度，发行人股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时				
股东优先权	向原股优先配售，每股配1.4493元，原A股股东可优先配售额度占可转债发行总额的100%				
申购日	2013/7/26	网下资金解冻日	2013/7/31	网上资金解冻日	2013/8/1

国泰君安：公司是国内领先的系统集成与软件服务提供商，相对于存量转债个券，行业比较优势明显。该券为转债市场自同仁转债后久违的非周期、成长型标的。预计东华转债的估值区间在113—117元。预计中签率在0.31—0.45%，考虑到较低的中签率，单纯打新的收益较为有限，但应能覆盖资金成本。

招商证券：本转债纯债价值76.45元，纯债价值偏低，债底保护作用较弱；回售条款保护较弱；股本摊薄幅度较低。上市价格预估为113元—119元。

中金公司：该转债亮点在于正股，表现为基本面有特色、促进转股的能力和意愿均较强，正股弹性好也有助于转债特性的发挥。但缺点在于转债防御性较差，正股已经累积了不小的涨幅，转债未来表现可能会较为波折。当前股价下，转债上市定位预计将将达到115—120元。上市前股价波动风险不小，但110元之下，还是会受到热捧。由于大股东参与优先配售力度不详，资金面偏紧，加上以往个券可参照性差，中签率存在非常大的不确定性。总体仍建议积极参与申购。（葛春晖 整理）