

波幅扩大首日 人民币惯性下跌

短期难改弱势 弹性增强可期

□本报记者 王辉

上周末,市场期待已久的新一轮人民币汇率扩大波幅终于靴子落地。本周一,人民币兑美元即期汇率顺势创下近11个月收盘新低,盘中相对中间价最大偏离幅度达到0.81%。分析人士表示,人民币汇率单日波幅进一步放开后,基本面及外部因素对汇率的影响力将显著增强,未来人民币汇率将更多地展现出宽幅震荡的运行特征,不过,波幅放大不会扭转人民币汇率趋势,预计短期内人民币将继续阶段性疲软走势,中长期升值步伐则尚未终结。

即期汇价刷新近11个月低点 惯性走贬 波幅仍有限

3月17日,是央行宣布人民币汇率扩大波幅交易价浮动幅度由1%扩大到2%的首个交易日。按照规定,即日起人民币兑美元即期交易价不得超过当日中间价的上下2%。实际情况显示,在中间价基本持稳的背景下,昨日人民币兑美元即期汇价延续了本轮弱势格局,波幅略有扩大但走势仍属稳定。

据中国外汇交易中心公布,3月17日人民币兑美元汇率中间价为6.1321,较上周五小幅上行25个基点。最近一周来,该中间价总体稳定在6.1350附近。上周五,美元指数在国际外汇市场上滑0.24%至79.40点,从而带动本周一人民币兑美元中间价小幅走高。

昨日银行间外汇市场上,由于是新政实施后的首个交易日,人民币兑美元即期汇价成为市场各方关注的焦点。数据显示,春节以来跌跌不休的人民币即期汇价再度遭遇下挫,人民币兑美元即期汇价全天下跌279个基点或0.45%至6.1781,创2月26日以来的最大单日跌幅,同时创下2013年4月25日以来的近11个月收盘新低。有市场上人士表示,单日波幅的放大,一定程度上刺激了市场上对人民币的短期看空情绪,恐慌性购汇盘有所涌现。以即期汇价计算,截至昨日,人民币已经自1月14日的历史高点6.0406累计贬值近2.3%。

不过,从汇率波动情况看,昨日人民币兑美元即期汇价盘中最低跌至6.1818,较中间价的偏离幅度为0.81%,虽较前日有所扩大,但仍未超过1%,显示人民币汇率表现仍较为平稳。对此,分析人士认为,经过前期贬值和震荡之后,市场上对于人民币双向波动的预期升温、谨慎观望情绪浓厚,央行选择此时扩大交易波幅,恰恰不会引起市场的剧烈波动。

短期弱势难改 宽幅震荡时代即将来临

从境外市场的最新交易汇价来看,此次人民币汇率波幅的放大,也未明显增强或减轻海外投资者对于人民币汇率的升值或贬值预期。17日海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上,美元对人民币一年期品种交投在6.2050附近,较上周五变化不大。香港市场的离岸美元对人民币即期交投在6.15至6.16区间,也较前一交易日无显著变化。

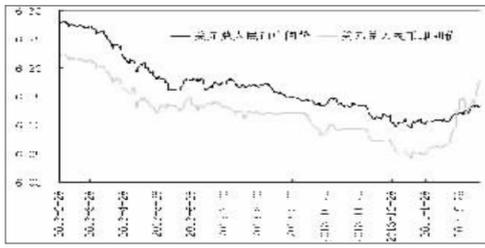
瑞银等机构指出,扩大汇率波幅会增加人民币汇率的双向波动,但并不代表汇率走势的新方向。

对于人民币短期走势,上海一大行外汇交易员表示,由于前期人民币汇率一路走软,最新一系列宏观经济基本面数据也呈利空,市场对于中短期人民币升值的信心明显受到打压,加上新政可能会刺激市场短期情绪,预计短期内人民币汇率的跌势还会持续。

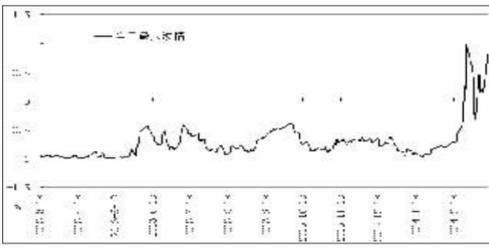
该市场人士同时表示,伴随波动区间扩大,未来经济基本面及外部相关因素对人民币汇率的影响将显著增强,人民币汇率盘中及各交易日之间的振幅将有望显著放大,而这也正是成熟的国际化国际货币所应具备的本质特征。

综合而言,当前市场各方普遍认为,未来人民币汇率的弹性将因波幅放大新政的刺激而显著提升,而人民币中长期的升值步伐也还没有终结。汇丰、瑞银等投行均认为,人民币今年全年仍然会实现小幅升值。国开证券进一步预计,今年人民币兑美元汇率将出现1%左右的小幅升值。

人民币即期汇率创11个月收盘新低



一年来人民币即期汇价与中间价的单日最高偏离幅度



观点链接

国泰君安证券: 有利于降低利率波动

汇率波幅扩大,有利于降低流动性波动风险。第一,人民币汇改以来,央行长期采用小幅波动和持续小幅升值的汇率政策,而盯住“汇率锚”的政策,很容易造成外部冲击通过央行公开市场操作传递到境内货币市场,造成国内利率的大幅波动。第二,汇率波动率偏低和较高的利差,带来持续的资金流入,很可能与央行货币政策形成正反馈,加剧国内流动性的波动。显然,汇率波动率的扩大,既可以将央行“汇率锚”中解脱出来,降低刚性对冲的压力,也可以增加跨境资本的成本和风险。中期来看,央行主动稳定短期利率的能力上升和货币市场受到的冲击将下降,显然有利于降低利率波动率。

中金公司: 或加深“宽资金、紧存款”

日内区间波幅的扩大增加了热钱套利的难度,会导致部分套利需求的减退,未来一段时间外汇占款可能有明显的下降。外汇占款的减少会导致银行外生性存款的减少,对超额率和存款的形成都有负面影响。虽然央行可以通过投放货币来对冲其对超额率的负面

冲击,但无法对冲对存款的负面冲击。目前中国的货币和金融环境是“宽资金、紧存款”,多的是银行资产负债表的资产端的超额资金,缺的是负债端普通的存款。这次日内波动区间扩大后,可能更进一步加深这种“宽资金、紧存款”的局面,资金面看起来很松,却不容易扩张银行对贷款和债券的配置需求。

光大证券: 未必导致利率大幅走高

汇率双向波动区间的扩大将加大套利资金的波动风险,打击外部短期资金的持续流入和单边升值预期,短期将有套利资金平仓和流出风险,人民币面临一定贬值压力。但在贬值和热钱流出趋势下,新增外汇占款下降未必导致银行间利率大幅走高。在历史上“热钱”连续流出的四个时期,并没有出现银行间短期利率逐月走高,或显著高于其他月份的状态。事实上,热钱流出往往与经济基本面走弱相关,投资需求下降,资产价格风险上升,广义资金需求回落,导致银行间资金面呈现衰退式宽松状态。

第一创业: 向债市传递三大乐观信号

央行扩大汇率浮动区间,债券市场可以从中得到三个信号。其一,央行希

望汇率双向波动成为常态,若高利率仍支撑套利空间,将难以实现这一目标。2012年浮幅扩大后4个月内,央行即一次降准、两次降息;其二,外部资金常态化流入将成过去时,意味着支撑过去几年存贷比指标的外汇占款流入消失,存贷比对贷款的约束将增大,债券对贷款替代效应加强。其三,央行对于市场化改革的操作步骤相当谨慎。意味着未来存款利率放开也会选择在对市场影响最小的时机逐步推出,未来无风险利率只能维持在一个相对低位。

招商证券: 降准可能性进一步降低

降准的条件是外国经济体出现比较大的动荡,中国的新增外汇占款连续出现较明显的负增长。人民币汇率波幅扩大后,汇率波动本身可能一定程度上调节外汇市场的供求,降低央行干预外汇市场的必要性,也使得外汇占款持续负增长及降低法定存款准备金率的可能性进一步下降。一个延伸的问题是,如果2014年新增外汇占款如我们预测的1至1.5万亿元规模,考虑新增信贷只有9.5万亿左右,如何实现货币供应量13%的目标呢?答案是,在外汇占款成为基础货币投放主渠道之前,再贷款就已是央行调控货币供应的基本工具了。(张勤峰 整理)

外汇占款增长大格局不变

多重因素保障资金面平稳运行

□广发证券发展研究中心 黄鑫冬

有望下滑。受此影响,商业银行提前结汇的驱动力有所下滑,从而央行的外汇占款投放将有所萎缩。不过,远期净结汇规模相对可控,调整速度相对缓慢,因此外汇占款增长的大格局不会因此改变。

短期内,人民币前期贬值和远期平仓需求萎缩,可能导致人民币呈现一定的贬值压力。但汇率升贬值的核心驱动力还是在外汇供求,本次改革在汇率上的主要表现是波动幅度扩大,趋势性的币值变化难以出现。展望2014年全年,我们依然维持外汇较大规模流入的判断,资本项目管制放松和自贸区驱动的人民币“外流-回流”的循环圈是主要驱动力。

2.3月份外汇占款仍持续流入

汇率波动确实一定程度上提升外汇流动的风险。一旦市场将汇率波幅的扩大理解为贬值趋势的开始,那么经济主体的资产配置行为将发生逆转,从而引发外汇流出的风险。

不过,尽管2.3月份汇率波幅已明显扩大,但外汇占款仍然维持着持续增长格局。春节过后,银行间资金面持续宽松。从资金供求关系测算:2月份银行间资金供给主要来自现金回流,规模为1.4万亿元;资金需求体现在公开市场操作和国库现金管理回笼7000亿元,财政存款上缴约4200亿元,法定存款准备金冻结约3800亿元,显性的资

金供给缺口为1000亿元;再考虑节前央行SLO、SLF操作到期导致的资金回笼,2月份外汇占款投放将远远高于1000亿元。而3月份计算结果为:需要外汇占款补充的资金大约在2000亿。2、3月份外汇的持续流入,意味着汇率对外汇占款的影响还未体现,后续汇率调整将成为重要的跟踪变量。

春节现金回流基本完成,未来资金供给将由外汇占款独轮驱动,但资金需求并不会明显萎缩,因此供求关系收紧将导致资金成本有所上行。但“钱荒”格局再现的可能性不大,多重有利因素保障资金面平稳运行。其一,外汇占款仍将持续流入;其二,央行流动性管理工具改进;其三,商业银行流动性管理经验提升。本周银行间流动性将面临首次考验,理财产品集中到期将引致过桥资金和存准冻结的双重资金需求,从而形成一定的流动性冲击。在此期间,央行操作和资金成本上行幅度将暗示银行间资金的结余程度。

综合而言,未来将呈现汇率波幅加大,资金成本上行的格局。资金成本的上行幅度,则取决于市场对于汇率波动的理解。若市场能够很好的接受汇率波动,那么资金成本变动将相对平缓。然而,一旦市场将短期波动扩大为长期趋势,那么将反过来影响外汇流入的格局,从而导致资金成本上行压力陡增。

目前各机构对市场的看法出现分歧,激进机构认为经济数据超预期下行,对债市提供了良好基本面支撑,在资金面宽松的支持下,收益率仍有较大的下行空间。笔者则更偏向保守一些。一方面,在目前的经济数据下,货币政策很难显著收紧,建议投资性的资金可以关注中长期的政策性金融债,该期限估值仍处于历史高点,具有较好的配置价值;但另一方面,当前资金利率已经接近底部水平,未来向上波动的风险更大,因此预计短期收益率继续下行的空间有限,曲线增陡趋势可能停止,建议交易性的资金维持谨慎态度。

回购利率全线小涨

资金面恢复均衡供求格局

周一,银行间市场资金面维持宽松态势,但资金供过于求的格局有所转变,各期限利率出现不同程度的上涨。市场人士指出,本周公开市场到期资金减少,按照近期央行操作力度,回笼规模将相应下降,资金面宽松格局不会出现根本改变。

昨日质押式回购市场上,从隔夜到3个月期的回购利率均不同程度走高,与前期流动性泛滥的景象相比,资金供需结构逐渐回归均衡。其中,隔夜资金融出仍较为积极,加权平均利率小涨2BP至2.66%;7天利率小涨约6BP至2.66%;14天和21天资金供给继续收缩,利率分别涨至2.66%、3.41%,14天利率基本结束了与7天利率倒挂的状况。更长期限方面,1个月回购利率涨

至3.80%,3个月涨至4.54%。

有交易员表示,央行进一步放宽人民币汇率波幅,加大外汇投机套利交易风险,或将导致“热钱”流入减少,外汇占款增长放缓。与此同时,春节后央行公开市场已连续五周净回笼,对资金面的累积收紧作用正在显现。总体看,资金面最宽松的阶段已经过去。

不过,该交易员认为,当前经济下行压力明显加大,政策托底需求有所上升,从近段时间看,央行对利率中枢适度下移的容忍度提升,突出表现为公开市场净回笼力度在不断减弱。预计一季度资金面宽松格局不会出现根本改变。

据统计,本周(3月15日-21日)央行公开市场有780亿元到期资金,上周为1600亿元。(张勤峰)

期债辞旧迎新 谨慎预期限制表现

周一,国债期货新上市TF1412合约微幅收高,主力合约小幅下跌。市场人士指出,谨慎预期致国债期货市场上涨后劲不足,短期或面临调整。

TF1403合约在结束上周五交易后,正式退出历史舞台,取而代之的是新上市TF1412合约。昨日是TF1412合约亮相的首个交易日,延续新合约一贯“低调”特征,全天成交17手,持仓6手。该合约收报93.418元,涨0.04%。

昨日主力合约TF1406及次季合约TF1409双双收低,其中TF1406收报92.830元,跌0.13%,成交1113手,持仓减少5手至4737手;TF1409合约收报93.248元,跌0.14%。

国债债券方面,昨日银行间市场国债CTD券130020成交利率先抑后扬,尾盘成交在4.38%,比上周五尾盘上涨约5BP。

当前宏观环境可归结为经济差、通胀低、资金松,对债券期、现市场皆构成利好,但是市场在经历前段时间的上涨后,逐步显现出滞涨迹象,谨慎预期挥之不去。有市场人士指出,年初以来债市反弹幅度已不小,在去年熊市思维下谨慎预期上升是自然而然的。与此同时,一些机构认为当前的有利局面难以维持,担忧收益率已处在阶段低点,因此对利好反应麻木。总体看,市场对经济及政策走向的分歧不小,债券期、现市场或需要休整,等待更明确的信号指引。(张勤峰)

四期农发债投标倍数全部过3

中国农业发展银行17日招标发行了四期共200亿元金融债券。市场人士透露,年初配置需求依旧旺盛,各期限债券中标利率基本符合预期,认购倍数全部超过3倍。

农发行昨日招标的是该行2014年第20-23期固定金融债券,期限分别为1年、3年、5年及10年,发行量分别不超过40亿元、60亿元、60亿元和140亿元。据某银行交易员透露,1年期农发债中标收益率为4.5217%,之前机构预测利率均值为4.56%;3年期中标利率为5.10%,预测均值为5.11%;5年期中标利率5.25%,预测均值为5.26%;10年期中标利率5.48%,预测均值为5.48%。除1年期

中标收益率低于预期较多外,其余期限中标水平基本符合预期。

相比之下,投标倍数或许更能反映出机构当前对利率产品的热情。前述交易员透露,昨日1、3、5、10年期农发债全场倍数分别高达4.18、3.32、3.25、3.5。

市场人士指出,当前经济疲软、资金宽松,有利于年初机构债券配置需求释放;超日债违约等信用风险持续暴露,打击机构风险偏好,则使利率产品等安全资产更受青睐。不过,来自供给端的压力也在上升,据最新数据统计,本周待发利率产品接近1000亿元,最近三周供给量持续较高。因此,虽然机构投标兴趣较高,但一级利率并未继续走低。(张勤峰)

招商银行19日发行30亿元同业存单

1年期品种首次亮相

招商银行股份有限公司17日发布公告称,定于3月18日发行该行今年第002期同业存单。本期同业存单期限1年,为商业银行同业存单去年去12月面世以来的首只1年期品种,此前的期限分别为1个月、3个月和6个月。

本期同业存单计划发行量30亿元,最低发行量10亿元,采用单一价格招标方式发行,贴现发行、面值兑付,招标区间为944770元-947500元,起息日、

缴款日为3月20日,2015年3月20日到期兑付。经联合资信评定,发行人的主体信用等级为AAA。根据发行计划,招商银行2014年度同业存单发行额度为800亿元人民币,3月14日该行发行了今年首只30亿元的6个月期同业存单。

据WIND统计,截至本期同业存单发行前,今年已有中信银行、兴业银行、招商银行累计发行9只,合计金额227.7亿元同业存单,期限分别为3个月和6个月。(葛春晖)

厦门银行20日招标10亿小微金融债

厦门银行股份有限公司17日公告,将于本月20日在全国银行间债券市场公开招标发行2014年第一期金融债券,联席主承销商为中信证券股份有限公司和摩根士丹利华鑫证券有限责任公司。

本期金融债券期限为3年,计划发行10亿元,采用固定利率形式,最终票面利率将根据市场招标结果确定。时间安排上,招

日2014年3月20日,缴款截止日、起息日为3月24日,付息日为存续期限内每年的3月24日(遇节假日顺延,后同),兑付日为2017年3月24日。本期债券单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。

本期债券不设担保。经联合资信综合评定,本期债券的信用等级为AA-。本期债券所募集的资金将全部专项用于发放小型微型企业贷款。(张勤峰)

华泰证券、湘财证券 本周发行短融券

华泰证券、湘财证券17日分别发布公告,各自定于20日、21日招标发行短期融资券。

两期证券公司短融券期限均为90天,均为固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利。其中,华泰证券2014年度第五期短融券发行金额20亿元,招标日为3月20日,起息日、缴款日、债权登记日为3月21日,上市流通日为3月24日。湘财证券2014年第一期短融券发行金额不超过6亿元,招标日为3月21日,缴款日、起息日、债权债务登记日为3月24日,交易流通日为3月25日。

两期短期融资券均无担保。经上海新世纪综合评定,华泰证券主体信用等级为AAA级,本期债项信用等级为A-1级。经东方金诚国际评定,湘财证券主体信用评级为AA,本期债项评级为A-1。(葛春晖)

交易员札记

分歧显现 利率债收益小幅上行

□山东潍坊农信 代长城

3月17日,银行间市场资金面依然比较平稳,跨季末的回购利率上升明显,7天回购利率上升6BP至2.66%,21天回购利率上升35BP至3.41%。

利率市场上,收益率并没有延续上周的下行趋势,出现小幅反弹,7年国债和3、5年的金融债是成交热点。剩余年限6.32年的13国债15成交在4.40%,较估值上行3BP;剩余年限6.59年的13国债20成交在4.35%附近,较上一交易日上行3BP。剩余年限2.83年的14国开01最高成交在5.16%,较估值上行5BP;

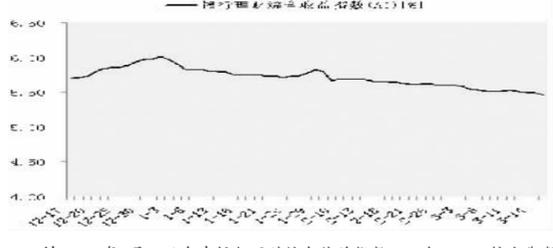
剩余期限4.53年的13进出25成交在5.29%,上行2BP;剩余年限4.83年的14国开02成交在5.31%,较估值上行2BP。

信用市场上,成交集中在短融,中票和企业债成交较少,受资金面的影响,短融收益率仍继续下行。高评级的14国电集SCP001(0.21年/AAA)成交在4.70%,较估值下行14BP;14中电投SCP001(0.48年/AAA)成交在5.00%,较前一交易日下行约7BP;评级略低的13公投CP001(0.22年/AA+)成交在5.10%,下行13BP;13包钢CP001(0.58年/AA+)成交在5.95%,下行10BP。

3月17日,银行间市场资金面依然比较平稳,跨季末的回购利率上升明显,7天回购利率上升6BP至2.66%,21天回购利率上升35BP至3.41%。

利率市场上,收益率并没有延续上周的下行趋势,出现小幅反弹,7年国债和3、5年的金融债是成交热点。剩余年限6.32年的13国债15成交在4.40%,较估值上行3BP;剩余年限6.59年的13国债20成交在4.35%附近,较上一交易日上行3BP。剩余年限2.83年的14国开01最高成交在5.16%,较估值上行5BP;

金牛银行理财综合收益指数走势图



注:2014年3月17日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.46%,较上期数据下跌3BP。数据来源:金牛理财网