

# 政策环境宽松 10月资金面无虞

□本报记者 张勤峰

央行周四开展200亿元14天正回购操作,全周央行公开市场实现净投放160亿元。受可转债发行等因素影响,当日市场资金需求有所增加,但供给充足,资金面延续总体平稳态势。市场人士指出,因有大行资金供应支持,资金面暂时难出现明显的波动,月内风险点主要是中下旬的企业缴税,但总体上看,在宽松的政策环境下,流动性不具备大幅收紧的基础。

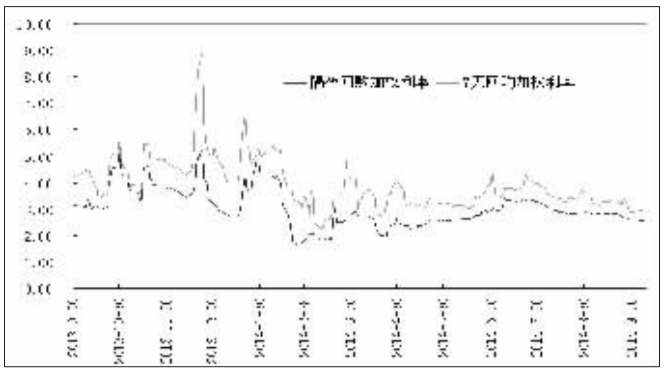
## 需求增加 资金利率小涨

9日早间,央行开展了长假后的首次例行公开市场操作。不出市场所料,央行正回购操作继续进行,期限仍为14天,交易规模和中标利率分别持平于前次操作的200亿元、3.50%。由于节假日因素,本周央行只开展一次正回购操作,共回笼资金200亿元,而周内共有360亿元正回购到期,若无其他操作,则全周央行公开市场将实现资金净投放160亿元。

公开市场小额净投放对资金面的助力并不大。而与此同时,例行缴准、机构集中偿还跨节到期资金以及转债新债即将发行等因素,使得市场资金需求有所增加,9日银行间质押式回购市场上,除21天品种之外,各期限回购利率均出现不同程度的上涨。其中,隔夜回购加权利率小涨1bp至2.57%,7天利率再涨2bp至3.01%。

交易员表示,长假过后,8日银行体系

银行间市场主流资金利率走势



补缴准备金和机构偿还跨节到期资金,使得资金面蒙受一定压力,尽管对资金面并未造成明显冲击,但短期内累积的影响不可忽视,而浙能电力计划发行可转债,恐将使得短期市场资金压力进一步加大。A股主板上市公司浙能电力9日发布公告,正式启动100亿元的可转债发行,网上网下申购日期定在10月13日(下周一)。在转债市场上,100亿元的规模已可算得上是中大盘转债。而从以往情况看,可转债发行容易诱发市场资金面的短期波动,其影响甚至比新股发行更加明显。

不过,有交易员认为,浙能转债发行申购或将导致资金面出现波动,但波动的程度依然有限。从9日盘面来看,尽管市场资金需求增加,但是供应依旧充足,特别是央行继续融出主要期限资金,有力地稳定了市场局面,机构对短期市场流动性普

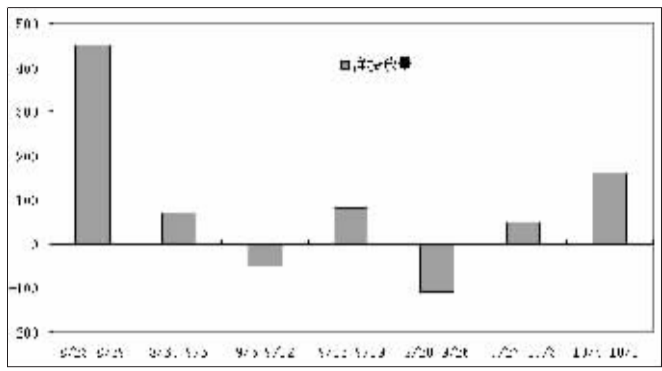
遍持乐观态度。事实上,自从央行施展定向SLF操作以来,大行资金投放意愿明显增强,构成资金面持续稳定的保障。

## 风险点集中在下半月

从月内来看,上半月显性负面因素不多,资金面仍有望保持均衡宽松的状态,风险点集中在下半月。一是面临季度首月企业集中缴税,二是按之前的经验,月下旬或将有新一轮新股申购,多种因素叠加,易引发资金面短时段波动。

按照财税缴款的一般规律,每个季度的第一个月企业须申报上缴前一季度的所得税,税款清缴入库对资金面有规律性的扰动,体现为当月财政存款往往会出现大幅增长,进而导致资金面季节性收紧。Wind数据显示,2011-2013年10月份新增财政存款分别达到4190亿

央行公开市场操作单周净投放(净回笼)情况



元、4806亿元、6284亿元。虽然今年财政收入增长持续放缓,但市场预期本月新增财政存款应不会低于5000亿元。

同时,6月份A股IPO正式重启以来,每月都会迎来一波新股集中发行申购,且发行时间集中在下半月。目前还未看到新股发行的消息,但若本月继续进行每月一轮的新股IPO,与财税缴款、月末等因素形成重叠,仍可能对资金面造成一定的冲击。

市场人士指出,在企业集中缴税之前,市场资金面总体无虞。退一步看,尽管下半月可能出现多重不利因素,资金面承受的压力将有所增加,但鉴于央行稳定货币市场流动性的态度明确,且降低中长期融资成本需要短期资金利率保持低位稳定的配合,市场也不必过于担心下半月流动性问题。一言蔽之,政策宽松则资金面难掀大浪。

# 偏多力量主导中短期人民币汇率

□本报记者 王辉

近段时期,人民币在全球主要非美货币中的表现堪称一枝独秀。本周四(10月9日),在隔夜美元指数受制于鸽派的美联储会议纪要而大幅回落的背景下,人民币汇率中间价再涨32基点,即期汇率也延续了强势表现。分析人士指出,综合中国经济基本面趋稳、市场各方普遍对各项刺激政策效果抱有较好预期、美元指数持续拉涨后或转入震荡等因素,预计中短期内偏多力量将继续主导人民币走势,人民币汇率强势运行格局有望延续。

## 美元回调 人民币连涨

北京时间周四凌晨,国际外汇市场迎来了四季度伊始的一项重要风险事件。最新公布的9月FOMC会议纪要显示,美联储认为全球经济减速是美国经济前景面临的重要风险之一,美联储官员明确表达了对美元表现强势可能给美国经济增长

带来不利影响的担忧。而在备受市场关注的修正利率政策前瞻指引方面,美联储则强调前瞻指引是依赖数据而定的,加息并非机械模式,也不与日期固定在一起。由于该会议纪要也纪要意外偏向鸽派,美元指数受到打压,自86点高位附近显著下滑,收盘跌至85.20附近的近两周低位水平。

人民币汇率方面,由于美元升势渐现“偃旗息鼓”迹象,周四人民币汇率中间价、即期汇率再度联袂走强。据外汇交易中心公布,10月9日人民币兑美元汇率中间价报6.1461,较前一交易日小幅走高32个基点。至此,人民币兑美元汇率中间价在四季度的前两个交易日连续走强。

9日即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇率表现相对更为坚挺。当日人民币兑美元即期汇率高开60基点至6.1330,盘中最高冲破6.13整数关口至6.1298,尾盘收报6.1305,较上一交易日上涨85基点。算上国庆节前的9月30日,人民币即期汇率录得连续第三个交易日。另外,从香港

人民币CNH汇价和海外人民币无本金远期外汇(NDF)一年期远期汇价表现来看,昨日人民币汇率均呈现强势。

## 人民币强势基础仍稳固

7月中旬以来,伴随美元一路走强,以俄罗斯卢布为首的全球新兴市场货币均面临强大的贬值压力,本周俄罗斯卢布对美元创下历史新低。与此同时,人民币虽没有出现大幅升值,但总体仍以偏强震荡、小幅升值为主,再次显露出一枝独秀特征。

分析人士指出,从内外部环境来看,未来较长一段时期内,人民币强势的基础仍十分稳固,偏多交易力量有望继续主导人民币汇率中短期走势。

在中国经济走向方面,国泰君安、中信证券等机构均认为,从最新公布的9月中采PMI、汇丰PMI等经济指标来看,实体经济总体趋稳,前期对经济失速的担忧得到缓解,考虑到政策刺激效应的延时因素,预计8月份有望成为全年经济增长低点,未来整

体经济有望逐步平稳向好。此外,对于下周一(10月13日)即将公布的9月贸易数据,市场也抱有中性偏乐观的预期。

在外部美元中短期走势方面,早在本周周四美联储会议纪要发布之前,中信证券等分析机构就认为,偏低的美国就业参与率指标将修正市场对于美国劳动力市场复苏进程过度乐观的情绪,从而缓和美联储提前加息的预期。而结合最新联储会议纪要的印证,美联储2015年上半年首次加息的判断有可能落空,进而不足以支撑美元指数中期持续上扬至过高水平。此外,外汇分析机构易信本周四也表示,美元指数虽然中长期趋势良好,但在连续数月的上扬之后,鉴于短期内没有太重要的数据发布,短期内美元可能展开持续调整。

总体而言,分析人士认为,此前即便美元指数涨势如虹也未能动摇人民币汇率的坚挺,在非美货币可能迎来持续反弹的背景下,预计人民币汇率在中短期内还将维持强势运行格局。

# 美元中期强势难逆 短期调整可忽略

□中信银行金融市场部 胡明

自7月以来,外汇市场的交易逻辑除了做多美元,还是做多美元。在多头摧枯拉朽般的做多热情推动下,美元指数轻松实现了连续12周的上涨行情,触及近四年来的高点86.746。这是美元指数近40年来连续周数最长的涨势,也是2004年末以来的最大季度涨幅,体现了市场对于美元预期的根本性转变。

纵观美元指数的历史表现,其走势呈现出明显的“微笑曲线”形态,也即所谓的“三段论”。显然,这与决定美元指数驱动因素有着密不可分的关系。一方面,美元具有明确的避险属性。无论是经济金融危机还是地缘政治风险都会促使美元资金回流美国,推升美元。另一方面,美元仍具有显著的成长属性。美国经济增长的相对领先性会提升美元资产的实际收益率,进而促使国际资金流入美国,推升美

元。而在缺乏这两大因素的其他时间,美元则会在市场因素频繁变化中呈现出宽区间震荡态势。

毫无疑问,美元指数自7月以来的强势行情是美元成长属性的又一次体现,美国经济与货币政策周期的领先性最终得到了市场一致认可。可以看到,随着时间推移,美国与主要发达经济体经济增速差异愈发明显。信贷市场持续修复使得美国经济韧性显现,二季度经济增速高达4.9%,9月失业率更是跌破6%。这直接提升了市场对美联储提前加息的预期。与此相反,其他发达经济体经济复苏步伐却因不尽相同的原因而放缓,欧元区更是出现增速停滞的局面,它们的货币政策转向前景也明显落后甚至有待于美联储。

可以说,目前市场对于运用美元周期领先性这一交易逻辑已经驾轻就熟。就中期而言,虽然美元指数已经涨幅不小,但这一交易逻辑应该还有很大的发挥空间。

因为美国与主要发达经济体经济与货币政策周期的差异化很难在短时间内消失,美元的比较优势仍会持续发酵,“消息落地,利好出尽”的情况还难以出现。一方面,美国货币政策正常化的进程无法改变,无非是时间节点有些不确定,美联储仍将根据经济进展而定。另一方面,其他主要发达经济体货币政策正常化进程却将受阻甚至倒退。经济衰退风险推动欧洲央行只能继续加码宽松政策;经济增速下滑导致日本央行仍无意退出OQE政策;澳大利亚经济因中国经济增速放缓而受抑制,澳联储徘徊于进一步宽松的边缘。

不过,美元指数自7月以来毫不间断地上扬也引发了市场对美元短期涨势是否过度的疑问。其实,判定短期走势是否过度是有难度的,特别是对于参与主体众多、交易目的繁杂的外汇市场而言,更是如此。就基本面的角度来谈,目前市场表现确实有些透支,毕竟主要央行资产负债规模对

比上并未出现实质变化。但在市场一致情绪推动下,这样的表现也不足为奇。而就技术层面来讲,各类短期技术性指标也缺乏明显的高位修正,但是K线图却显示美元指数上涨空间进一步被打开。

因此,市场似乎不需要纠结美元短期是否涨势过度的问题,顺势而为才应该是当下交易策略的首选。短期我们需要观察的是:一方面,鉴于美国就业市场愈改善,美联储是否会在10月会议上对有关利率前景的前瞻性指引做出改变,这将决定明年美联储加息的时点节点,并进一步修复市场与美联储对于加息时点预期的差距。另一方面,其他主要发达经济体基本面是否会进一步恶化,倒逼其央行采取更多实质性的宽松政策,进而带动外部资金不断流向美国。当然,对于中期而言,我们似乎只需关注美联储加息周期的中后端时间节点,因为比较优势在此之前支撑美元是大概率事件。

今年的市场运行表明,人民币完全可以承受一年之内4%左右的波动,未来可在稳步扩大波幅的同时(如将年波幅扩大至5-6%),着力提高波动频率,实现由强势升值向强势震荡的转变。这一方面可以令国际市场尽快适应人民币汇率新格局,不致因一时的外部冲击而造成市场恐慌;另一方面则可刺激国内外汇市场避险工具的创新与完善,拓展境内外汇市场的广度与深度,从企业微观层面增强抵抗汇率风险的意识和能力。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

# 人民币宜以强势震荡护航国际化

□韩会师

人民币国际化近期又有新进展。有报道称,俄罗斯天然气工业股份公司正在考虑把价值4000美元的长期供应合同使用人民币作为支付手段;俄罗斯财政部更是表示,俄中未来一半的双边贸易将用卢布和人民币直接进行结算。

作为两个具有重要影响力的大国,中俄贸易降低对美元的依赖,无疑有助于撼动美元的国际货币霸主地位。特别是将人民币作为能源贸易的结算货币,将为人民币进军国际能源市场打开一扇窗,若能顺利推进,这将是人民币国际化最为重要的成果之一。人民币国际化在中俄贸易中的突破性进展是建立在两个基础之上的:一是俄罗斯在欧美的联合制裁之下,与发达国家的商品贸易和金融业务往来受到很大约束,俄罗斯与中国

合作的加深带有一定的被迫性。二是使用人民币为其出口结算货币至少短期内对于俄罗斯是稳赚不赔的。环视全球非美货币2014年的表现,不难发现人民币是最为强势的货币之一。截至9月底,今年欧元、日元、英镑、瑞士法郎对美元分别累计贬值约8.1%、4.0%、2.1%和6.5%;巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比、南非兰特对美元分别累计贬值约3.4%、16.9%、0.2%和7.4%。人民币对美元累计1.4%的贬值幅度仅低于印度,但若考虑到2013年印度卢比对美元大贬11%,而人民币对美元升值约3%,那么印度卢比的整体表现仍远不及人民币。

需要关注的是,国际能源市场以美元作为计价和结算货币是美元世界性霸权地位的重要基石,人民币的进入意味着正面挑战美元的国际霸权地位。人民币国际化的推进已经逐渐触及国际货币体系下的既得利益集团,人民币必然面临越来越

大的波动压力。面对挑战,主动调整胜于被动适应。作为新兴市场货币,人民币能否保持强势形象是国际化进程能否顺利推进的核心要素,也是在遭遇外部冲击的情况下,能否维持国际信誉的关键,但保持强势并不意味着对美元持续稳定地升值。

未来1-2年,美欧货币政策一紧一松”的对比将十分显著,即使美元不进入长期升值通道,也很可能在较高位置强势震荡。在此背景下,人民币只需维持对美元的相对稳定就可以确保强势形象,而我国国际收支的顺差格局和庞大的外汇储备足以确保这一目标实现。

对美元相对稳定并非围绕某一价格窄幅波动,而是在较宽的价格区间内频繁双向波动。今年人民币即期汇率的主要波动区间在6.04-6.26之间,波峰与波谷相差仅3.7%,但已是2005年7.21”汇改以来最为剧烈的

## 广义基金成9月债券增持主力

中债登9日公布的数据显示,截至9月末,在中央国债公司登记、托管的债券总量达到28.27万亿元,较8月末增加2680.52亿元。主要投资者中,广义基金一举超过商业银行,成为当月债券增持主力。

具体看,9月份商业银行托管量仅增加866.05亿元,此前两月则是连续超过2000亿元;保险机构连续第四个月减持;基金公司连续第四个月增持,减持企业债128.32亿元;保险机构除少量增持农发行债外,对其他品种均进行了减持;基金类则对多数品种进行增持,其中增持政策性金融债和二级资本债合计达734.23亿元,显示理财产品配置需求依然强劲。

此外,交易所市场债券托管量再增654.73亿元,达到1.20万亿元,再创历史新高。(葛春晖)

145.06亿元。从投资者持有结构看,9月份商业银行增持国债609.53亿元,增持进出口银行、农发行金融债合计619.99亿元,减持国开行债562.20亿元,减持企业债128.32亿元;保险机构除少量增持农发行债外,对其他品种均进行了减持;基金类则对多数品种进行增持,其中增持政策性金融债和二级资本债合计达734.23亿元,显示理财产品配置需求依然强劲。

## 农发行新债中标利率低于二级市场

中国农业发展银行9日招标发行三期固定金融债,认购倍数均超过3倍,中标利率不同程度低于二级市场水平。市场人士指出,尽管近几日现券表现稍显乏力,偏暖的市场环境依旧对招标结果形成支撑。

农发行昨日招标的分别是7年期14农发42的增发债券、5年期的14农发45和3年期的14农发46,发行规模各不超过50亿元。据交易员透露,此次招标的3年、5年、7年期农发债中标利率/收益率分别为4.54%、4.61%、4.7090%;全场认购倍数分别为3.77、3.45、3.04。中债到期收益率曲线显示,10月8日银行间市场3年、5年和7年期利息

非国开政策债收益率分别为4.58%、4.65%、4.74%。交易员称,3年和5年期农发债中标利率略低于市场预期,7年期基本符合预期,三期债券认购倍数均在3倍以上,显示机构投标较为踊跃,需求比较乐观。

受央行放松房贷的政策影响,市场对经济触底企稳的预期重新抬头,进而令券承压。最近两个交易日,债市成交清淡,收益率出现小幅上行。不过,市场人士指出,当前政策面预期依旧宽松,债券市场投资者普遍不悲观,再加上月初供给压力有限、大行有配置需求、政策债的绝对收益率仍有优势,故一级市场招标结果总体尚可。(张勤峰)

## 国开新债需求稳定短端受宠

国家开发银行9日就其2014年第20期3年期、第22期10年期、第24期5年期固定金融债进行了增发招标。招标结果显示,三期新债中标收益率符合市场预期,机构需求稳定,短端品种相对更受青睐。

上述3年、5年、10年期国开债票面利率为4.69%、4.83%、5.02%,起息日分别为8月7日、9月18日、8月21日。来自中债网和交易员的消息称,三期增发债中标利率依次为4.4723%、5.5784%、4.7297%,均落在此前机构预测区间之

内;认购倍数分别为4.21倍、2.82倍、2.79倍,显示机构对于期限较短的3年期品种需求相对较高。

市场人士表示,当前利率债市场预期仍然乐观,但经过9月中下旬由宽松政策引发的一轮收益率下行后,加之最新公布的9月PMI等数据暗示经济筑底微升概率增大,市场短期观望情绪有所抬升。在此背景下,一级市场利率债需求较为稳定,相对而言,长端品种受制于经济基本面,资金面宽松则更利于短端品种。(葛春晖)

## 中债资信调升中国普天主体评级

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告,将中国普天信息产业股份有限公司主体信用等级由A+上调至AA-,评级展望为稳定。

中债资信表示,跟踪期内,移动通信技术升级使得通信设备制造行业面临较好的需求形势,中国普天整体规模保持行业第二梯队前列。公司在手机分销行业地位很高,且凭借相关领域的技术积累和央企背景在专网通信、智能

卡、配线、电工电气等细分行业仍保持了良好的地位,经营风险低;跟踪期内,公司收入保持稳步增加。公司债务结构短期化依然较为突出,但同步增长的EBITDA对于全部债务的覆盖仍然保持相对稳定,较大规模的经营活动现金流量能够对短期资金周转提供支撑,且公司拥有多样的融资渠道,财务风险较低;跟踪期内,实际控制人国务院国资委对公司信用品质仍具有较强增信作用。(葛春晖)

## 财政部15日续发280亿10年期国债

财政部9日公告称,定于10月15日第一次续发行2014年记账式附息(二十一期)国债。

14附息国债21为10年期固定利率债券,从2014年9月18日开始计息,票面利率4.13%,按半年付息,每年3月18日、9月18日(节假日顺延,下同)支付利息,2024年9月18日偿还本金并支付最后一次利息。本次续发行国债的起息日、兑付安排、票面利率、交

易及托管方式等与之前发行的同期国债相同。

本次续发行竞争性招标面值总额280亿元,进行甲类成员追加投标。本次招标采用混合式招标方式,标的为价格。时间安排方面,2014年10月15日招标,之前发行的同期国债当日停止交易一天,招标结束至10月20日进行分销,10月22日起与之前发行的同期国债合并上市交易。(葛春晖)

## 证金公司13日招标22亿元短融券

中国证券金融股份有限公司9日发布公告称,将于10月13日在银行间债券市场招标发行2014年第三期短期融资券。

本期证券公司短融券期限91天,发行规模22亿元,采用固定利率,单利按年计息,不计复利,发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上,本期短融券招标日为10月13日,分销期、起息日、缴款日和债权登记日为10月14日,上市流

通日为10月15日,2015年1月13日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。

本期短融券无担保。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,本期债项评级为A-1,评级展望为稳定。截至该公告签署日期,中国证券金融股份有限公司经核定的短融券最高发行余额为72亿元,待偿还短期融资券余额为30亿元。(张勤峰)