

# 即期价四连涨 人民币稳中趋升

□本报记者 王辉

在美元短线疲软、美联储加息决议公布在即的背景下,29日人民币兑美元即期汇价连续第四个交易日走高,且盘中一度升破6.11,中间价亦创出近两周新高。分析人士表示,综合内外部经济金融形势和盘面特征来看,人民币汇率将延续阶段性强势,但不会出现过快升值局面。

## 即期价盘中破6.11

据外汇交易中心公布,29日人民币兑美元汇率中间价设为6.1405,较前一日上调16基点。在连续三个交易日上调后,人民币中间价来到近两周的高位。

现汇方面,昨日银行间外汇市场人民币对美元即期询价交易早盘高开23基点报6.1110,开盘后迅速走高,午后最高涨至6.1086,自今年3月7日以来,时隔七个月后再度突破6.11关口。收盘时,人民币即期汇率报6.1112,较前一日上涨21基点或0.03%。

因国际市场美元出现回调,近期人民币汇率总体呈现出碎步上行之势。截至昨日收盘,人民币兑美元即期汇率已连续四个交易日升值,10月份以来累计

## ■观点链接

### 瑞银证券: 人民币升值空间有限

鉴于出口增速继续快于进口,9月外贸顺差仍高达310亿美元。三季度外贸顺差合计达1280亿美元,同比增长111%。巨额外贸顺差抵消了疲弱的资本账户外汇流入,帮助支撑了人民币汇率。事实上,过去四个月中,每当海关总署公布了较高的外贸顺差,央行就会相应地推动人民币中间价显著升值。但在我们看来,这一操作不会成为定式。由于美元对其主要货币持续升值,人民币对主要贸易伙伴一篮子货币的有效汇率也在相应升值。人民币有效汇率的持续升值终将削弱中国出口竞争力,而中国目前在相



升值283基点或0.46%。进一步的统计显示,相较于年中6.2676(1美元兑人民币6.2676元)的低点,人民币即期汇价自今年4月末以来,已累计升值2.56%。

### 料延续温和升值

美联储将于北京时间周四凌晨公布新一次议息会议决议。此间市场观点多认为,届时美联储将宣布QE操作如期结束,但即便如此,可能仍不足以推动美元

当程度上依赖出口缓冲房地产活动下滑对内需的拖累、并支持就业。此外,导致外贸顺差大幅增长的主要因素是国内房地产市场下滑造成的进口萎缩,而非中国出口竞争力增强。因此,我们预计人民币年内难现趋势性升值,维持人民币对美元汇率年末徘徊在6.2的预测。

### 浙商证券: 人民币中期将贬值

QE退出和美元加息未必导致强势美元。决定汇率的因素并不仅仅在于利率,更在于投资者的重大资产配置。QE退出和加息周期下,美国无风险资产价格大概率下跌,国际资金对美债配置率有望降低;美国风险资产ERP较低,相对

在短期内出现进一步的大幅度升值。

外汇交易商易信周三表示,QE如期结束基本没有悬念,市场关注的焦点是美联储对于货币政策前景的措辞是否会有显著变化。该机构认为,如果美联储取消有关“将在相当长时间内维持低利率”的描述,将利好美元,但目前来看出现这种情况的可能性不大。

此外,浙商证券等研究机构认为,从市场交易层面来看,QE退出的影响已被

新兴市场吸引力下降,或导致国际资金从美国风险资产流出。从市场交易层面来看,QE退出和加息的预期已被反应、美元非商业持仓净头寸达历史新高等因素并不支持美元进一步走强。从更中长期的视角来看,美国政府的债务危机和“去美元化”趋势将压制美元指数上行。而人民币汇率将走上重估之路,中期内将贬值。人民币汇率贬值的重要因素之一在于“外升内贬”的悖论亟待破题。从长期趋势看,支持过去十年人民币升值的许多因素正在减弱甚至逆转,比如经常账户明显收窄,对资本的管制未来即将放开等;从政策的角度来看,国内经济下行风险加大,贬值是“稳增长”的必要手段。

提前反映,而美元非商业持仓净头寸达历史新高等因素也不支持美元进一步走强。从更长时间来看,美国政府的债务危机和“去美元化”趋势将压制美元指数上行。整体而言,美元指数目前还难以上演长期趋势性上涨。

值得注意的是,国家外汇管理局国际收支司司长管涛上周表示,今年年初以来,人民币汇率呈现明显的双向波动,有涨有跌,改变了过去的单边走势,这使市场主体调整了外汇交易策略,企业购汇动机普遍增强,结汇意愿有所减弱,从而对人民币境内资本流动带来了一定不利影响。不过值得注意的是,对于前期跨境资本阶段性流出给人民币汇率的不利影响,市场整体消化也较充分。

有大行外汇交易员表示,近期国际油价出现大幅度下挫,从进出口分项和其他一些最新数据来看,相关央企近期显著加大了石油的进口,使得即期外汇市场上的“油盘购汇”力量较为突出。但即便如此,人民币即期汇价持续震荡上涨的运行格局却没有受到明显影响,这表明目前市场总体仍进一步看多人民币。整体而言,在中国经济不会出现明显失速的情况下,人民币汇率阶段性震荡走强的走势预计还将持续。

### 上海证券: 人民币国际化路漫漫

人民币国际化不会很快实现,并且进程可能出现反复。中国推进人民币国际化的时机选择是恰当的,但国内外的许多条件都不具备,对这些基础条件,中国显然采取了“边干边建”的策略。官方的双边互换协议,对自发的市场行为推动作用有限;离岸市场的建立和完善,对推进人民币的国际使用才是具有实在作用的。人民币的国际清算体系的建立也需要一个长期过程。中国目前大力推广的政府间双边互换协议和海外人民币清算中心建设,显然对促进后续人民币的国际清算体系建设有重要影响。(张勤峰 整理)

## 冷门债变身香饽饽 理财捧场 永续债发行换挡提速

□本报记者 张勤峰

10月以来,永续债迎来了面世以来的一个供给高潮。市场人士指出,永续债的混合资本证券属性,对于某些企业具有特殊吸引力,对于投资者而言,则提供了一种高评级发行人的高收益投资工具,在国内具有长远发展的空间。但限于需求的问题,去年底面世以来,供给长时间陷入停滞。近期随着收益优势逐渐显现,永续债开始受到银行理财户等配置资金的青睐,挤压的供给得以释放。在需求群体逐渐培育起来后,未来永续债市场发展有望步入快车道。

### 永续类现供给高潮

公告显示,南京城建将于11月5日至6日发行10亿元的“7+N年”期中期票据。

南京城建此次将发行公司今年第二期中票,无固定期限,发行人有权在第7个和其后每个付息日赎回,而在发行人行使赎回权之前,本期中票将长期存续。本期中票前7个计息年度的票面利率将通过簿记建档程序确定,在前7个计息年度内保持不变;自第8个计息年度起,票面利率在前7个计息年度的基础上上调300BP,此后票面利率每3年重置一次,每次利率重置后,票面利率将在前一期票面利率的基础上上调300BP。

此外,本期中票设置有递延支付利息

条款,递延支付将不构成违约。但若发行人在某个付息日选择递延支付利息及其孳息,则自下一计息年度起,票面利率将在上一计息年度基础上再上调300BP,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。

据Wind数据统计,算上南京城建本期中票,10月以来已披露发行材料的永续债目前已达6只,计划发行总额150亿元。只按发行起始日统计,11月份待发的永续债目前已达6只,计划发行总额150亿元。只要不大量出现发行失败的情况,则11月份永续债将再次改写发行纪录。据统计,今年7月云能投发行年内首只永续债以来,7至10月的发行量分别为2只/39亿元、2只/80亿元、2只/23亿元、6只/95亿元。永续债正迎来面世以来的一个供给高潮。

### 高评级高收益兼具

近年来,证券市场产品创新不辍,一系列兼具股债双性的跨界混合证券陆续进入投资者视野。典型的例子便是号称“股票中的债券”的优先股以及“债券中的股票”的永续债。

去年10月底,武汉地铁集团发行了23亿元可续期公司债券。该期债券没有载明到期日,而是赋予发行人每五年续期五年的选择权,被视为内地版永续债的破冰之作。此后,国电电力于去年12月发行了内地首只永续中票。

与优先股一样,国际上将永续债归为混合类资本工具,在满足一定条件下,永续债可以计入发行人净资产。对于银行等金融企业,永续债一般被视为可计入非核心一级资本或二级资本的混合资本工具;而对于非金融企业,其发行的永续债在满足一定条件下可以在财务报表中体现为权益工具而非债务工具。因此,金融机构和公用事业企业是海外永续债的两大主要发行人群体。这一点,在国内市场上可能同样成立。中金公司之前一份报告指出,国内发行人选择永续债的动机可能有三类:第一,银行等金融机构有发行永续债并补充资本金的动力;第二,企业用于补充项目资本金;第三,高杠杆率企业用于突破发债空间限制。

据Wind数据显示,目前国内已发行过永续债的企业多是城投、能源企业、房地产企业,以国有发行人为主,主体评级多在AA+及以上。与此同时,由于永续债理论期限长,流动性差,票面利率往往高于普通中票、企业债。

应该说,永续债的混合资本证券属性,对于高负债、重资产运营企业具有特殊吸引力,对于投资者而言,则提供了一种高评级发行人的高收益投资工具,在国内具有长远发展的空间。

### 需求跟进 发展步入快车道

值得注意的是,今年前三个季度永

续债供给不多,上半年持续呈现零供给的状态,而据市场人士反映,很多企业早就拿到了发行额度,供给的意愿一直存在,发行较少可能缘于需求端承接能力不足。

去年债市处于熊市,在行情较为低迷的背景下,市场对创新产品的接受度存疑,永续债可以说生不逢时。今年上半年,债市环境开始转暖,但各券种收益率普遍都还较高,永续债由于流动性较差,相对吸引力不足。不过,经过今年6月份以来的数波行情,债券收益率大幅走低,永续债的绝对收益优势逐渐显现出来。

一位银行债券交易员指出,从国开债到城投再到高收益公司债,市场原有的估值洼地一个个被填平。永续中票的利率比肩定向票据(PPN),又属公募品种,且利率下行趋势下发行人赎回动力强,实际期限不会太长,综合看,已成当前市场新的估值洼地,开始受到很多银行理财户的追捧。在需求端扩容后,供给的问题自然迎刃而解。另一位交易员也表示,当前配置永续债的主要理财户,永续债能够满足理财的高收益要求。

市场人士指出,当前大型国企的资产负债率普遍较高,尤其是重资产行业所属的发行人,尝试发行永续债的动力比较强,而需求群体逐渐培育起来后,永续债市场发展有望步入快车道。

## 理财收益率趋降将助推债牛

□渤海银行 蔡年华

今年以来,理财收益率降幅相对债券而言极为有限,商业银行资金成本并未出现明显下降,这直接限制了银行对短期债券的投资需求。随着理财收益率逐步下行,短期债券利率下降空间将逐步扩大,助推债牛延续。

截至今年6月底,银行理财资金规模接近13万亿元,已日益成为金融市场上一股重要的力量。由于理财资金承接银行资产负债两端,对债券市场的影响愈发深远。值得注意的是,今年以来10年期国债收益率累计下降约90bp,而以中小股份制银行为例,其3个月理财产品收益率仅下行30bp左右,大幅低于债券。

造成这一现象的主要原因在于:一方

面,随着利率市场化的推进,银行存款流失严重,为稳定负债来源,银行纷纷寻求做大理财规模,被动提高理财收益率以应对互联网金融和货币基金的冲击;另一方面,银行理财资产池中,除债券外,高收益的非标资产占比最高可达35%,虽然理财增配非标开始受到限制,但高收益的PPN提供替代的选择,仍可满足银行对高收益资产的需求,另外资产池大部分为表外业务,对资产的风控要求相对较低。这两方面的原因共同导致银行理财收益率下降缓慢。

理财收益率下降缓慢,则导致银行资金成本居高不下。目前商业银行的主要负债来源包括存款、理财资金和同业资金,其中同业资金占比不得超过总负债的三分之一,存款和理财资金是银行最核心的负债资源,由于存款逐步向理财转化,银行的核

心负债成本大幅提高。这直接限制了银行FTP价格的下降空间,也限制了银行对短期债券的需求和利率底线。在当前债券收益率曲线极其平坦化的情况下,短期利率下行空间受阻也不利于债市的延续。

考虑到以下三方面因素的作用,我们认为未来银行理财收益率进一步下降将不可避免。

首先,目前理财资产池中的高收益资产如非标和PPN等收益率都已出现大幅下降。由于理财主要是通过短期负债匹配长期资产的模式滚动发行,去年以来的高收益非标资产久期大多为两年,PPN目前的收益率跟随债券市场也出现了大幅回落,组合资产收益率下降不可避免。其次,虽然理财对资产的资质要求较

低,但在经济下行、企业盈利下滑的背景下,银行信贷明显,对低资质企业的资产较为谨慎,而高质量的企业融资利率较低,发债成本大幅降低。

最后,银行理财面临的监管逐步增强,理财资产池的流动性缺口受到限制,长周期高收益资产的配置比重将有所降低,对短期债券的需求会提高。同时存款偏离度考核也使银行加强理财与存款规模的协调,以平滑资金波动,这也有利于收益率的下行。

基于以上判断,银行理财收益率终将对长端债券收益率大幅下行作出反应,与此同时,银行理财收益率趋降将有助于降低银行负债成本,提振银行理财对高等级债券和短期债券的需求,助推债券牛市继续演绎。

## 转债指数创41个月新高

近两日,在A股市场重拾升势、纯债市场再次活跃的背景下,转债市场再现全线上涨行情。29日,中证转债指数一举创下最近41个月的新高,海运类转债表现抢眼,高铁、核电等题材类品种继续走强。

周二以来,随着打新资金回流,交易所市场资金面开始明显好转,日前因沪港通推迟带来的冲击也逐渐消退,A股市场随之恢复活跃。继28日大涨47点之后,29日上证综指再涨35点后,1.50%,收报2370.03,距离10月9日创下的2391.35的本轮行情高点仅差20多点。而在“股债双牛”的提振下,可转债市场率先突破,中证转债指数29日收报310.36点,创下2011年5月23日以来的最高收盘点位。

个券方面,昨日两市可交易的30只转债中,仅同仁转债全价下跌,其余全线收红。其中,

BDI指数创半年新高带动A股市场港口、海运类个股全线大涨,中海发展涨停,宁波海运大涨4.35%,与之对应的中海转债、海运转债分别上涨4.95%、2.73%,位居两市转债涨幅榜第一、第三位;正股上涨3.21%的国电转债上涨2.80%,列涨幅第二位。此外,近两日持续走强的核电、高铁板块继续走强,浙能转债、东方转债、久立转债、隧道转债涨幅均超过1%。

分析人士指出,上证综指在短短两个交易日内几乎完全收复了10月中旬以来的全部跌幅,显示当前A股市场做多氛围高涨,在成交量和领涨品种的配合下,上证综指有望挑战前期高点2391.35点。与此同时,由于当前转债市场上不少个券与铁路基建、军工、核电等主题性板块关联度较强,也有望继续震荡上涨。(葛春晖)

## 5年期国债招标中规中矩

财政部29日招标发行的5年期固定国债中标利率略低于机构预测均值,认购倍数则不足两倍,延续近期关键期限国债招标不温不火的气氛。

招标结果公告显示,本期5年期固定国债经招标确认的中标利率为3.53%;在首场280亿元基础招标结束后,甲类成员追加投标0.4亿元,总发行量为280.4亿元。另据交易员透露,本期国债中标利率为3.58%,投标倍数为1.89倍。

从发行结果看,本期国债中标利率略低于此前3.55%的预测均值,较招标前一日的中债估值也略有走低。银行间市场固息

国债到期收益率曲线显示,5年期品种在28日的中债到期收益率亦为3.55%。

市场人士表示,昨日5年期国债招标情况还算不错,但与现券的强势表现相比,机构需求仍显得中规中矩。究其原因,一方面,经过前期持续下行后,当前中长期国债收益率处于逾一年低位,在政策面短期真空背景下,加上四季度国债供给规模偏大,导致收益率短期内下降动力不足,因此交易机构需求受到抑制;另一方面,当前国债收益率相对于政策性金融债处于劣势,使得配置盘的需求也受到抑制。(葛春晖)

## 低等级债延续补涨行情

29日,交易所信用债强势依旧,低评级券种补涨行情继续上涨。

企业债方面,城投债如主体AA+的11常城建到期收益率基本持平,AA-的12阜城投则大跌15.82bp。产业类品种如AA的11凯迪债跌2.93bp、11蒙奈伦跌1.01bp,AA-的13苏泊尔跌7.04bp。

中低等级公司债继续充当上涨主力,活跃个券如AA的11庞大02跌15.95bp。高收益品种

中,AA的11中孚债收益率跌16.83bp,AA-的三维债跌38.53bp。

市场人士指出,超日债事件强化刚兑预期,提升短期风险偏好,中低等级债券迅速上演补涨行情。总体上看,当前政策预期宽松,货币市场利率稳中趋降,信用债仍是获取绝对收益和赚取息差的重要标的,但利率大幅走低后,赚取资本利得空间愈发有限。(张勤峰)

## 农发行下周增发三期金融债

中国农业发展银行29日公告,定于11月3日第四次增发2014年第43期、增发2014年第45期、第二次增发2014年第46期金融债券均不超过60亿元,总量不超过180亿元。

农发行本次增发的2014年第43期债券为1年期固定息债券,票面利率为4.30%,起息日为8月21日,到期一次还本付息;第45期债券为5年期固定息债券,票面利率4.61%,按年付息,起息日为10月13日;第46

期债券为3年期固定息债券,票面利率为4.54%,按年付息,起息日为10月13日。1年期增发债券的缴款日为11月5日,上市日为11月7日;3年期和5年期增发债券的缴款日为11月6日,上市日为11月12日。上述增发债券上市后,与各自对应的原债券合并交易。

本次增发的2014年第43期、第45期、第46期债券均采用单一价格中标(荷兰式)的招标方式,不设基本承销额。(葛春晖)

## 八银行今发13只同业存单

中国货币网信息显示,中信等八家银行定于10月30日发行共13只同业存单,发行额合计136亿元。

这13只同业存单中,中信、浦发、兴业、民生各发行1只,金额分别为30亿元、15亿元、15亿元、5亿元;兴业银行、上海银行、徽商银行各发行2只,每家合计金额分别为20亿元、20亿元、10亿元;浙商发行3只,合计21亿元。

据Wind资讯截至10月29日的统计,10月份同业存单累计发行量已达到1508.1亿元,加上30日即将发行的136亿元,10月累计发行量已超过1600亿元;29日的同业存单存量达到460只、4191.40亿元。另据统计,今年以来已有73家银行披露2014年度同业存单发行计划,计划总额达到1.39万亿。与发行额度相比,当前同业存单存量依然偏小。(葛春晖)

### 金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年10月29日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.08%,较修正后的上期数据下行1BP  
数据来源:金牛理财网