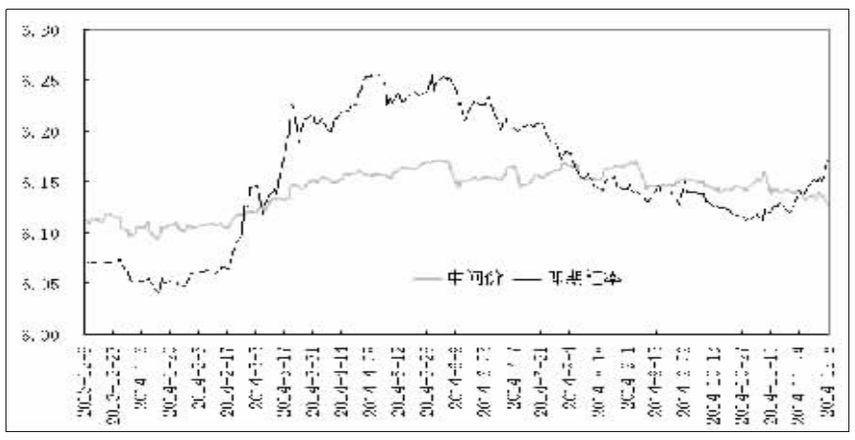
即期价与中间价背道而驰

多因素角力 人民币偏弱震荡

□本报记者 葛春晖

周一，人民币兑美元汇率中间价、即期价一升一贬、背道而行。一方面，中间价跳升91基点，创下近九个月新高；另一方面，最新公布的11月份衰退型高贸易顺差未能给人民币现汇带来更多提振，相反，由此引发的经济增长担忧和货币宽松预期导致人民币即期汇率再创逾四个月新低。分析人士指出，未来人民币汇率影响因素多空交织，综合考虑中美经济基本面和货币政策差异、我国贸易顺差高企、人民币国际化、中间价坚挺等多项因素，预计人民币即期汇率将继续阶段性走软，但形成趋势性贬值的可能性依然较小。

美元兑人民币汇率中间价和即期价走势



即期价刷新四个月低点

11月下旬降息以来，人民币兑美元汇率即期价和中间价呈现出较明显的背离走势。一方面，货币政策宽松预期升温叠加购汇需求增多，使得境内银行间市场人民币兑美元即期汇率明显走软。另一方面，人民币中间价保持了稳中偏强走势。截至12月5日，人民币汇率即期收盘价较21日累计下跌253基点或0.41%，中间价则累计微升14基点或0.02%。

12月8日（本周一），上述背离特征越发明显。当日人民币兑美元中间价报6.1282，再创今年3月10日以来的近九个月新高。尽管上周五美国就业数据刺激美元指数大涨0.79%，再创逾五年半新高，但人民币兑美元汇率中间价并未像此前大多数时间一样相应下调，反而跳涨了近百基点。

市场人士表示，当前人民币汇率中间价仍具有较强的官方指导意义，其逆势上调传递出明显的稳定市场交易价格的意图。不过，从昨日银行间即期外汇市场表现来看，虽然人民币兑美元即期汇率在中间价指引下高开12基点，但全天呈震荡下跌走势，并以6.1727的全天最低价收盘，一举创下今年8月6日以来最低水平。昨日，该即期汇率下跌225基点或0.37%，创下9月30日以来的单日最大跌幅。

11月出口数据不及预期，成为昨日人民币表现疲软的导火索。海关总署公布的数据显示，11月我国出口同比增长4.70%，低于8%的机构预估中值；进口同比下降6.7%；当月贸易顺差创下544.7亿美元的历史新高。值得关注的是，高企的贸易顺差并未给昨日人民币汇率带来向上支撑。对此，市场人士指出，当月高贸易顺差更多来自于进口的萎靡，而衰退型顺差的背后，则暗含着经济增长隐忧以及由此引发的货币宽松政策预期，从而令降息以来持续走软的人民币进一步承压。

此外，有交易员指出，除数据疲软之外，美元重新走强、未见到央行干预迹象，都使得昨日人民币在下跌过程中未遇到像样阻力。

中期震荡概率大

截至周一，人民币兑美元即期汇率自11月21日降息后已累计下跌478基点或0.77%，且昨日跌幅明显扩大，这不免加大了近期已经有所抬头的人民币贬值预期。而综合多家机构和市场人士观点来看，未来影响人民币走势的因素可谓是多空交织。

短期来看，受我国经济增长压力仍大、货币政策宽松预期浓郁，以及美国经济回暖、美联储货币政策趋于收紧、美元中期走强趋势明确等因素的影响，市场偏空情绪可能推动人民币即期汇率继续走软。

不过，有外汇市场交易员指出，从11月外贸数据疲软来看，人民币短期适当贬值有利于出口恢复、符合出口企业利益，但当前对于人民币形成支撑的因素也不少。比如：贸易顺差高企仍是人民币中长期支撑因素；近期境内资本市场好转、赚钱效应显著，应该会吸引一部分“热钱”进入，从而对冲部分人民币下行压力；人民币国际化的推进需要依托于稳定的币值，因此预计货币当局不会坐视人民币持续大幅贬值，这一点从昨日人民币中间价大幅上调上也可见一斑。因此，该市场人士认为，短期走软不意味着人民币进入较长时期的贬值通道。

除上述交易员指出的理由外，另有市场人士表示，由于市场行情很大程度上由预期推动，而当前美元走强已经反映了较大幅度的美国经济复苏和加息预期，因此2015年随着美国加息兑现，美元的走强幅度可能反而会相应收窄。从这个角度看，人民币走软压力也将会相应缓和。

总体而言，尽管当前市场观点普遍认为人民币短期难以摆脱偏弱震荡格局，但从中期角度看，人民币阶段性升贬值交替、双向波动加大仍是主流判断。

调整将调出空间调出信心

□中信建投证券 黄文涛 杨晓磊

上月降息以来，债券收益率并未延续前11个月的牛市行情，反而出现10-40BP的上行。预计年底前，债券市场将维持震荡休整，但我们并不认为这次休整结束后收益率将出现反转，明年一季度债市仍有望重拾慢牛行情。

首先，近期股市上涨对债市资金分流的效应不断增强，但股市上涨行情能够维持多久还难下定论。11月24日至今，A股上证指数已累计上涨近500余点，进入12月股市更加疯狂，在权重股强力拉升下，指数单日暴涨百点的情况也不鲜见。本轮股票牛市的特点是快涨、急涨，很多机构投资者“满仓踏空”，而且本轮股票牛市主要依靠流动性推动，一旦明年货币政策放松低于预期，在没有经济企稳的跟进支持下，股市上涨行情能走多远还难下定论。

其次，新增理财投资更加多元化，但债券投资依然是理财投资的主流品种。在近期股市大涨背景下，新增理财资金蠢蠢欲动，寻觅券商（两融资产收益互换）、信托（伞型信托）、保险（保险资管产品）等机构入市参与本轮行情。很多投资者担心理财资金从债市往股市转移。据统计，截至今年年中，理财资金投资债券占比高达40%，而权益类资产仅占7%，而且理财属于替代存款产品，因此固定收益类品种依然是主流投资品种。根据我们预测，明年理财对债券依然有1万亿的新增需求。

再者，房地产数据开始回暖，但经济基本面整体表现仍不乐观。今年前11月，一线城市土地交易不断升温，一线城市住宅用地成交额达到3190亿元，超过去年全年水平；同时北京二手房成交量在连续10个月低迷以后，11月份重新突破1万套，表明政府放松房地产政策正逐步奏效，一二线城市房地产企稳趋势已基本明确。但经济整体情况并没有转好迹象，12月初PMI数据不尽如人意，大宗商品跌跌不休，制造业投资增速持续下滑，基建投资一枝独秀，三四线城市房地产依然处于低迷期。

最后，年关将至，机构债券投资需求降温，也是导致近期债市低迷的原因之一，但明年一季度配置需求值得期待。今年债券牛市形成大量获利盘，在看不清明年走势情况下，获利了结退场的倾向比较明显。但我们分析了利率债的供需发现，明年一季度利率债供给不多，而机构配置需求有望恢复强劲。

从不同角度分析，目前债券收益率已经接近阶段底部，在今年底前，建议对资质较差的品种适当调仓；将新增资金转向可转债、项目收益债、永续债等创新型信用债品种。目前有很多观点看空明年债市，但我们认为明年一季度行情依然可期。在货币政策处于持续宽松周期、房地产企稳仅限于一二线城市、制造业企业盈利无实质好转、明年通胀风险较小的情况下，再加上股市急涨行情持续性存疑，总体上看，债券收益率难言转向，调整将调出空间、调出信心，建议短期防守，备战来年。

农发债招标结果偏弱

农业发展银行8日对该行今年第44期1年期、第45期5年期和第46期3年期固息金融债券进行了增发行招标。招标结果显示，本次三期增发债券中标收益率仍明显高于二级市场利率。

来自中债网和交易员的消息显示，农发行周一下午招标的三期固息增发债中，1年期品种中标参考收益率3.9762%，3年期为4.1560%，5年期为4.2494%；三期投标倍数依次为2.34倍、3.24倍和2.38倍。据中债银行间固息非国开政策债到期收益率曲线显示，1、3、5年期品种最新收益率分别为3.8650%、4.1050%和4.1800%。与二级市场利率相比，三期农发债中1年期品种发行收益率高出约11bp，三年和五年期则高出6bp左右。

市场人士表示，在降息利好消散之后，近期债市在股市暴涨的打压下抛售压力较为沉重，交易型机构对于投资收益率的期望显著提高，并引发债市持续较快调整。短期看，如果股市继续上涨，债市恐难有太好的表现。（王辉）

两券商11日招标短融

华泰证券、财通证券8日分别发布公告称，将于12月11日各招标发行一期短融，发行金额分别为25亿元、4.5亿元。

上述两期短融分别为90天和60天品种，均为固定利率、单利按年计息、不计复利、无担保，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，招标日均为12月11日，分销日、缴款日、起息日、债权登记日均为12月12日，上市流通日均为12月15日，到期日分别为2015年3月12日（遇节假日顺延）、2015年2月10日（遇节假日顺延）。经新世纪评级评定，海通证券主体信用等级为AAA级，本期短融信用级别为A-1级。经大公综合评定，财通证券主体信用等级为AA+级，本期短融信用评级为A-1级。

据Wind数据统计，截至12月8日，今年以来累计已发行证券公司短融券228只，发行总额达3817.9亿元。（王辉）

■债市策略汇

利率产品

光大证券：牛市仍在下半场

目前债市仍然处在基本面利好的阶段，在降低融资成本压力仍大的情况下，利率趋势向下是大方向。值得提示的是，目前利率市场化进程过半，流动性传导不畅，解决流动性阻塞的问题可能比单纯投放流动性更加重要，预计贷存比的调整会加快进行，然后降准、降息接续。这样一来，市场调整的时间可能会长于预期。但总体上，政策放松仍在上半场，债市牛市在下半场，收益率上行为明年提供更多投资空间。期限利差继续扩大，税收利差也处于筑底回升的阶段。

平安证券：利率债不会持续调整

央行继续通过公开市场操作维持较为平稳的流动性，短期资金价格基本保持平稳。短期经济向下的预期略微有所修复，主要是11月份新增信贷和房地产销售数据超预期所致。然而，债券市场上周调整幅度明显，主要原因还是股票市场的过度火爆造成对债市资金的分流，股债双牛的格局被打破，此效应影响的持续性仍有待观察。大类资产配置的选择上股票开始占据首位，债券市场的基本面虽无显著变化，但资产配置调整的影响依然值得关注。利率债市场应不会持续调整，但上涨放缓的迹象已经开始出现。

信用产品

银河证券：未到趋势反转时

目前债市的调整不是趋势性的调整，不必过分悲观。引发债市调整的主要因素，一部分是获利盘兑现收益，一部分或是股市表现疯狂，投资者突然调整仓位所致，而股市这种疯狂的表现，会随着增量资金入场渐趋平稳而平稳，其对于债市的影响也会减弱。目前来看，股市上涨对银行存款的分流会更加明显，央行仍会维稳资金面，同时央行降准的必要性大大增强，而这些都将支撑债市表现。债市会进入震荡时期，而不是趋势反转期，仍有机会调整杠杆和久期。

海通证券：调整提升配置价值

经济短期依旧不稳定，通缩威胁在加大，资金面尽管受股市资金需求影响波动加大，但总体宽松的局面没有趋势性变化，过于紧张的资金面或许倒逼央行采取更激进的货币政策。债市本身的基本面没有变化，调整主因是短期投资者风险偏好出现了变化，高贝塔资产受追捧。理性来看，理财收益率平稳下降，而调整后信用债收益率提高，信用债的绝对配置性价值更加上升。品种推荐城投和中高等级产业债。

可转债

渤海证券：坚决持仓 暂勿恐高

转债市场已告别到期收益率为正的时代，债底保护已经远去，各券在牛市洪流中正在逐次奔向触碰强赎进而成功转股摘牌的终极目标。在不远的将来，现存各券完美收官最终实现转股摘牌将是大势所趋。首先，政策方面，最高管理层呵护提振资本市场的明确意图；其次，资金方面，未来各种资金将通过各种渠道，直接地或者间接地进入权益类市场已是不可阻挡；再次，从转债供求情况看，随着部分转债触发强赎，大盘转债转股套利机会增加，转债供求关系不断改善。建议投资者近期坚决持仓，暂勿恐高。以触碰强赎为上限，以金融板块为重点，即达到强赎的抛掉，换没有触碰强赎的，轮番滚动，跑一场触碰强赎的接力赛。

中金公司：脱债成股进行时

本周股市很可能继续冲高而后出现强烈震荡，短期”进入高收益、高波动阶段，投资者可关注股市放量滞涨和股基B档会否出现大面积跌停信号尝试波段操作。非金融大盘、中行等上周继续出现明显的套利机会，建议指数基金、具有借券能力的投资者积极把握。过去几周最看好“大盘（平安+银行）+题材（首选国金）”。国金等热门股基B档成分股，很可能在本周迎来阶段性高点。平安转债涨幅与其基本面并不匹配，后市仍值得继续重点关注。中行正股终于临近1倍市净率，后市且战且退。绝对价位更低的民生转债相对价值有所提升。东方、徐工等题材转债，南山、歌华等促转股意愿强转债，仍建议持有。除齐峰和医药行业的同仁之外，继续看淡小盘转债。（葛春晖 整理）

股市大红 交易所债惨绿

股债持续上演“跷跷板”

□本报记者 王辉

上周后半周以来，在A股市场持续飙涨的背景下，交易所信用债市场全线走弱。

周一上证企债指数收报181.17点，跌0.11点或0.06%，连续第三个交易日下跌。同日深证企债指数下跌0.15点或0.12%至128.23点，连续第四个交易日走弱。个券表现方面，当天成交居前的个券中，ST湘鄂债、14辽鑫诚、11吉城建、09广汇债等品种跌幅居前，交易所信用债整体呈跌多涨少的格局。近一周左右时间内，交易所信用债市场持续呈震荡下跌态势，成交量较前期也有温和放大。

方正证券认为，近期交易所债市大跌，一方面在于逆回购操作期望落空、短期宽松预期未能兑现；另一方面也是最重要的原因，则在于股市暴涨对债市形成资金分流压力。中信证券本周也表示，随着股权类资产大幅走牛，风险偏好的上升使得信用债走势偏弱。短期内，在市场风险偏好未发生扭转、资金面未出现降准等利好刺激的情况下，预计中高等级信用债难以走强。

中证登收紧城投债质押回购资格

□本报记者 王辉

中国证券登记结算公司8日发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》（以下简称《通知》）。《通知》指出，在暂停受理新增企业债券回购资格申请和已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库的同时，明确未来没有纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围内的企业债券，仅接纳债项评级为AAA级、主体评级为AA级（含）以上的企业债券进入回购质押库。这是继此前多次下调信用债质押回购折扣系数后，中证登再次提高交易所信用债质押门槛。

据《通知》相关内容显示，地方政府性债务甄别清理完成后，对于纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围的企业债券，继续维持现行回购准入标准；对于未纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围的企业债券，中证登仅接纳债项评级为AAA级、主体评级为AA级（含）以上（主体评级为AA级的，其评级展望应当为正面或稳定）的企业债券进入回购质押库。

国海证券分析师高勇标表示，此次《通知》主要针对的地方融资平台发行的相关城投等债券，该新规短期内或将给相关低资质的债券带来明显的估值冲击。高勇标并表示，由于城投类企业债多为跨市场发行，因此不排除未来银行间市场收紧相关质押标准的可能性。

A股上涨不息 转债随风起舞

□本报记者 张勤峰

8日，A股延续彪悍涨势，转债市场随股起舞，转债指数刷新五年多高位，个券涨多跌少。

中证转债昨日再现强势上扬，盘中最高至393.39点，创下2009年8月10日以来的新高，收报390.79点，涨幅达3.23%；11月下旬以来，A股上证指数一路蹿升，在股债“跷跷板效应”作用下，债券市场表现萎靡，唯有转债异军突起，因股债兼备的特征受到资金追捧。据统计，自11月21日算起，中证转债指数已累计上涨逾20%。

昨日转债个券涨多跌少，两市正常交易的27只转债中有18只上涨、9只下跌。与A股非银金融、电力板块大涨对应，昨日国金转债、国电转债、平安转债全数上涨9%左右，分列涨幅榜前三位，民生转债、工行转债也分别涨4.38%和2.20%。受累于计算机、化工等板块个股下跌，昨日东华转债、齐翔转债、久立转债纷纷下跌超过2%。

目前两市转债到期收益率已全部转负，转股溢价率普遍较低，转债实质上沦为权益品种。海通证券最新报告指出，近期正股市场活跃，“财富效应”吸引新增资金，金融泡沫时代正开启。但短期内利率飙升导致货币放松陷入两难，且转债整体上涨过快，需警惕市场调整风险，保住胜利果实。建议以低价蓝筹转债为主展开配置。

大公调升财通证券评级至AA+

□本报记者 张勤峰

大公日前发布公告，将财通证券主体信用等级由AA上调为AA+，评级展望维持为稳定。

大公指出，此次调整财通证券评级主要基于四点理由：一是财通证券进一步推进经纪业务转型，投资银行业务保持较快发展，市场竞争力继续提升，财富创造能力继续增强。二是资产管理业务及融资融券业务的继续快速增长有效推动了财通证券营业收入的快速增长，为偿债来源的稳定扩大构建了重要基础。三是财通证券资产仍以流动资产为主，资产流动性保持良好，有助于控制流动性风险和增强短期偿债能力。四是财通证券净利润大幅增长，盈利水平不断提升，为财通证券提供了较为安全和自主的偿债来源。同时，大公也对财通证券创新业务发展带来的风险管控压力、自有负债规模上升等风险保持持续关注。

大公曾于今年7月评定财通证券主体信用为AA，评级展望为稳定。

资金稳中偏紧 市场期盼放水

□本报记者 张勤峰

8日，银行间市场资金面延续偏紧的态势，回购利率上涨居多。市场人士指出，临近年底资金面将面临多重压力考验，仅靠市场力量恐难避免进一步收紧，机构期盼央行放水支援。

昨日银行间市场上，各期限质押式回购利率稳中有升，资金供需继续呈现紧平衡格局。短期资金供给继续收缩，利率小幅上行，隔夜回购加权利率上涨约4bp至2.66%，7天品种涨约6bp至3.48%；中长期限资金依旧紧俏，成交利率涨多跌少，如14天、21天回购利率分别上涨7bp、24bp，跨年的1个月回购利率再涨近10bp至5%，1个月回购利率盘中最高成交在5.8%。

据交易员反映，进入12月以来，大行融出资金明显谨慎，目前短期资金主要靠政策行支持，中长期资金供给更为稀少。该交易员进一步指出，本月中下旬资金面压力恐继续增加。一是，股市持续火爆，吸引大量资金入市，对银行间流动性形成抽水效应；二是，本月新股发行料将启动，资金在途效应不可忽视；三是，年底考核、节假日因素增加机构备付压力，大行等融出资金意愿下降。而与此同时，无论是公开市场到期资金还是外汇占款投放渠道，所能期待的流动性供给都极为有限。在此背景下，市场对于央行主动投放货币的诉求持续上升。

有债券市场人士表示，仅靠市场力量，恐怕难以阻止资金面在年底前进一步收紧，央行投放资金的可能性在上升，而例行公开市场是一个重要的观察窗口。数据显示，本周公开市场仅有50亿元到期资金，短期资金面偏紧令逆回购重启的预期不断增强。

禾城农商行披露同业存单发行计划

□本报记者 张勤峰

禾城农商银行8日公布了其2014年度同业存单发行计划。至此，今年以来已披露的商业银行同业存单计划发行金额累计已逾1.42万亿元。

发行计划显示，禾城农商银行今年同业存单发行额度为1亿元，该行将自行确定每期同业存单的发行品种、金额及期限。经东方金诚评定，禾城农商银行的主体评级等级为A+。

另据中国货币网信息，12月9日将有13家银行发行共16只同业存单，计划发行金额合计109亿元。其中，上海银行、宁夏银行、富邦华一银行、汉口银行、杭州银行、绍兴银行、厦门农商行、徽商银行、无锡农商行、包商银行各发1只，招行、兴业、华夏将各发2只。

今年以来，同业存单发行主体和市场规模不断扩容。统计显示，今年以来已有86家银行披露同业存单发行计划，计划发行额总计达到1.4255万亿元。另据Wind统计，截至12月8日，今年以来同业存单累计发行量已达837只、7888.20亿元。