

# 美元稍息 人民币宽幅震荡

□本报记者 王辉

在安然度过前期美元疾风骤雨般猛涨的考验之后，上周人民币对美元展开猛烈反攻。虽然本周以来人民币未能再现前期的凌厉涨势，但盘中仍维持了偏强的表现，日内波动较大。分析人士指出，最新公布的3月汇丰PMI指数等经济指标仍较弱势，不支持人民币对美元持续大幅升值，综合考虑人民币国际化等因素，未来人民币汇率仍将延续稳健走势，短期在急涨后料转向宽幅震荡。

## 人民币强攻后现整固

据中国外汇交易中心公布,3月25日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1410元，该中间价较前一日

的6.1398元小跌12基点,整体保持了3月下旬以来围绕6.14关口波动的格局。即期市场交易价方面，在上周中持续大涨之后,25日人民币兑美元即期汇率继续在6.21元一线整固，未表现出较明显的运行方向。

具体看,25日人民币兑美元即期汇率早盘小幅低开27基点报6.2080元，盘中最低至6.2172元，收盘报6.2125元,较

## ■观点链接

### 海通证券：升值主因是不具贬值趋势

人民币3月以来逆势升值，本质原因是人民币不具备中长期贬值趋势。首先,人民币国际化支撑汇率。一个真正国际化的货币一定是一个适当强势的货币,也只有一个适当强势的货币才会增强投资者的持币信心。当局将继续推进人民币国际化进程,加强全球市场对人民币需求,因而长期来看人民币不存在趋势性贬值的动力。其次,外贸顺差持续扩大,基本面支撑汇率。在进口萎靡的形势下,中国目前维持高额的贸易顺差,已连续10个月维持在300亿美元以上,顺差规模高企,有利于对冲资本外流,也缓解了人民币贬值压力。三是,近期美元兑人民币汇率中间价大幅上调，中间价的指引支撑了人民币汇率。此外,近期亚投行筹建和IMF重申SDR货币篮子的相关消息为人民



前一日收盘价跌72基点或0.12%。自本月19日以来,该即期汇率已连续5个交易日在6.20元至6.22元的区间内进行整理。不过从盘中来看，近几个交易日人民币即期汇价盘中高低点价差普遍多达150基点左右，这也显示出多空力量仍有一定分歧。

值得一提的是,由于上周出现强劲升值,人民币兑美元汇率年初以来走出

币升值添柴加薪,而受联储利率预期下调影响，美元指数大幅回落至100以下,也是人民币汇率预期转稳的因素之一。

### 交银国际证券：阶段性贬值告一段落

上周人民币兑美元汇率出现快速升值,这或许表明自去年第四季度以来的人民币兑美元贬值趋势告一段落。这一走势印证了我们近期的观点,即在政府努力推动人民币国际化的背景下,人民币汇率的大幅贬值并非其最佳战略选择。但与此同时,人民币汇率的强势不利于中国出口商的利益。实际上,货币的国际化与出口导向战略之间可能本来就是鱼和熊掌不可兼得的关系,在历史上德国和日本政府在推进本币国际化上态度都曾经不是非常积极,背后原因就是他们担心货币国际化会损害本国的出口竞争力。

一个“V”型,当前汇价与年初时基本相当。截至北京时间3月25日17时,美元指数今年以来累计上涨7.36%，而同期人民币即期汇价仅小贬85基点或0.14%，为同期全球表现最为突出的主要非美货币。

## 有望延续稳健表现

市场人士指出,人民币汇率在短期

### 兴业证券：货币宽松不意味着贬值

一国的汇率本质上由市场对于该国货币的需求所决定，其影响因素包括但不限于:短期利率差,由货币政策决定;中长期利率差,由中长期经济前景、系统性风险决定。如果货币收紧拖累经济增长预期，汇率反而有更强的贬值压力。而如果政策宽松提振了这个经济体的长期增长预期，反而有利于稳定汇率，这就是近期欧洲的例子,在充分反映欧央行宽松之后,近期欧元开始反映欧洲经济基本面数据的改善。因此,货币宽松不能与汇率贬值简单等同。回到人民币,且不说当前央行偏宽松的货币政策是市场认为系统性风险不大的重要原因，同时近期发达经济体纷至沓来的加入亚投行也体现了一些长期政策正在逐步起到作用。从这个角度来说,我们维持对人民币汇率保持稳定的判断。

急涨之后转入震荡符合各方预期。24日公布的汇丰中国3月PMI初值为49.2,大幅低于2月份数据和市场预期值，显示出宏观经济回升势头仍较乏力,若人民币汇率继续大幅升值,将缺乏基本面的有力支持。与此同时,美元指数在短线大幅回调后也显示出一定的走稳迹象，客观上有助于人民币兑美元汇率转向震荡。

对于未来一段时间人民币汇率的走势,多数市场机构认为,在成功扭转今年1月中旬至2月末的颓势之后，人民币国际化、资本项目可兑换推进步伐的加快,以及货币当局谋求人民币加入特别提款权(SDR)货币篮子,均有助于人民币汇率保持相对稳健的表现。海通证券等机构表示，市场各方对于人民币汇率中长期的预期正在趋稳，中短期内人民币汇率并不会由于货币政策的缓步宽松而出现明显贬值。

此外,交银国际发表观点称,出于担心本币强势国际化会损害本国的出口竞争力的考量,历史上德国、日本等国在推进本币国际化的态度都不甚积极。因此,为了减轻出口部门的压力,人民币未来不排除出现阶段性贬值，但中长期汇率基调仍会表现强势。

### 光大证券：贬值压力缓和

2015年以来,亚洲国家中菲律宾比索、泰铢和印度卢比汇率相对坚挺,而人民币汇率在本轮新兴货币贬值潮中并没有显著跑赢亚洲其他币种，这意味着除了美元升值因素,人民币汇率的贬值预期也源于国内基本面因素的变化。近期人民币汇率转强的原因在于离岸市场对于人民币基本面之前过度悲观的预期修正,再加上近日亚投行事件的正面影响。我们认为,驱动国际资本流动的根本原因在于风险调整后的回报率。当前中国相对欧美享有正利差,但是风险不确定性也很高。因此,未来人民币的贬值预期是否根本扭转在于两点:一是美元走弱;二是内部经济增长企稳,扭转风险偏好,使得人民币资产能带来风险调整后的正利差优势。(张勤峰 整理)

# 新债有限回暖 现券调整中布局

□本报记者 张勤峰

得益于资金面继续好转,25日一级市场需求有所回暖，财政部招标的3年期国债中标利率略低于二级市场和预测均值,但投资者仍存谨慎情绪。市场人士指出,当前债券市场多空因素交织,收益率暂不具备明显下行动力,但部分期限的投资价值正重新显现,可在利率上行过程中逐渐布局。

## 需求转暖 定位偏低

25日,财政部就今年第四期记账式附息国债进行了利率招标。本期国债为3年期固息债券,招标总额200亿元。据中债登披露的招标情况显示,本期国债中标利率为3.22%,投标量500.7亿元,全场投标倍数为2.5倍。另据市场人士透露,本期国债边际中标利率为3.28%，边际投标倍数为2.64倍。

本期国债中标利率小幅低于二级市场水平。据中债到期收益率曲线显示,24日银行间市场代偿期为3年期的固息国债收益率为3.25%。此外,此前

几家券商机构预测本期国债中标利率在3.21%—3.28%之间，预测均值亦接近3.25%。认购倍数则属于年内国债招标的中等水平。总体上看,招标结果略好于预期,较最近发行的政策性金融债有所回暖。

市场人士指出,近期市场资金面逐步改善,货币市场利率整体持续走低,在一定程度上提振一级市场招标结果。本期国债属中短期债券,所受流动性回暖的提振相对明显一些。数据显示,25日银行间质押式回购市场上,各期限回购利率纷纷走低，其中指标7天回购利率续跌9基点至3.88%，已连续九个交易日回落。此外,当前债券收益率曲线极为平坦化,3年期国债与10年期国债之间利差不到25基点,在流动性转暖背景下,中短期债券的性价比相对凸显。

## 多空交织 情绪谨慎

值得注意的是,本期3年期国债投标倍数中规中矩,而边际中标利率与加权中标利率之间利差仍达到6基点，显示交易户有博边际的倾向,投资者参与仍较为谨

慎。这也是近期债券市场投资情绪的真实写照。

从中期来看,债券市场牛市行情难言到头,经济疲软和政策宽松仍带来利率下行的想象空间,尤其是经过春节以来持续震荡调整,部分债券的收益率正重新具备吸引力。

前两月相背离的经济与金融数据,加剧了市场对经济增长预期的分歧。在春节后开工旺季、基建投资加码和企业补库存推动下，经济增长短期企稳的可能性不能排除，但是当前经济增长核心的问题在于结构调整完成前仍欠缺内在增长动力,经济上行的持续性存疑。日前披露的3月份汇丰中国制造业PMI初值就再一次显示出制造业回暖乏力的局面。中金公司认为,补库存的小周期库存难以抵御大周期的下行压力，二季度经济和通胀仍会延续下滑。而在经济出现实质性回暖证据之前，债券收益率上行风险仍有限。

同时,疲软的经济形势有望刺激货币政策进一步放松。3月以来,央行已三次下调公开市场逆回购利率,释放出强烈的引

导资金利率下行的信号。此外,央行对月内到期的MLF进行了增量续做,投放流动性的态度也比较明确。机构指出,在经济未起，政策仍可能加码放松的背景下,债市牛市尚未走完,春节以来的这一轮持续调整,则令部分期限的债券收益率正重新具备吸引力。

然而，当前资金利率下行力度仍不够,以及股市分流、信贷扩张、利率债超量供给等因素制约投资者参与信心。资金利率偏高导致短债收益率居高难下,当前长短期债券利差过于狭窄的状况亦阻碍中长债收益率下行。市场人士指出,虽然逆回购调价信号明显,但是由于缺乏低成本资金供给，银行间资金成本很难明显下降,况且当前债券市场还面临股市上涨分流和信贷扩张挤占资金的影响。此外,地方存量债务置换将大量增加地方债供给,在春节后供给季节性增多背景下,严重影响一级市场投资情绪。

机构指出,总体上看,债券市场调整有“顶”,但考虑到短期多空因素交织,仍欠缺上涨动力,可以在利率上升的过程中逐渐布局。

# 债市区间震荡将加剧

□国海证券 范小阳

年初以来，债券收益率仍在小幅下行,但市场分歧明显加大,利率债收益率在降息后快速反弹,当前市场的分歧集中在政策放松空间和资金利率走势上。

大概率上讲，政策利好已经基本出尽,收益率明显下行难度较大。首先,政策大幅放松的动力不强:经济增速大概率保持在7%以上,预计7.1%左右,符合政府预期目标;通胀低点已现,实际利率不会大幅上升；就业平稳，不会出现2000年和2008年大幅下滑的情况,而且管理层对大规模刺激的态度始终较为谨慎。其次,政策也缺乏大幅放松的空间：与2002年和2008年的低点相比,未来降息最多1次,降准以对冲性为主,定向工具的作用不能高估。因此,在目前债券收益率和利差处于

历史低位的情况下,收益率大幅向下的难度比较大。

资金利率下行可能是比较确定的,但利好影响可能有限。在人民币不具备趋势性贬值压力的情况下，尽管汇率波动加大、外汇占款趋势性下降,但政策宽松态度才是资金面主导因素，未来资金利率持续下降可以期待,当然,资金面也不太可能回到2009、2010年的极度宽松状态，预计R007在4、5月份可能回到3.0%—3.5%左右。但是，市场对于资金利率下降已有预期,即便兑现,影响也将有限。

经济可能好于预期是未来的核心风险点。1—2月份经济数据中出现了一些积极的变化;春节后经济活动重新恢复,3月份部份数据出现了好转;未来财政政策发力可能是经济最重要的托底力量,目前名

义2.3%、实际2.7%的赤字率已经处于历史高位,从2000年以来的经验看,财政的加码往往是经济企稳的重要力量，而且从1—2月的社会融资成本来看，目前已经低于上市公司ROIC，企业投资需求将有所恢复。因此,我们对经济增长7.1%的预测还存在上调的可能性。

净供给的短期冲击也需要关注。中期来看，净供给不是收益率走势的决定因素,净供给较高的时期往往对应着需求旺盛、收益率下行的阶段,而且1万亿的置换债券并不新增供给。但是在二季度可能存在错配:一是发行与到期日期的错配,5月份利率债到期量少,而地方政府置换债券可能会在4月之后就启动；二是投资者错配:置换债券与城投债的投资者不同,这些都有可能对收益率有压力。

通过绝对收益率和信用利差两个方

面,对二季度收益率波动区间进行定位,根据这个定位来看，目前收益率大多都还处于波动区间下限。未来更大的变化在于信用债市场格局的改变：政府融资渠道将更加规范,PPP等新的融资模式将会兴起,地方政府信用将会进一步剥离,产业债将会成为主流，这也将对我们的信用评价体系带来新的考验：以往看重地方经济和财政实力的思路要逐渐转变,更加看重企业现金流、盈利能力等财务指标。

二季度债市将呈现牛市尾声、区间震荡加剧的状态,并且在区间震荡中,收益率上行空间和概率都大于下行。所以,策略上建议逐步获利了结，转入防守阶段,而且在收益率上行过程中更加重视做空工具的运用,当然,短期情绪过度悲观时,仍会有一定的波段操作机会。

## 转债短期调整压力增大 齐翔转债复牌大涨15.3%

□本报记者 葛春晖

周三,在A股明显回调的背景下，转债市场呈现普跌格局,个券表现大幅弱于正股。当日因公告购买资产首日复牌的齐翔转债大涨逾15%,成为市场上少有的亮点。

在“十连涨”后,昨日上证综指终于出现调整，全天下跌0.83%。与此同时,中证转债指数大跌8.21点或1.83%，不但跌幅大于股指,且是连续第二个交易日下跌。个券表现方面,两市正常交易的18只转债2涨1平15跌,表现远不及正股的9涨9跌。其中,正股“一”字涨停的齐翔转债全天大涨15.30%，居两市涨幅首位；长青转债上涨3.40%，成为另外一只收红个券，但涨幅远不及正股的7.07%。跌幅榜方面,浙能转债、冠城转债、东华转债分别下跌3.28%、3.24%、3.01%，位居跌幅前三。

停牌一个半月之后，齐翔腾达正股与转债于25日双双复牌。齐翔腾达早盘直接涨停,全天成交稀少,截至收盘,涨停价封单仍近7万手;齐翔转债高开震荡,盘中最高169.90元,最低156.156元,收报166.490元，

全天上涨15.30%。公司公告称，拟以8.76亿元的对价收购山东齐鲁科力化工研究院有限责任公司99%股权。分析人士称,齐翔腾达停牌期间,大盘及相关行业个股屡创新高，且收购齐鲁科力有利于提高公司经济效益，预计公司股票后市将连续上扬，因此给齐翔转债提供上升空间。

在转债指数两连跌之后,分析人士指出，随着股市短期调整压力加大，短期内转债市场仍存在一定的调整空间,投资者需多一份谨慎。海通证券日前指出，本轮牛市由增量资金推动的特点明显，虽然转债价格受正股拉动提升，但高价格、高估值、转债个券只数较少等多重因素使转债操作余地较有限，已持有者仍可继续分享上涨，但波段操作的投资风险较大。民生证券亦在本周初指出，市场的连续上涨对资金面产生压力，加之年报披露高峰来临，新三板快速推进产生资金分流等因素干扰，市场短期内或存在着调整的需要,波动性将加大，加之转债高估值对转债上升空间的挤压，需多一份谨慎，可关注低估值加题材类机会。

## 江苏首批一般债券发行额648亿

□本报记者 张勤峰

江苏省财政厅25日发布《江苏省财政厅关于组建2015年江苏省政府一般债券承销团的通知》。该通知披露,今年江苏省政府一般债券将分批发行,第一批发行规模为648亿元,包括三年、五年、七年和十年等多个期限品种。

该通知指出,2015年江苏省政府一般债券分批发行,此次组建的2015年一般债券承销团为今年所有一般债券的承销团。江苏省今年第一批一般债券发行规模为648亿元,其中:三年期债券129.6亿元(占20%)、五年期债券194.4亿元(占30%)、七年期债券194.4亿元(占30%)、十年期债券129.6亿元(占20%)。

据财政部披露的相关管理办法，今年发行的地方政府债

券将分为一般债券和专项债券两种，其中一般债券是地方政府为没有收益的公益性项目发行的、约定一定期限内主要以一般公共预算收入还本付息的政府债券，债券资金收支列入一般公共预算管理；专项债券则包括为2015年1月1日起新增专项债务发行的新增专项债券、为置换截至2014年12月31日存量专项债务发行的置换专项债券，债券资金收支纳入政府性基金预算管理。地方政府一般债券和专项债券发行限额均由国务院下达。

综合财政部已披露的信息来看,今年地方政府一般债券发行额度为6714亿元,并将发行1000亿元新增专项债券,另外财政部已下达1万亿元地方存量债务置换额度，也即有1万亿元的置换专项债券发行额度。

## 农发行30日增发三期金融债

□本报记者 葛春晖

中国农业发展银行25日公告,定于3月30日利用中国人民银行债券发行系统第二次增发2015年第三期、第六期、第七期固息金融债券各不超过80亿元,总量不超过240亿元。

农发行2015年第三期、第六期、第七期金融债分别为1年期、3年期、5年期固定利率债券，票面利率分别为3.68%、3.83%、4.02%，起息日分别为

2015年2月27日、3月10日、3月12日。本次增发的三期新债均为3月30日发行,4月1日缴款,1年期品种的上市日为4月3日,3年、5年品种的上市日为4月8日。三期新债上市后均与原债券合并交易,发行人对上述债券保留增发权利。

本次增发的三期债券均为固定面值,采用单一价格中标(荷兰式)的招标方式。三期新债均不设基本承销额，承揽费率依次为0.05%、0.05%、0.10%。

## 长沙银行30日招标5亿金融债

□本报记者 葛春晖

长沙银行25日公告称,定于3月30日通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行该行2015年第一期金融债券。

本期债券计划发行5亿元,期限为5年,其中第3年末附发行人赎回权。债券前3个计息年度的票面年利率将通过招标系统招标决定，在前3个计息年度内固定不变;如果发行人不行使赎回权，则从第4个计息年度开始到债券到期为

止，后2个计息年度的票面年利率在初始发行利率的基础上提高1.5个百分点。本期债券采用单利按年计息，不计复利,逾期不另计利息。时间安排上，本期债券招标日为3月30日,分销日为3月30日至4月1日，缴款日、起息日为4月1日,付息日为存续期限内每年的4月1日(遇节假日顺延)。

联合资信评定长沙银行的主体长期信用等级为AA,拟发行的本期债券信用等级为AA。

## 新世纪调升经纺城开发公司评级

□本报记者 张勤峰

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布公告,将绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营有限公司的主体信用等级由AA/稳定调整至AA+/稳定。

新世纪评级指出，此次调升轻纺城开发公司主体评级主要基于三点考虑：一是轻纺城开发公司旗下的中国轻纺城市场招商状况良好，市场成交额保持增长，同时由于竞租模式

的推广，平均租金水平存在上涨趋势，市场运营效益随之提升,并有望在未来继续增长。二是绍兴市柯桥区地方财力较强，轻纺城开发公司及下属企业在柯桥区属企业中地位较为突出,可持续获得柯桥区政府政策支持。三是轻纺城开发公司的下属企业绍兴县交通投资有限公司近年来承担了较多的交通基建任务,但目前其项目运营模式以BT为主，柯桥区较强的财政实力可为项目回款安全性提供一定保障。