

人民币兑美元汇率中间价创逾4个月新高

# 人民币汇率彰显稳中偏强特征

□本报记者 王辉

最近一个多月来,在美元指数持续回调的背景下,人民币汇率再次彰显出稳中偏强特征。29日,人民币兑美元汇率中间价一举创下2014年12月18日以来的新高,即期汇价亦延续3月下旬以来的窄幅震荡态势。分析人士指出,尽管近期经济数据疲弱、货币政策取向宽松都使人民币承受一定的贬值压力,但综合考虑央行货币宽松力度仍保持克制,美国加息预期推迟令美元走牛步伐放缓等因素,预计中短期内人民币汇率有望延续中枢稳定、双向波动的总体运行格局。

## 中间价即期价联袂上涨

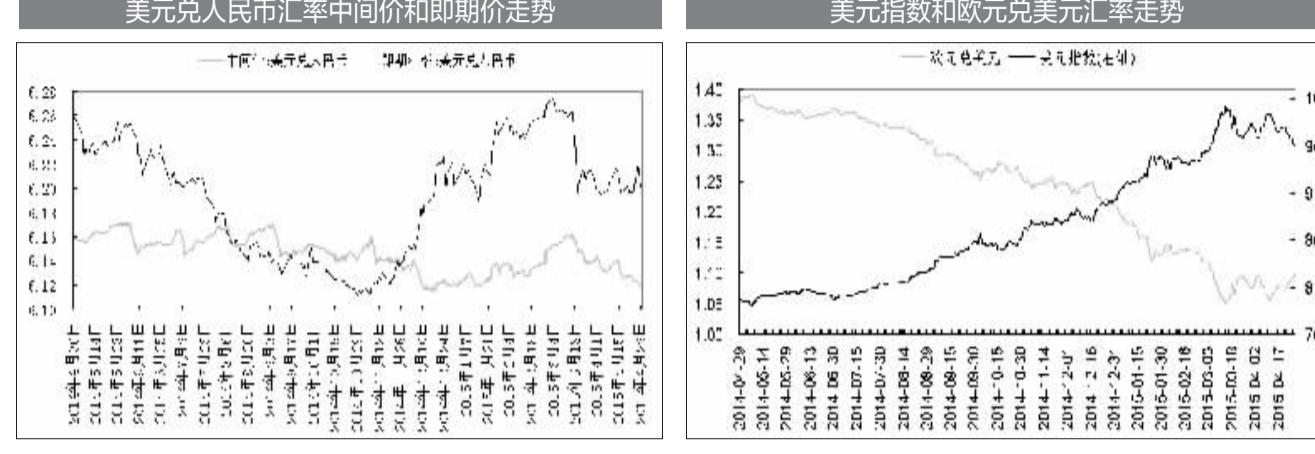
据中国外汇交易中心公布,2015年4月29日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1169,28日续升40基点。至此,该中间价在连续五个交易日上涨之后,一举刷新了2014年12月18日以来的4个多月新高。

自3月下旬以来,在美元指数冲击百点关口无功而返、陷入盘整的背景下,人民币汇率中间价便呈现出明显的震荡走强特征。相较于3月12日6.1617的阶段低点,一个多月来人民币中间价已累计走升448基点。

即期汇率方面,经过27日的急跌之后,28日、29日人民币兑美元即期汇价跟随中间价重新走强,已基本收复了彼时的绝大部分失地。29日,人民币兑美元即期汇价高开高走,收报6.1997,较28日上涨60基点或0.10%,重新回到6.20关口上方水平。数据显示,3月13日以来,伴随中间价持续走强,人民币即期汇价亦累计上涨了627基点。而值得一提的是,3月下旬以来由于内地公布的经济数据疲弱、超预期降准引发市场货币宽松预期升温,人民币即期汇价走势略逊于中间价,但仍保持了在6.18-6.22区间内窄幅波动态势,未出现明显贬值。

市场人士表示,从3月中旬以来的汇率走势看,人民币中间价领涨即期汇价的特征较为突出。而从今年以来的整体走势看,人民币汇率运行中枢仍可以一个“稳”字概括。数据显示,相较于2014年年末,今年以来人民币汇率中间价、即期汇价先贬后升,截至29日实际仅分别微升了21基点、43基点,呈现出明显的稳中偏强运行特征。

综合各方面因素来看,尽管近期经济数据疲弱、货币政策取向宽松都使人民币承受一定的贬值压力,但预计中短期内人民币汇率仍有望延续中枢稳定、双向波动的总体运行格局。



## 负面预期扰动有限

在央行货币宽松政策日益深入的背景下,近期部分市场人士对于“中国版QE”等超常规货币宽松手段的猜测一度有所升温,并在很大程度上强化了市场对于人民币汇率承压的预期。不过,分析人士认为,就当前政策立场而言,央行在货币宽松力度上仍保持克制,因此不会对人民币汇率的稳定带来多少负面影响。央行研究局首席经济学家马骏本周发表观点指出,央行手中有充足的工具,足以维持合理的流动性和没有通过购买地方债来注资。该言论随即令市场对于中国近期将启动QE的预期大大减弱。

另外,美国加息预期推迟导致美元走牛步伐放缓,也明显削弱了人民币的贬值压力。北京时间本周四(4月30日)凌晨,美联储公开市场委员会将结束最新一次议息会议,并发表利率决议和政策声明。而从近期美元指数持续承压下跌来看,市场普遍预计美联储将维持政策不变,同时可能保持相对鸽派的政策立场。不少主流机构认为,由于近段时间美国主要经济数据再度呈现阴晴不定特征,预计美联储加息最早将在今年三季度,较此前市场预期的6月份大幅推迟,因此预计本次美联储议息结果不会给美元带来超预期提振。这意味着,未来一段时间内人民币汇率在外部环境方面不会承受太大压力。

综合各方面因素来看,尽管近期经济数据疲弱、货币政策取向宽松都使人民币承受一定的贬值压力,但预计中短期内人民币汇率仍有望延续中枢稳定、双向波动的总体运行格局。

## 观点链接

**中信证券:**人民币贬值压力依然存在。当前我国处于金融周期下半场,人民币面临贬值压力。首先,经济增长下行压力较大,中国处于降息通道,而美国可能进入加息通道,加剧资金流出中国的压力;第二,在“一带一路”战略的推动下,中国对外直接投资增加;第三,中国的外汇资产大部分由政府持有,而在人民币升值预期消退后,私人部门有重组资产配置的需求,将增加对外资产的配置。不过,预计央行有能力限制贬值的幅度。

**国联证券:**贬值不一定能使我国出口好转。当前人民币兑美元相对稳定,但是美元走强使得人民币相对欧元与日元也走强,实际有效汇率持续上升。在出口形势恶化的背景下,央行不得不考虑维持人民币兑美元汇率稳定的负面效应。但是我们认为未来央行仍然可能继续维持人民币兑美元相对稳定。因为通过人民币的贬值不一定能够使我国的出口好转,当前国家层面上更多考虑的是转型与升级,试图通过贬值拉动出口与当前改革思路相背离。当前人民币国际化战略在倒逼国内的改革,人民币贬值的政策似乎在汇率允许我国出口商品继续依赖于价格优势取胜。在出口结构中,高新技术产品仍然增长,其并未受到人民币升值的冲击,表明转型升级对于出口的提升是更为治本之策。

**广发证券:**汇率是调控手段,而非调控目标。国际收支平衡才是央行最重要的对外均衡目标,因此当外汇流出压力显著上升时,央行可能采取汇率调节的手段。3月中旬,人民币贬值预期被迅速扭转,可能是央行对冲外汇流出的政

策体现。目前,人民币汇率维持稳定,贬值预期持续走低。整体看,外部流动性仍然处于可控范围内。政策维稳预期下,央行操作能够有效对冲外汇流出影响,因此外币流动性难以对我国资金面造成显著影响。

**长江证券:**美元指数5月将恢复强势。3月非农数据大幅不及预期导致美元大幅度回撤,但我们认为3月非农数据不及预期来自于恶劣的天气。从历史上看,2012年末至2013年初与2013年末均出现过暴风雪严重影响经济与就业的案例。有理由相信,在暴风雪影响消退后的4、5月份,美国非农就业数据将迎来持续反弹。同时,薪资持续增长将对通胀带来压力。因此,在4月非农数据公布的5月第一个周五将成为美元指数的关键节点。

**华创证券:**当前推出QE必要性不强。中国目前常规货币政策空间仍大,特别是降准空间,所以用非常规工具的必要性不强。美欧用QE,关键还是常规货币宽松空间已经没有了。目前宏观基本面环境也存在多个对QE的约束条件,毕竟QE也会产生副作用:一是,QE会导致人民币更快贬值,这在美国、欧洲和日本的QE过程中都遇到过。而今年政府强调人民币要保持稳定。二是,QE会导致资产价格的大幅反弹,包括房地产价格和股票价格。从美国市场看,QE的阶段恰恰是股票和房地产暴涨的阶段。对债券而言,美国QE实施后的短期内国债利率向下,但是中期看,国债利率最终都出现了反弹。

# 稀缺性有余 进攻性不足 转债处境尴尬不失持有价值

□本报记者 张勤峰

29日,可转债随正股多数上涨,但整体涨幅仍较正股稍逊一筹。市场人士指出,当前存量转债或面临估值压力,或存在赎回风险,限制了转债跟涨的能力,不过纵向比较,转债整体估值溢价较一季度有所降低,继续杀估值空间不大,且在债券类资产中仍是获取相对回报的有力工具,建议整体以持有为主,并根据转债估值、赎回进度、正股弹性择优操作。

## 随股起舞 涨势略逊

A股市场29日继续呈现高位震荡格局,上证综指先抑后扬,全天基本收平,但个股交投活跃,中小板、创业板表现突出,个股出现大面积上涨。当日正常交易的14只可转债对应的正股中,即有11只上涨,仅3只下跌。转债方面同样如此,不过转债

整体涨幅仍稍逊正股一筹。

具体看,29日,齐翔、通鼎、洛钼转债表现突出,涨幅分别达7.06%、6.44%、4.81%,对应三只正股则全部涨停;格力、深燃、歌尔逆势走弱,跌幅分别达2.76%、0.65%、0.30%,对应正股分别为跌3.44%、涨1.10%、涨1.58%;其余品种涨幅有限,如大盘转债民生仅微涨0.06%。整体上看,当日转债平均上涨1.42%,低于2.28%的正股平均涨幅。

另据Wind统计,29日可转债市场共计成交32.41亿元,低于前一日的37.09亿元,与去年四季度八九十亿甚至上百亿元的日成交规模相去甚远,凸显出存量规模萎缩对转债市场流动性的影响。

## 持有为主 精选个券

年初以来,转债市场跑输正股的情况几成常态。市场人士指出,主要有两方面

因素限制转债跟涨正股的能力。一方面,若转债估值过高,等于提前反应正股上涨利好,会限制转债继续跟涨的能力,这在几只次新转债身上表现得比较明显,通鼎、格力、歌尔以及吉视就属于这类转债。截至29日收盘,这4只转债转股溢价率均高于20%,通鼎更高达52%,当天除格力外,均跑赢正股。另一方面,强赎条款的存在也限制了转债跟涨的时间和空间,当转债接近或触发强赎条款,意味着期权价值下降或即将消失,价格将面临向赎回价回归的内在需求。不难发现,尽管齐翔转债估值不高,转股溢价率甚至为负,但仍未能跑赢正股,原因就在于该期转债已经触发赎回。

而目前转债市场现状是,估值低的普遍已经或接近触发赎回,而未触发赎回或未到赎回期的转债则估值偏高,因此除个别如洛钼、电气等转债外,转债整体进

攻性不及正股。不过,鉴于市场对正股走势预期仍乐观,且转债供需严重失衡,暂无赎回压力的个券估值高有一定合理性,在不过分追高的情况下,仍有持有价值,而低估值转债在注意赎回时点的情况下,也可继续持有,分享正股上涨收益。退一步看,目前纯债市场趋于供给,陷入震荡,转债机会成本仍低,且在债券类资产中仍是获取相对回报的有力工具。

需特别指出的是,对于接近赎回登记日的转债,则需注意价格下行风险和条款风险。例如,深燃转债4月30日为赎回登记日,自5月4日起该转债将停止交易和转股,目前仍持有转债的投资者应在最后交易日及时转股,以避免造成损失。29日,深燃转债全价收报142.52元,含税赎回价则为105元,相差甚远,且目前深燃转股溢价率为负,只要正股不出现大幅下跌,转股代价很低。

# 结售汇逆差与人民币升值缘何并存

从而导致结售汇顺差规模萎缩或逆差规模扩大。反之,当人民币贬至市场预期的波动区间下限附近时,投资者必然倾向于在人民币扭贬为升之前大规模结汇,同时尽可能推迟购汇,从而导致结售汇顺差规模增大或逆差规模萎缩。

3月17-19日,美元对人民币连续三天大幅跳水,从6.26上方暴跌至6.20下方,回到2014年底水平,去年下半年以来弥漫市场的人民币可能较大幅度贬值的预期遭受打击。虽然众多持汇待售的企业因未能抓住3月初6.27以上的结汇好时机而叫苦不迭,但在国际市场美元维持强势,且美联储下半年启动加息的预期仍主导市场的大环境下,市场舆论普遍认为人民币年内仍有贬值的可能,这使得持汇企业倾向于等待人民币再次贬值,从而导致人民币升值却带不来结汇的扩张。

对有购汇需求的境内居民来说,当人民币重回6.20左右,购汇成本较3月初下跌达600-700个基点,其购汇意愿必然增强。由此可见,当3月人民币升至6.20左右时,市场

同时,正如上文所指出的,由于市场对人民币年内再次贬值仍有预期,在人民币反弹至与去年年底持平的价位之后,市场对于人民币后市的升值空间难免心存疑虑。

此外,在3月中旬即期汇率跌至6.20附近后,央行美元对人民币中间价的下行速度明显放缓,这更加令市场怀疑6.20即使不是年内美元对人民币的波动下限,可能距离下限也不甚遥远。在这种心理预期下,不但当前有购汇需求的居民会抓紧时间购汇,未来有购汇需求的企业也可能处于预防性的提前购汇,以规避人民币再次贬值的风险。

远期结售汇数据可以直观反映市场对人民币未来走势的预期。3月远期结汇签约119.6亿美元,为有统计以来历史同期最低水平,仅占当月出口额的8%,亦为历史同期最低水平;3月远期售汇签约377.7亿美元,为有统计以来最高水平,占当月进口额的27%,亦为历史最高水平。由此可见,当3月人民币升至6.20左右时,市场

对人民币可能反转的预期非常强烈。

在双向波动预期下,顺逆差的规模很大程度上取决于市场对人民币波动区间的预判,即期汇率越是接近市场预期的拐点,结售汇可能发生大规模的顺差(或逆差)。此外,随着时间推移,2014年之前流入的热钱存量必将逐渐减少,热钱流出对结售汇的冲击将随之减轻,市场对人民币的升贬值预期将对结售汇规模发挥越来越大的主导作用。

2014年以来,人民币经历了两次低位反转,一次发生于2014年6月初,一次发生于今年3月初,转前的最低价位大体在6.26-6.28之间。若人民币如市场预期在年内再次走出贬值行情,特别是即期汇率接近前期低位之际,错过3月初结汇好时机的企业继续持汇观望的意愿有望大幅弱化,3月这种结汇萎缩、购汇飙升的情况很可能反转,导致阶段性出现大规模结售汇顺差。(作者单位:中国建设银行总行 仅代表作者个人观点)

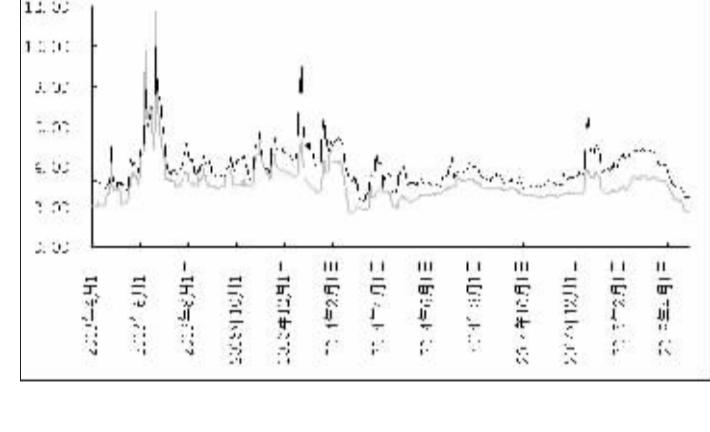
# 流动性充裕 资金利率低位运行

□本报记者 葛春晖

易日明显增加,但供需两旺使得资金价格涨幅有限。

分析人士指出,从目前资金供给情况看,货币市场平稳“过节”已成定局,节后流动性持续宽松也可预期。一是,4月份汇丰中国PMI初值以及发电量、耗煤量等高频数据显示经济尚无明显起色,预计央行在3月份超预期降准后还将继续投放货币来保持货币条件宽松;二是,结合经济疲弱和万亿地方债发行如箭在弦,机构普遍对未来货币政策宽松和流动性进一步充裕抱有乐观预期,融出资金顾虑较小;三是,A股批量IPO对货币市场的扰动明显弱化。这一方面是因为近期整体资金面宽松,IPO对资金面的边际影响较小;另一方面,随着大量打新资金的涌入,货币市场资金总量扩大,在非申购期的资金供给反而更为充裕。中金公司预计,未来一段时间7天回购利率有望稳定在2.0%-2.5%的水平。

## 银行间主流资金利率低位运行



# 农发债招标结果表现平平

□本报记者 张勤峰

债券到期收益率数据相比,此次招标的三只债券中,7年期中标收益率与二级市场利率持平,5年和10年期品种则双双高于二级市场。据中债到期收益率曲线显示,28日银行间市场上5年、7年、10年期固息非国开政策债收益率分别报3.9771%、4.1807%、4.1862%。

交易员指出,目前各省市正陆续组建地方债承销团,万亿地方债发行启动是迟早的事,虽然市场预期相关部门很可能出台配套政策,但在见到真金白银前,交易员并不敢贸然出手,投资人亦希望等待供给释放创造更好的买点,一级市场投资热情不高。由于一级市场结果对二级市场交投影响较大,近期债市或呈现震荡格局,等待供给层面和政策面的明确。

# 国开行下周增发五期金融债

□本报记者 张勤峰

国家开发银行29日公告称,定于5月5日增发2015年第七期至第十期及发行2015年第十一期固定利率金融债券,起息日均为4月3日,缴款日均为5月7日,上市日均为5月13日,上市后同对应的原债券合并交易;1年期新发债票面利率由招投标程序确定,缴款日和起息日为5月12日,上市日为5月14日。本次发行的各期金融债券均采用荷兰式招投标方式,标的为价格或利率,1年期债券追加发行采用数量招投方式。

国开行本次增发的第七期至第十期债券依次为3年期、5年期、7年期、10年期金融债券,新发的第十一期债券为1年期金融债券,专门用于通过商业银行柜台向个人和非金融机构投资者分销。

国开行本次增发的第七期至第十期债券依次为3年期、5年期、7年期、10年期金融债券,新发的第十一期债券为1年期金融债券,均为固定利率,按

付息。3至10年期增发债券面利率依次为4.18%、4.13%、4.25%、4.21%,3年期品种起息日为4月3日,其余三期债券起息日均为4月13日,缴款日均为5月7日,上市后同对应的原债券合并交易;1年期新发债票面利率由招投标程序确定,缴款日和起息日为5月12日,上市日为5月14日。本次发行的各期金融债券均采用荷兰式招投标方式,标的为价格或利率,1年期债券追加发行采用数量招投方式。

以上各期债券均不设立基本承销额;承销费按认购债券面值计算,1年期品种0.3%,3年期品种0.5%,5年期和7年期品种0.10%,10年期品种0.15%。

# 进出口银行下周增发三期固息债

□本报记者 葛春晖

中国进出口银行29日公告,定于5月6日上午通过中国银行间债券发行系统,增发2015年第六期、第八期和第九期金融债券各不超过40亿元,合计发行金额不超过120亿元。

进出口银行2015年第六期债券为5年期固息金融债,票面利率4.10%,起息日为2015年3月24日,本次为第七次增发;第八期债券为10年期固息金融债,票面利率4.29%,起息日为2015年4月7日,本次为第四次增发;第九期债券为3年期固息金融债,票面利率4.02%,起息日为2015年4月20日,本次为第三次增发。

本次增发的三期固息金融债均无基本承销额度,3年、5年、10年品种的发行手续费分别为发行总额的0.05%、0.10%、0.15%。