

美元重现强势

人民币汇率窄幅震荡料延续

□本报记者 王辉

5月以来，在美元指数先跌后涨、重现强势的背景下，人民币汇率中间价与即期汇率仍整体持稳，期间涨跌幅度十分有限。分析人士指出，受当前国内经济基本面前景仍不明朗，市场对于货币政策放松预期浓厚，美元强势难改等多方面因素影响，人民币汇率短期内需承受一定走软压力，但国际化与资本项目开放快速推动等因素，亦给人民币币值带来有力支撑。整体来看，人民币汇率短期料将保持窄幅震荡走势，同时等待基本面等因素给出的方向性指引。

美元指数重上97 人民币横向整理

经过5月份以来的一轮探底回升走势之后，美元指数在本周二再度站上97点关口，重拾中期上涨趋势。不过，在美元指数跌宕起伏之际，人民币兑美元汇率仍展现出了较为明显的窄幅震荡，稳中偏强的运行特征。

据外汇交易中心公布，2015年5月27日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1198，26日的6.1172小幅下调26基点。至此，该中间价连续第三个交易日温和走软，并刷新了4月28日以来的最近一个月新低。不过，从4月末至今的整体表现来看，虽然人民币中间价在5月中旬一度接近6.10的高位，但基本



围绕6.11一线保持窄幅波动，振幅相当有限。

即期汇价方面，5月份以来人民币兑美元即期汇价也呈现为横向窄幅震荡的运行格局。27日，人民币兑美元即期汇价收报6.2014，较周二收盘价小幅上涨26基点，从而暂时结束了此前连续三个交易日的小幅下行。而数据进一步显示，5月初至今，人民币即期汇价依然运行在3月下旬以来6.19至6.22的窄幅区间之内，阶段性僵持的特征十分突出。市场人士称，在经济基本面及货币政策均未有超预期改变的情况下，投资者的人民币预

扭转了过去多年以来敦促人民币升值的政策立场。

中银香港表示，中国的经常账户余占经济增长比例已从2007年的10.1%下降至2014年的2.1%，连续4年在2%左右，显示外部不平衡已大幅改善。相比之下，另一个主要出口国德国的经常账户余占比则居高不下，达到7.4%，绝对金额亦超过中国。总体而言，人民币汇率的确已不再被明显低估。

而经过前期较长一段时间的横向持稳之后，市场观点普遍认为，人民币汇率未来若要打破僵局，还需要一些新的方向性指引，关键点在于国内经济基本面、美元走向、央行货币政策风向等多方面的博弈。

招商银行本周发表观点表示，尽管最近一段时间银行间外汇市场结汇盘略有增加，但整体市场预期无明确的方向，预计短期人民币即期汇价仍将在6.20元附近盘整，未来一段时间人民币汇率的表现仍需观望美元指数的走向以及央行可能给出的政策性方向指引。

另外，中金公司等机构指出，虽然目前人民币汇率在经济基本面方面尚难以获得正面提振，但年内人民币在国际化以及储备地位提升等方面将会取得长足进展，这意味着境外投资者将会大幅增持人民币资产，从而继续给人民币带来升值动力。

美联储加息模式比时点更重要

美联储何时加息已成为国际金融市场情节最为跌宕的一出肥皂剧，市场的预期时点随着美联储会议纪要和官员的口风变化一再推迟。而笔者认为，加息时点更重要的，是美联储的加息模式。

启动加息不过是25个基点的一次性上调，能否持续才是关键。如果美联储启动加息后陷入观望，甚至在加息后再次降息，那将对全球资本流动和美元走势造成巨大影响。

一般而言，在严重的经济衰退过后，美联储习惯以连续加息宣告低利率政策的终结。例如，上世纪90年代初，为应对经济下滑，美联储大幅降息，于1992年9月将联邦基金目标利率降至3%的阶段性最低水平，并维持至1994年1月。美联储于1994年2月启动加息后，在3、4、5月继续加息，累计加息四次，前三次每次加息25个基点，第四次加息50个基点，将联邦基金目标利率提升至

4.25%。在观察市场一段时间后，美联储于当年8月和11月又加息两次，将联邦基金目标利率提升至5.5%，至此美联储加息进程基本结束。

无独有偶，本世纪初互联网泡沫破灭和9·11事件的影响令美国经济再次陷入衰退，美联储也再次大幅降息，于2003年6月将联邦基金目标利率降至1%的阶段性低位，并维持至2004年6月。美联储2004年6月底启动加息后，在当年8、9、11、12月又加息4次，每次均为25个基点，将联邦基金目标利率升至2.25%。本轮加息在节奏上虽然明显慢于1994年，但也仅花费6个月就完成了1.25个百分点的加息幅度。

但与前两次加息相比，当前美联储面对的局面更为复杂，持续加息的可能性很低。

首先，通胀前景很不乐观。1994和2004年加息启动时，美国的通胀形势与当前大相径庭。1994年2月美国CPI同比数据为2.5%，核心CPI同比数据为2.8%；

2004年6月，上述两大通胀指标分别为3.3%和1.9%。当前，美国CPI和核心CPI同比数据分别为-0.2%和1.3%，很明显通胀形势并不乐观。虽然美联储目前更在意PCE指标，但截至3月，美国PCE和核心PCE同比数据分别为0.3%和1.3%，不但距离美联储的2%目标较为遥远，而且二者自2014年5月以来基本处于下滑态势，一旦美联储启动加息，有可能进一步增加实现通胀目标的难度。

其次，资产价格摇摇欲坠。加息对资产价格必然产生下行压力，美联储1994和2004年加息启动后美国股市均一度大幅下挫。今年2月开始，美国股市已经陷入高位震荡，一旦启动加息，很可能诱发股市大跌。一旦股市下行通过蒸发财富抑制消费增长，本已不甚乐观的通胀前景可能更为恶化。

再次，居民实际收入增长缓慢。美国2010年就已走出衰退，但劳动力收入增长并不乐观，2010年至今年4月，美国非农企业全体员工平均周薪增长约

13.21%，但同期美国CPI累计上涨约9.6%，美国劳动力年均实际收入增长仅为0.7%。实际收入增长缓慢意味着消费增长潜力有限，今年1季度美国个人消费支出已出现下滑迹象。

此外，缓慢的收入增长对于房地产市场复苏的支撑力也不甚乐观。扣除商业地产贷款之后，今年4月开始，美国居民个人房地产贷款余额出现较为明显的萎缩趋势。美联储加息导致的房贷压力增大可能进一步抑制信贷的扩张，进而抑制房地产市场的复苏。

总体来看，面对并不稳固的经济形势，即使美联储今年启动加息，也很难按历史惯例连续推进，而很可能在启动之后等待较长时间，如3-6个月之后才决定后续举措，甚至不排除一次加息后长时间按兵不动的可能。若美联储首次加息后陷入停滞，美元的上行难度将随之增大，美元有望由强势上行向强势震荡转变。(作者单位：中国建设银行总行 仅代表作者个人观点)

主流资金利率稳中有降

周三，银行间市场资金面维持偏宽松状态，主流资金利率稳中有降。市场人士表示，月末资金面压力不大，下周IPO冲击预计有限，资金面料将保持整体宽松格局。

数据显示，周三银行间质押式回购市场上，各期限资金利率涨跌互现，中短期资金利率总体稳定。具体看，主流短期品种中，隔夜回购加权平均利率基本持平于周二的1.05%，标杆品种7天回购加权平均利率微降近3BP至1.95%；中期品种中，14天回购加权平均利率上行约6BP至2.39%，21天品种下跌6BP至2.68%；此外，1个月品种涨24BP至2.65%，2个月和3个月品种分

别上涨11BP和下跌22BP。交易员称，当日资金供给充足，大行和股份制银行持续融出3个月以内品种，需求则主要集中于隔夜至14天期限。其中，14天品种成交增加144亿元，主要可能是为了应对下周的IPO申购。

市场人士指出，临近月末，财税缴款压力渐退，加上机构对未来货币政策和流动性预期乐观，大行和股份行融出积极，资金面平稳跨月已无压力。预计下周的大规模IPO对资金利率将有所扰动，但在流动性整体宽松的背景下，预计新一轮IPO仍不会对资金面形成明显冲击，预计资金利率将维持低位震荡格局。(葛春晖)

五年国债中标利率大幅走低

经历了前一日的剧烈调整后，周三债券市场出现回稳迹象，财政部当天上午招标的5年期固息金融债中标利率大幅度低于二级市场水平。

财政部昨日招标的是今年第十一期5年期记账式附息国债，竞争性招标面值总额300亿元，进行甲类成员追加投标。据市场人士透露，本期国债中标利率为3.10%，边际中标利率为3.14%，均较大幅度低于二级市场利率。据中债到期收益率曲线显示，26日银行间市场待偿期为5年的固息国债收益率报3.20%。另据悉，本期国债全场倍数为2.25，边际倍数1.14，实际发行301.2亿元。

26日，银行间债券市场出现较明显下跌，国债期货更创出上市以来最大单日跌幅，当日收益

率曲线上，3至10年期利率债跌势较重。市场人士指出，在缺乏实质性利空因素的情况下，债券市场出现的单日重挫表现出一定的多头踩踏的特征，利率上行后重新显现出一定的投资价值。另外，在资金利率持续低位徘徊，而短债阶段涨幅较大的情况下，3至5年的中等久期品种开始受到资金关注，也在一定程度上提振5年国债投标需求。不过，短期看，市场风险情绪高亢加上新一批IPO在即，债市谨慎情绪难消，博反弹仍需等待更合适的时机。

另据公告显示，财政部定于6月3日招标续发行今年第五期10年期固息国债300亿元，甲类成员可追加投标。该期国债票面利率3.64%，按半年付息，此次续发行采用混合式价格招标方式。(张勤峰)

农发行下周增发三期固息债

农业发展银行27日公告，定于6月1日下午利用中国人民银行债券发行系统在全国银行间债券市场增发该行2015年第九至十一期金融债券分别不超过80亿元、40亿元、80亿元，总量不超过200亿元。

农发行上述三期债券均为固定利率金融债，期限依次3年、5年和1年，票面利率分别为3.99%、3.94%、3.29%，起息日分别为2015年4月22日、4月23日、

4月29日。本次三期增发债券缴款日均为6月3日，1年期品种上市日为6月5日，3年和5年期品种上市后将同对应的原债券合并交易。

招标方式方面，上述三期增发债券均采用无价格上下限，有价格标位及相应数量规定，单一价格中标（荷兰式）的招标方式。以上各期债券均不设基本承销额。(张勤峰)

大公调降国投新集评级展望至负面

大公国际资信评估有限公司27日发布跟踪评级报告，维持国投新集能源股份有限公司（以下简称“国投新集”）的主体信用等级为AA+，评级展望由稳定调整为负面，维持公司2014年度第一期短期融资券信用等级为A-1。

大公表示，国投新集是安徽省四大煤炭企业之一，以动力煤为主。公司煤炭储量丰富，仍具有较强的规模优势；区域位置较好，仍具有一定的运输成本优势；作为控股股东国家开发投资公司煤炭业务重要经营主体之一，能够

得到国家开发投资公司的大力支持；公司将大力发展电力、煤制气等业务，延伸煤炭产业链，有助于实现可持续发展。综合来看，国投新集债务偿还能力很强，仍能够为2014年度第一期短期融资券提供很强的偿还保障。

大公同时表示，国投新集煤炭业务单一，不利于抵御周期性风险，2014年以来受煤价大幅下跌及生产成本上升影响，出现较大亏损。预计未来1-2年煤炭行业持续低迷，公司煤炭业务扭亏较为困难，因此将其评级展望调整为负面。(葛春晖)

中诚信国际调升建投交通主体评级

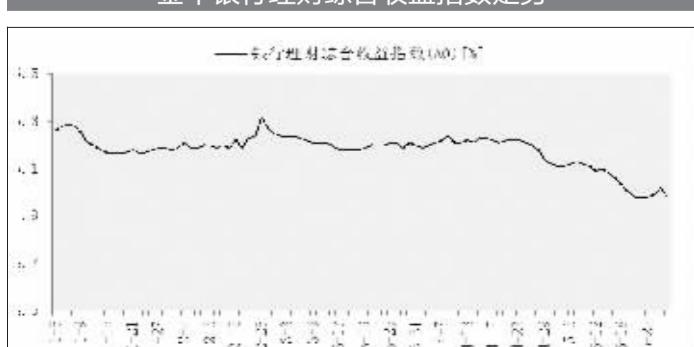
中诚信国际信用评级有限责任公司27日发布跟踪评级报告，将河北建投交通投资有限责任公司（以下简称“建投交通”）的主体信用等级由AA调升至AA+，评级展望由正面调整为稳定；维持“10冀交通债”和“12冀交通债”的信用等级为AAA。

中诚信国际表示，跟踪期内，河北省经济财政实力稳步增强。作为京津冀一体化的重要成员，河北省依托与京津的经济互补优势，大力发展沿海经济，获得了巨大的发展机会，为建投交通的铁路和港口建设业务奠定了坚实的经济基础；

建设经营主体，建投交通一直得到省政府的大力支持。2014年，河北省发改委上报省政府《关于加快推进城际铁路建设工作方案》，计划设立河北省城际铁路发展基金，规模180亿元，用于城际铁路项目资本金，并由建投交通进行管理；河北建投集团为“10冀交通债”和“12冀交通债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，为两期债券还本付息起到很强的保障作用。

此外，中诚信也关注到未来投资规模扩大使公司面临较大的资本支出压力，对参股公司控制能力较弱等因素对公司信用水平的影响。(葛春晖)

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2015年5月27日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.98%，较修正后的上期数据下行4BP。

数据来源：金牛理财网

欧洲债市波动无碍我国牛市行情

□北大方正物产业务发展与研究中心 黎钧

4月月下旬以来，受大宗商品价格反弹、希腊债务局势不明朗、以及前期欧洲各国债收益率超跌的影响，欧洲国债市场出现了较大波动，德国、法国、英国等国的国债短时间内遭到巨量抛售，收益率大幅上行。不仅如此，欧债收益率飙升的影响也迅速传导至各主要经济体，美国、日本的10年期国债收益率也大幅攀升。

不过，与欧债的大幅走弱不同，我国国债在此次国际债券风浪中却逆势走强，为投资者贡献了较好的收益。据统计，2015年4月的德国国债的资产收益率为-1.4%，美国国债为-0.60%，而中国国债的资产收益率为3.42%，表现突出。进入5月之后，上述欧美等国国债收益率均在高位盘旋，而我国国债收益率尽管在5月下旬出现结构性反弹，但4月份以来的下行趋势并未遭到根本破坏。由此说明，我国债券收益率受到此次欧债收益率的影响较小，保持了较高的资产收益。

我国债券市场能够独立于欧美国家债券市场走势的原因，主要包含以下三方面。

第一，当前我国的资本项目尚未完全开放，海外资金无法自由进出我国债券市场，从而对我国债券市场形成的影响十分有限。财政部数据显示，截至2014年末，在我国9565.45亿元的国债余额中，外债余额为979.14亿元，占比仅1.02%。

第二，我国债券的定价机制与国外债券相比存在较大差异。在国外债券风险定价机制中，占主导地位的要素是信用风险溢价。

而我国债券风险定价机制的核心要素是债券的流动性溢价，这是由我国债券市场尚处于发展阶段的特征所决定的。

第三，我国近期的主要经济发展指

标（GDP、工业增加值、进出口贸易额、

投资增速、房地产投资、消费以及社会融资总额等）较为疲弱，政府施行宽松政策的倾向十分显著，这对债市形成较大的提振作用。此外，当前国内低通胀态势也抑制了国债收益率的上行。总的来看，在当前货币政策下，经过多番降息、降准之后，我国债券的长、短端收益率均出现了显著下行，且期限利差具有放大趋势。展望欧债今后走势，欧洲国债收益率下一步或将以下行趋势为主，同时呈现频繁的双向波动态势。一方面，大宗商品价格或将有所回落。石油是大宗商品的典型代表，对大宗商品整体价格具有较强的影响力，由于主要产油国间的市场博弈正酣，则国际油价不会过度上涨。根据EIA测算，国际油价2015年的年内均衡价格预计在61美元左右。另一方面，过高的国债收益率将导致欧元区融资成本上升，不利于欧元区经济复苏。有鉴于此，欧洲央行执委科尔5月19日表示，欧央行将加速QE，以促使国债收益率下行。此外，近期欧债收益率获得了巨大涨幅，其超跌带来的估值修复过程已经完成。

但需要注意的是，希腊债务风波的演变或将对希腊及其边缘国家国债造成负面影响。希腊在未来6月、7月以及8月将面临的到期债务高达200多亿欧元，而目前希腊政府提交的改革方案仍然未获得国际贷款人的认可，前景尚不明朗。就我国国债而言，从国内经济基本面以及政府政策导向来看，其收益率将在较长时间内保持较低水平。一方面，宽松的政策将助推国债收益率下行。当前政府稳增长任务较重，主要经济指标面临较大的下行压力，需要宽松政策恢复市场活力。此外，当前一般贷款利率高达6.8%，而一季度GDP名义增速仅为5.8%左右，意味着市场总体投资回报率大幅低于借款利率，融资成本亟须降低。另一方面，较低的通胀水平也促使国债收益率下行。当前我国主要价格指数处于较低水平，2015年1季度我国GDP平减指数同比下跌1.1%，表明经济以GDP平减指数衡量已陷入通缩。而CPI已连续8个月位于2%以下，PPI也连续38个月同比下滑，价格指数的低迷将消解国债收益率的上行动力。