

# 汇价急挫殃及债市 利率上行风险总体有限

□本报记者 王辉

11日,债券市场出现较大波动,二级收益率走高,就连近期持续强势的一级市场也出现走弱迹象,部分中长期限国开债招标利率高出二级市场水平。市场人士指出,日内利率波动起初源于早间信贷数据影响,而后人民币汇价一次性重挫引发的资本外流担忧主导利率上行走势。进一步分析认为,因有金融市场稳定举措的扰动,金融数据改善尚不能证实经济出现明显回升,而人民币出现持续贬值可能性不大,因此未来债券市场利率上行风险总体有限。

## 双重利空突袭

11日,银行间债券市场全面走软,利率升幅较前一日有所扩大。好于预期的7月金融数据及人民币罕见大幅走贬令债券市场情绪明显受挫。

现券方面,11日银行间国债、政策性金融债收益率各期限上行明显。全天来看,国债收益率中长端整体上行约5-8BP,政策性金融债收益率中长端上行8-10BP。其中10年期国债收益率上行5BP至3.53%。一级市场上,国家开发银行11日上午招标的1至10年期固息增发债券,认购需求虽整体平稳,但是中长端中标收益率却明显高于二级市场的格局。

此外,从国债期货市场行情来看,债市情绪变化更加明显。当日5年期国债期货主力合约TF1509大跌0.51%至96.430元,10年期国债期货主力合约T1509也下挫0.49%至95.190元。

市场人士表示,11日早间公布的7月金融数据明显好于此前预期,一度令经济企稳回升预期增强,率先推动债券利率上行,尽管随后市场意识到数据并没有表现的那么靓丽,但中国外汇交易中心受权公布的人民币汇率中间价及早盘即期汇价出现罕见急跌,又引发了资本外流的担忧,债券收益率因而继续走高。

## ■观点链接

### 中金公司:贬值似忧实喜

表面上看,人民币贬值不利于债券,因为可能引发资金外流和利率上升;但从实际角度来看,如果贬值是一次性的,后续人民币汇率企稳,信心恢复,资金不会出现明显外流,甚至可能增加海外投资者对人民币资产的重新关注和吸引力。从这个角度来看,对债市是中长期利好的。因此,短期债市由于对汇率贬值的恐慌导致收益率上升,可能带来买入机会。何况我们预计货币当局会继续注入流动性来对冲贬值后短暂的负面流动性影响。加上7月经济疲弱,货币当局仍有维持总体流动性宽

### 短期波动料难成趋势

尽管汇率贬值等因素导致昨日金融市场行情和情绪出现一定波动,但多数市场机构仍认为,未来较长时间内债券市场在货币政策、流动性环境、经济基本面等方面面临的支撑仍将大概率保持稳固,断言债市趋势性转弱仍为时尚早。

对于7月金融数据,昨日有多家机构发布观点指出,金融数据存在在不可持续的扰动,实际改善程度仍旧有限。招商证券表示,7月M2增速较上月大幅反弹1.5个百分点至13.3%,主要缘于银行对证金公司授信对M2的拉动作用。6月份剔除非银机构贷款(主要是对证金公司的授信),居民和企业贷款新增额总共只有5890亿元。从结构上看,居民户和企业户短期贷款双双负增长,表明银行风险偏好更加谨慎。整体来看,实体经济需求依然不振。民生证券也指出,企业中长期贷款创18个月新低,这与信贷需求指数创有数据以来的新低一致,显示企业贷款需求仍然相当疲软。考虑到金融数据转暖与稳增长关联不大,反而意味着后续货币政策仍需继续加大稳增长力度。

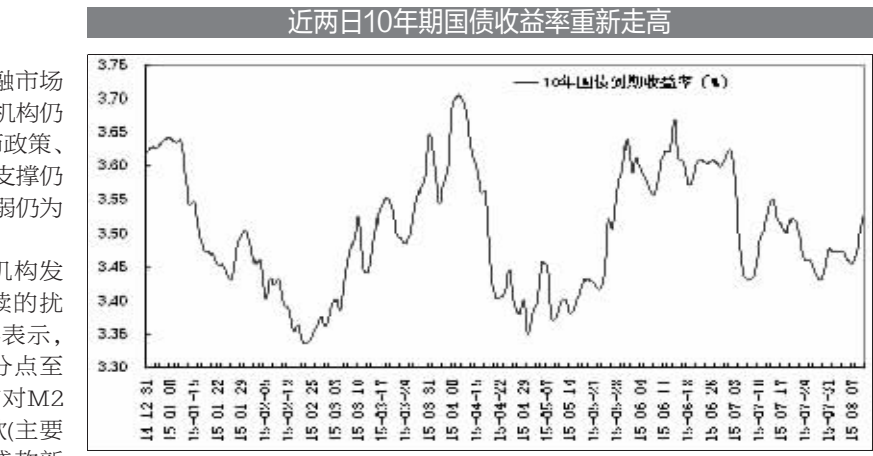
而对于人民币汇率短期剧烈波动,招商证券进一步表示,在全球贸易规模增长放缓的背景下,贬值对出口的带动作用可能有限,反而人民币币值的稳定实质上有助于降低进口端的成本。从管理层政策取向上看,未来人民币预计将不会出现趋势性贬值。中金公司也发表观点指出,人民币短期或阶段性贬值之后,只要投资者不对人民币贬值形成一致性的趋势性贬值预期,那么未来开放国内债券市场之后,人民币债券资产在汇率对冲成本下降后的吸引力,反而可能会增加。

分析人士指出,未来可能引发债市趋势性下跌的相关因素主要包括:稳增长措施下资金大规模流入实体经济,CPI快速上涨、货币政策收紧、资本大幅外流等。现阶段并没有看到这些现象的出现,因此对债券市场行情无需过度担忧。

### 中投证券:汇率对债市影响不大

金的必要,可能会增加定向流动性投放。债券牛市在未来一段时间依然可以延续,短期内汇率贬值实际上是消除了债市未来面临的一个隐忧。

汇率波动是经济基本面的果,而不是因,人民币资产同理。从历史经验来看,汇率贬值不一定引起一国本币资产价格的下跌,这在上世纪80年代的美国、2003-2007年的美国以及2006年以来的日本股市都有验证,即贬值未引起股市下挫。即便是未来人民币的缓慢贬值可能导致资金流出速度加快,并可能影响到货币市场流



## ■交易员札记

## 汇率波动引发债市调整

□中银国际证券 斯竹

周二债市收益率整体上行明显,国债中长端上行5-8bp,政策性金融债收益率中长端上行8-10bp。除被视为虚高的金融数据外,当日人民币汇率出现大幅度贬值,是导致债市利率波动的主要原因。

从盘面上看,国债市场3年期品种成交在2.87%附近,5年期成交在3.18%附近,7年期成交在3.50%,上行8bp,10年期成交在3.53%,上行约5bp。政策性金融债交投集中于关键期限品种,收益率整体大幅上行,10年期国开债成交在3.96%,非国开债成交在3.98%附近。信用产品中,短融交投较活跃,收益率略微走高,如2个月的15浙物产SCP006成交在2.45%;中票交投集中在中长期限

中高评级券种,如5年期15铁道MTN001成交在4.06%位置;企业债表现平淡,7年期AA+券种15绍城投债成交在4.78%。

央行昨日披露,决定完善人民币兑美元汇率中间价报价机制,11日人民币兑美元汇率中间价与8月10日中间价出现了接近2%的变化(贬值方向),创历史单日最大降幅。受需求放缓、大宗商品跌价等因素影响,日前公布的7月进出口数据均低于预期,下半年进出口压力仍将较大,稳定经济增长面临很大的压力,在此背景下,人民币纠正偏高的汇价有利于稳定出口。考虑到近期当局可能会通过主动增加流动性投放,以对冲短暂的负面流动性影响,因此流动性宽裕格局不会发生根本改变,预计债市受汇率波动影响将较为有限。

## 光大证券:融资虽增长 债市仍乐观

信贷融资数据的显著增长主要是缘于临时性举措的带动,对于实体经济的推动十分有限,当前经济下行压力不减,货币政策窗口仍未关闭。在美联储加息在即,美元强势周期确立,以及前期人民币对美元贬值不充分(相比其他发达或新兴市场而言)的情况下,人民币贬值压力 and 外汇流出压力将持续存在。以基础货币缺口来预测降准,后续可能存在基于外汇资金流出的被动降准。债市仍然处于较为有利的环境之下,但目前位置交易价值有限,需要等待,票息加杠杆的操作策略仍可继续。(张勤峰 整理)

# 单日贬值千点 人民币打破盘局

□本报记者 葛春晖

经过长达数月的区间波动之后,伴随中间价形成机制的进一步完善,人民币兑美元汇率终于出现突破性走势。8月11日,人民币兑美元汇率中间价、即期价双双大跌逾千基点,市场上的人民币贬值预期也随之有所抬头。分析人士表示,短期来看,人民币汇率仍将承受一定的贬值压力,但中长期来看,人民币难以形成趋势性贬值。

## 中间价市场价急挫

11日早间,中国外汇交易中心公布的当日人民币兑美元汇率中间价报6.2298元,较上一交易日骤跌1136基点或

1.86%。至此,该中间价创下2005年汇改以来中间价最大单日变动幅度,同时创下2013年4月23日以来的逾两年最低水平。

即期汇率方面,在中间价大幅下调之后,11日人民币兑美元即期汇率早盘低开433基点于6.2530元,之后跌幅快速扩大,午后总体持稳于6.3250元附近,尾市收报6.3231元,较上一交易日收盘价下跌1134基点或1.83%。此为该即期汇价2012年9月3日以来的近三年最低收盘水平。

在5月份以来的三个多月时间里,人民币兑美元汇率中间价绝大部分时间都在6.11-6.12的窄幅区间内运行。而人民币即期汇价则从今年3月中旬开始进入窄幅区间波动,7月初以来更一度呈现“一字”横盘走势。而昨日人民币汇率的逾千

点大跌,终于打破了这一僵局。

## 短期贬值预期扩大

昨日中间价的大幅下调,源自于央行就完善人民币兑美元汇率中间价报价机制推出的最新举措。央行宣布,自11日起,做市商在每日银行间外汇市场开盘前,参考上一日银行间外汇市场收盘汇率,综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向外汇交易中心提供中间价报价。市场人士表示,前阶段人民币汇率虽持续横盘运行,但总体上仍存在一定的贬值预期,市场购汇需求大于结汇需求,因此,昨日中间价在上一交易日即期收盘价6.2097的基础上,走低了201基点,顺应了最新的中间价形成机制。

## 短期趋势不明

市场人士认为,近几日转债持续跑输正股,表现为转股溢价率重新下滑,归根到底是因为估值水平存在修正的要求。过高的估值溢价反映了过高的正股上涨预期,在当前股市行情波动较大,牛市预期降温的情况下,面临合理修正的需求。对于电气转债而言,虽然其估值不高,但因其正股接近满足强赎条款,触发了估值的自然收敛。

机构认为,目前转债所处市场环境颇为尴尬,一则整体估值水平不算低,在权益行情不稳的情况下,容易跑输正股;二则信用债行情持续火热,导致转债投资机会成本高,易分流转债投资资金,而转债个券稀少也增加了操作难度。总体上,转

债趋势不明 坚持波段操作

上涨,且跌幅远高于A股基准指数。个券方面,格力转债与正股双双停牌,两只可交换债14宝钢EB和15天集EB双双下跌约1.1%,其中宝钢EB跑赢正股约1个百分点,也是当天唯一跑赢正股的转债;航信和歌尔双双跌约3.3%,而两市跌幅最大的个券为电气转债,跌4.33%,其正股上海电气则是唯一的上涨正股,全天微涨0.53%。

值得一提的是,由于继续较大比例跑输正股,令电气转债本就不高的估值溢价进一步缩窄。据Wind数据,截至11日收盘,电气转债转股溢价率已降至7.69%,明显低于其他品种。进一步看,其余五只转债中,最低的是歌尔转债,其转股溢价率最新降至约20%,而天集EB仍达到50%,航信仍高达89%。

## 央行公开市场操作中性和对冲 流动性充裕 资金价格盘整

11日,银行间流动性整体稳中偏松,各期限资金利率涨跌互现、波幅有限。在此背景下,央行公开市场操作呈中性对冲格局,当日实现零净投放/净回笼。市场人士表示,经济稳增长的需求,决定了货币流动性在未来较长时间内都有必要保持适度充裕和基本稳定,人民币短期贬值对货币市场资金面的影响可控,资金利率低位波动态势有望延续。

央行公告显示,昨日央行在公开市场开展500亿元7天期逆回购操作,与到期逆回购形成完全对冲,中标利率亦继续持平于2.50%。

货币市场方面,11日银行间质押式回购市场(存款类机构行情)上,隔夜回购加权平均利率收报1.57%,较上一交易日上涨2BP;指标7天回购加权平均利率微降1BP至2.40%。市场人士表示,昨日隔夜资金需求依然旺盛,致使隔夜利率在7月初以来连续第28个交易日小幅上行,而7天及以上期限资金价格



## 短端受捧 中长端遇冷 国开债招标结果分化

11日,国家开发银行对该行2015年第15期1年期、第12期3年期、第13期5年期、第16期7年期、第10期10年期固息金融债进行了新一次增发。在资金面宽松、人民币骤贬的背景下,本次国开行五期新债招标结果明显分化,短端品种收益率低于二级市场,中长端收益率则高于二级市场。

来自中债网和交易员的消息显示,昨日1至10年期国开债中标收益率依次为2.5046%、3.2021%、3.5393%、3.8996%和3.9004%;投标倍数依次为4.73倍、5.01倍、3.48倍、3.41倍和3.67倍。中债政策性金融债(国开行)到期收益率曲线显示,1、3、5、7、10年期在8月10日的最新收益率分别在2.5792%、3.2291%、3.5236%、3.8636%和3.8976%。

市场人士表示,一方面,当前银行体系流动性依然十分充裕,存款类机构7天回购加权平均利率昨日跌至2.40%,从而对短端利率债形成有力支撑;另一方面,人民币兑美元汇率经过前几个月的持续窄幅波动后,昨日意外大跌逾千基点,导致市场产生资本外流担忧,且经济企稳预期也随着汇率贬值而有所升温,进而压制债券市场做多情绪,中长端品种首当其冲。短期来看,债券市场走势仍受制于汇率预期,但整体而言,综合经济下行压力短期难以消除、人民币贬值难成趋势以及流动性有望保持宽裕等因素来看,债券市场中长期环境依然偏暖。(葛春晖)

## 年内已发行地方债1.6万亿

天津市财政厅11日公告,定于8月18日招标发行两批合计金额为163.6亿元的地方债,其中包括天津市第二批地方政府一般债券(分为四期,总额77.19亿元),以及天津市第一批地方政府专项债券(分为三期,总额86.41亿元)。

公告显示,天津市上述各期债券均为记账式固定利率债券,四期一般债券的期限分别为3年、5年、7年和10年,三期专项债的期限分别为5年、7年和10年;各期债券均采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率;均为8月18日招标,19日开始发行并计息,21日发行结束;经大公国际综合评定,上述债券的信用等级均为AAA。

另据广东省财政厅公告,该省8月11日以定向承销方式发行了两批置换债券,其中包括145.43亿元的一般债券和38.81亿元的专项债券。广东省此次一般债券分为3年、5年、7年和10年四个期限,专项债券分为5年、7年和10年期三个期限,其中3年、5年、7年和10年期品种的发行利率分别为3.32%、3.66%、3.96%和3.99%,与前日陕西省定向发行品种利率基本一致。

据Wind统计,自5月18日2015年地方债发行正式启动以来,截至8月11日,已发行的地方债总量达到15999.74亿元。(张勤峰)

## 东方金诚上调金庐陵经发评级

东方金诚11日发布了其对吉安井冈山开发区金庐陵经济发展有限公司及其2014年公司债券的跟踪评级。

东方金诚指出,2014年以来,井冈山经济技术开发区经济持续快速发展,公司信息业、生物食品医药业和制造业等支柱产业集聚效应逐步显现,经济实力进一步增强,财政实力有所增强;吉安井冈山开发区金庐陵经济发展有限公司继续从事井开区基础设施建设、土地开发整理及相关配套设施项目建设等业务,主营业务仍具有较强的区域专营性;公司作为井开区重要的基础设施建设主体,在财政补贴等方面继续得到地方政府的大力支持;2014年以来,公司资

产规模及业务收入均大幅增加,公司资产实力提升较快。

同时,东方金诚也关注到,井开区财政收入对土地出让收入仍具有一定依赖,未来存在一定的不确定性;公司在建及拟建项目投资规模较大,未来仍面临较大的筹资压力;公司土地开发整理收入未来仍具有一定的不确定性;公司流动资产中变现能力较弱的存货占比仍然较大,资产流动性较差;公司利润对政府财政补贴仍有一定依赖,盈利能力一般。

综合考虑,东方金诚将公司主体信用等级由AA-调整为AA,评级展望维持稳定,维持“14井开债”的信用等级为AA。(张勤峰)