

政策周期差异支撑美元中期强势

人民币趋稳 资金外流压力下降

本报记者 葛春晖

上周以来，美元指数重新走强，一举收复此前因暂不加息造成的跌幅，再次逼近96点关口。分析人士指出，虽然美联储9月暂不加息，但其货币政策逐渐收紧的趋势明朗，年内加息概率依然较大；与此同时，欧元区和日本仍存进一步放松货币的可能，美国与欧日货币政策的背道而驰，仍对美元构成中期走强支撑。另外，美元强势将使得包括人民币在内的新兴市场货币继续承受一定的贬值压力，但贸易顺差高企、经济增速相对高位等基本面因素，使得人民币不具备长期贬值和大规模资金外流的基础。

加息仍在路上 美元重拾升势

上周四，美联储宣布保持0—0.25%的超低基准利率不变的消息一出，美元应声下跌，当天美元指数下跌0.83%至94.55的9月份收盘新低。而上周五、周一，美元指数分别上涨0.64%、0.80%，周一收报95.92点，一举收复鸽派利率决议造成的跌幅，创下9月8日以来的收盘新高。周二亚市，美元指数在96关口下方维持强势震荡。

事实上，投资者对于本次美联储维持利率不变已有预期，外汇市场走势也提前进行了较为充分的反映。从9月初开始，美国就业数据好坏参半、核心通胀低企，叠加全球金融市场动荡等因素，已使得投资者对美联储在9月份加息的预期明显降温，美元指数也从9月3日的阶段性高点96.40附近一路震荡走低，直至上周美联储维持利率的议息结果出炉。



市场人士表示，在短期政策预期兑现后，投资者重新审视影响汇市后市的全球经济和货币政策前景，不难发现整体环境依然对美元有利。

一方面，虽然美联储宣布9月暂不加息，但其货币政策逐渐收紧的趋势明朗。上周议息结果出炉后，有多名美联储官员发表鹰派言论，令市场认为年内加息的概率依然较大。

另一方面，欧洲和日本量化宽松之路仍未走完。特别是欧元区方面，欧洲央行行长德拉吉在8月利率决议后曾表示，欧元区经济复苏较预期疲软，未来数月可能会见到负通胀，未来三年的经济增速将全面下调。经济疲弱和通缩压力，给欧洲央行留下了较大的宽松空间。分析人士指出，如果美联储上周加息，将会打压欧元兑美元汇率，从而支持欧洲经济，但美联储保持利率不变，加大了欧洲央行继续放宽政策的压力。欧洲央行首席

经济学家普雷特本周一重申，如果经济动荡加剧，央行准备调整其万亿欧元购债计划。

综合各方观点来看，尽管美元上涨步伐仍将受制于美国经济和就业的复苏情况，以及未来加息的节奏和频率，但美国与其他主要发达经济体货币政策的周期性差异，决定了美元在中期内有望保持强势。

人民币趋稳 资金外流趋缓

基于美联储年内加息可能性仍大，美元指数中期仍会震荡走强的判断，分析人士认为，未来一段时间内，新兴市场仍将面临一定的货币贬值和资本流出压力，但从人民币汇率和我国境内资本流动情况依然可控。

事实上，经历了8月中旬的一次性贬值及其后的修复性波动之后，近日人民币汇率已经呈现出明显的趋稳态势。9月

22日，在隔夜美元指数大涨0.8%的背景下，人民币兑美元汇率中间价小幅下调45基点至6.3721，处于9月份以来的中值附近。当日银行间询价交易系统上，人民币兑美元即期汇率收报6.3760，较21日收盘价小跌69基点。离岸市场方面，香港市场人民币兑美元即期汇率在北京时间16:30报6.4065，与在岸收盘价的汇差为334基点。最近一周多时间，境内外即期汇率始终稳定在300—400基点之间，较8月中旬汇改后一度高达逾千基点有明显收敛，反映投资者对人民币贬值的预期有所缓和。

华创证券指出，当前不必过度担心人民币汇率。首先，美元年内不会大幅走强，对人民币汇率不会产生过多压制；其次，美联储加息影响已经在8月份充分发酵过一次，未来的不确定性已经大为缓解；再次，中长期内中国经济项目顺差还会持续的预期，以及资本市场恐慌情绪的暂时平复，也有助于人民币汇率的继续企稳。此外，分析人士进一步指出，从长期看，相对较高的国内经济增速，以及人民币国际化进程的持续推进，均对人民币币值形成有力的支撑。

就资本流动而言，在8月份外汇占款降幅创下历史纪录之后，分析机构普遍认为，资金外流高峰可能已经过去。银河证券指出，由于短期中国经济仍处于探底过程，且美国加息预期仍在，外汇占款和外汇储备减少的趋势还会持续，但8月份如此大的变化只是短期现象，美国加息延后、人民币汇率趋稳都将缓和外汇占款和外汇储备的变化，8月资金流出有望成为近期高点。

二重债获“特赦” 重整无碍偿付

或强化公募债券刚兑预期

本报记者 张勤峰

公募债券惊天逆转的戏码在二重身上再次上演。22日，中期票据“12二重集MTN1”和公司债券“08二重债”的发行人宣布被法院裁定破产重整，但两支公募债券接获发行人实际控制人出手“托底”，以出人意料地方式避免了债务违约。与普通债权相比，公募债券更可能优先受偿的“潜规则”再次印证。市场人士指出，二重债事件可能继续强化国企债券、公募债券刚性兑付预期，这对于目前已有估值泡沫化迹象的信用市场来说或许是个好消息，但也意味着信用市场距离实现定价“正常化”仍然任重道远。

二重债临危得救

对于中期票据“12二重集MTN1”和公司债券“08二重债”的投资者来说，悬着的心终于可以落下了。9月22日，中国第二重型机械集团公司（简称“中国二重”）及其核心控股子公司二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（简称“二重重组”）相继发布多份公告，宣布其债权人重整申请已于9月21日获法院裁定受理，公司将进入司法重整程序。这是不折不扣的好消息。

9月15日，二重集团及二重重组分别发布公告，称被债权人申请破产重整，在银行间和交易所债券市场立刻引起巨大关注。因为，根据《破产法》第46条，在破产申请受理时未到期的债权视为到期，附

利息的债权自破产申请受理时起停止计息，即“12二重集MTN1”和“08二重债”将于法院受理重整申请之日起视为到期并停止计息。二重集团同时表示，如果9月28日之前法院裁定受理重整申请，公司依法不能按期支付中票利息。

据公开资料，“12二重集MTN1”和“08二重债”的发行人分别是二重集团、二重重组，这两期债券在一个月内均面临付息或还本情形，其中“12二重集MTN1”应于本月28日付息，“08二重债”则将于今年10月14日到期还本付息。自2014年以来，二重集团和二重重组已经严重资不抵债，并出现大量逾期债务。应说该，两期债券都即将面临偿付考验，但重整一事无疑是将兑付难题提前抛上了台面。

机构研究报告指出，根据相关法律规定，在其他债权人申请重整后，二重中票及公司债的付息或还本事宜实际上存在三种可能，但每一种的结果似乎都不乐观。一是，法院在中票付息日9月28日前受理重整申请，则两期债券将立刻到期并停止计息，投资者无法得到本年利息，需以债券本金及利息总额向管理人申报债权，作为普通债权人参与破产重整财产分配；二是，法院在9月28日后受理重整申请，中国二重仍有中票付息义务，但存在因无法按期足额付息而直接触发违约的可能，即便如期足额付息也可能被管理人申请撤销；三是，法院不受理重整申请，债券仍面临付息或还本

考验，如果触发违约，投资者可依法提起违约求偿诉讼或破产诉讼。

相对而言，第一种情形对于债券投资者可能是最差的，但如发行人披露，这一情形最终还是发生了。若无意外，债券投资者需与其他普通债权人一道，根据重整计划的规定统一受偿。然而，先前的一系列案例表明，在公募债券身上，一切皆有可能，何况这次的主角原本还是央企。

昨日，在宣布重整消息的同时，二重集团及二重重组分别发布公告，称国机集团或其受托机构拟受让全部“12二重集MTN1”和“08二重债”。出人意料的是，两期债券以转手的方式获得“特赦”，从而避免了与其他债权一样继续艰难求偿的命运。有了国机集团的“托底”，两期债券还本付息应无大碍。

两大标签造就“护身符”

二重债注定将成为中国债券市场的又一起“起死回生”的经典案例。对于债券市场来说，二重债事件的经典不在于故事发展的惊险程度，而是二重债身上的鲜明标签，以及最终“有惊无险”所带给市场的心理暗示。

二重债身上有两个鲜明标签，一是国企债券，二是公募债券。二重破产重整之所以引起巨大关注，很大程度上是因为“身份”，在2013年股权划转之前，中国二重是国务院国资委直属央企。如果“08二重债”和“12二重集MTN1”出现违约，将首开央企债券违约先例。在国内债

券市场，国企债券主要包括产业债券和城投债券两类，前者牵扯民生问题和职工就业，后者则是地方政府举债的产物，均蒙受刚兑的庇佑，被视为所有非金融企业信用债券中刚兑最为牢靠的领域。可以想见，央企债券违约可能对市场的违约意识造成何等的影响。

在二重债的案例中，债券投资者与其他债权人被区分对待也值得关注。其实，这已经不是第一次出现这样的情况。之前如超日等上市公司，尽管已出现严重财务困难，存在信贷逾期或违约的情况，也要想方设法偿付公募债券的本息。而最近两三年，私募债券出现实际违约的情况则不少见，就在上周，还传出私募债“14吉粮债”未及时拨付本息的消息。机构认为，迫使发行人选择优先偿付公募债券的原因，在于公募债券牵涉面大所造就的社会维稳压力。事实上，国企债券也不是没有违约的，天威债已开先例，但二重债被区别对待，有市场人士认为，除了二重的特殊身份之外，与当前金融市场环境也不无关系。目前金融市场并不稳定，如果出现央企公募债券违约，可能对市场情绪造成较大冲击，有酿成金融风险的隐患。

市场人士指出，二重债“特赦”可能进一步强化国企债券、公募债券乃至全部信用债券的刚性兑付预期，这对于目前已经有估值泡沫化倾向的信用市场来说，或许是个好消息，但无疑又意味着债券市场定价体系的正常化仍然任重道远。

资金面无大碍 逆回购等量续做

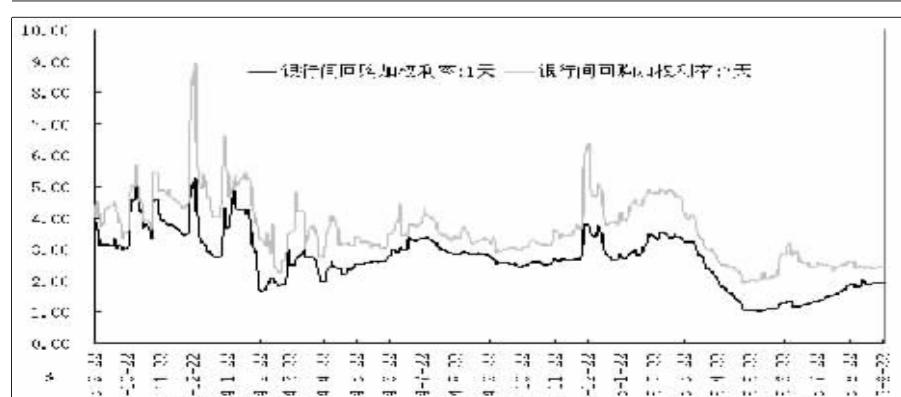
本报记者 张勤峰

22日，央行等量平价续做到期7天逆回购，未给予银行体系额外流动性扶助。当日银行间市场资金面延续紧平衡态势，隔夜资金依旧紧俏，跨季资金需求也逐渐升温。市场人士指出，当前资金面尚无大碍，加之即将有600亿元国库定存投放，央行公开市场暂维持中性操作，不过随着季末临近，流动性仍存波动风险，预计央行将适时适量给予流动性支持。

逆回购平价等量续做

公告显示，央行22日上午开展500亿元7天期逆回购操作，交易量与15日（上周二）持平，正好对冲日内到期逆回购，实现资金净投放或净回笼。此次7天期央行为逆回购中标利率为2.35%，亦保持稳定。

交易员表示，22日货币市场流动性尚可，因此央行公开市场操作仍有条件保持中性。昨日银行间质押式回购交易中（存款类机构行情），各期限利率维持窄幅震荡，主流的隔夜与7天利率均持稳，7天回购加权平均利率收在2.37%，跨季的14天和21天回购利率略见上行，其中14天利率涨



机构提前防范的谨慎心态，也可能增加资金借贷的难度。此外，外汇市场尚未完全恢复平稳，央行或大行抛售外汇也会影响本币流动性余缺。

不过，机构普遍认为，在偏松的政策环境下，流动性难现剧烈波动。事实上，相关部门决定在季末前投放国库现金定存已显露出呵护流动性的态度。而本月央行对存款准备金考核制度进行了调整，将存款准备金时点法改为平均法考

核，既可为金融机构管理流动性提供缓冲机制，也有利于平滑货币市场波动。有市场人士指出，准备金考核调整后，10月初因补缴准备金造成的流动性波动将明显下降。更重要的是，央行维持流动性适度宽裕的态度明确，8月中下旬，在本币市场流动性出现较大波动时，央行适运用多种手段增加流动性供给具有示范效应。想必若季末前，流动性偏离合意水平，央行将相机祭出对冲措施。

福建债中标利率较下限高30BP

福建省22日公开招标发行的两批次地方政府债券，各品种中标利率均较招标下限高出30bp。

福建省昨日招标发行的是该省今年第二批专项债券和第三批一般债券，此次专项债券分为5年和10年期两个品种，一般债券分为3年、5年、7年、10年四个品种。据招投标书，各品种招标利率区间为：3年期2.98%—3.42%，5年期3.15%—3.62%，7年期3.32%—3.82%。10年期3.31%—3.81%。而招标结果显示，此次福建各期地方债中标利率均较招标下限高30bp，具体是：3年期3.28%、5年期3.45%、7年期3.62%、10年期3.61%，同期限的一般债券与专

项债券中标利率相同。

此次福建各期、地方债中标利率相对招标下限（约等于同期限国债利率）的溢价幅度略高于前一日海南公开发行品种。21日，云南省以公开招标方式发行了一批一般债券和一批专项债券，各期限中标利率均较招标下限高20bp。

近段时间，各地公开招标的地方债发行利率相对国债的溢价变化增多，幅度有所拉大。市场人士指出，随着供给持续释放，发行人与承销商的博弈有望使市场化因素在地方债定价中发挥越来越大的作用。而据统计，截至9月22日，今年累计已发行地方债24390.6亿元，仍有约14.6万亿美元待发。（张勤峰）

“福娃债”招标结果偏暖

国家开发银行22日对该行2015年第16期、第17期、第18期金融债进行了新一次增发，同时发行了第19期、第20期金融债。本次发行的五期债券均为固息品种，期限依次为7年、3年、10年、1年、5年。

据中债网披露，本次国开行招标的1年、3年、5年、7年和10年期金融债，中标收益率（利率）依次为2.50%、3.2293%、3.46%、3.7917%和3.7084%，均低于二级市场估值水平。市场人士指出，近期银行间资金面基本保持平稳，而一级市场上地方债发行则出现“涨价潮”，在当前市况下，本次国开行福娃债招标结果仍可圈可点，

体现了较旺盛的配置需求支撑。

国开行昨日还发行了2015年第二期境内美元债券。该期美元债券为浮息品种，期限3年，规模6.7亿美元，略高于今年第一期（7月29日发行）5亿美元的发行规模，票面利率确定为3个月美元LIBOR+1%。

有市场消息指出，目前国家开发银行正计划发行多币种优先无担保债券，并已聘请巴克莱、中国银行等机构作为联席簿记行及联席牵头行来处理发行事宜。有分析人士就此指出，未来国开行等政策性银行发行美元计价债券的规模，或将较往年有大幅上升。（王辉）

人民币汇率继续小幅走低

22日，人民币兑美元汇率中间价与即期汇率均连续第二个交易日小幅下跌。

22日，银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3721元，较前一日的6.3676元下调45基点，连续第二个交易日下跌，但仍延续了9月以来持续在6.37一线的窄幅震荡的格局。在即期汇率方面，22日人民币兑美元即期汇率收报6.3760元，较前一交易日小跌69基点或0.11%。离岸汇率方面，当天香港市场上人民币兑美元CNH

汇价也小幅走软。截至北京时间9月21日17时，离岸人民币汇率报6.4060元，较前一交易日跌52基点或0.08%。离岸人民币汇率与境内银行间外汇市场即期汇率之间的价差变化不大，继续保持在300基点左右水平。

市场人士表示，随着市场预期恢复平稳，银行间外汇市场上购汇需求开始减少，汇市成交量也有所下降。整体来看，近期人民币对美元汇率预计不会出现大幅波动，将大概率延续窄幅震荡的运行格局。（王辉）

口行25日招标80亿金融债

进出口银行22日公告，定于9月25日对该行2015年第十二期、第十四期金融债进行一次增发。两期债券分别为3年和10年期品种，此次发行规模各不超过40亿元。

公告显示，此次两期金融债将以全价价格招标方式发行，采用单一价格荷兰式招标，发行价格通过承销团竞标确认。两期债券招标时的票面利率依次为3.53%和3.87%，起息日分别为

2015年6月8日和9月14日，缴款日均为9月28日，上市流通日均为9月30日。本次增发发行无基本承销额度，3年期品种发行手续费为发行总额的0.05%，5年期手续费为发行总额的0.15%。

据WIND数据统计，截至9月22日，今年以来政策性银行合计发行金融债20290亿元（不含美元债券），较2014年同期的18800亿元增加7.93%。（王辉）

富滇银行25日发30亿小微金融债

富滇银行22日公告称，拟于9月25日发行该行2015年第十二期、第十四期金融债，募集资金将全部用于发放小微企业贷款。

本期债券计划发行总额为30亿元，分为3年期和5年期两个品种，各品种发行额度均为15亿元，采用固定利率，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券由联席主承销商组织承销团，通过中国人民银行债券发行系统在全国银行间债券市场公开招标发行，票面利率根据

■交易员札记

资金不宽裕

□中银国际证券 斯竹

22日，银行间市场资金面维持均衡偏紧状态，资金价格变动不大，主要回购利率涨跌互现，债市成交一般，收益率维持盘整态势。

国债方面，5年期成交在3.14%，7年期成交在3.33%，10年期成交在3.32%。政策性金融债方面，3年期非国开债成交在3.38%，5年期国开债成交在3.83%，10年期国开债成交在3.73%。短融交投活跃，收益率短端略有上行，高等级券种较受关注。如199天的广州港SCP002成交在3.37%，接近1年的15号券CP001成交在

3.50%。中票方面，中高等级券种较受关注，如AA+的13云城投MTN2成交在4.44%，4年多的15