

人民币对美元弱不是真的弱

□本报记者 张勤峰

12月14日，境内外市场人民币对美元继续走贬，人民币在岸即期汇率刷新四年多低位。在短期美元高位调整的背景下，人民币对美元却呈加速贬值的趋势。分析人士指出，短期人民币快速走贬，既是趋势力量的体现，也受到市场情绪的影响，总体上是居民财富在本外币之间再配置的结果。

需要指出的是，人民币对美元贬值并不影响人民币汇率的基本稳定，市场主体不应只盯住美元，而应更多地参考一篮子货币。CFETS人民币汇率指数的发布为市场观察人民币提供了量化指标，也意味着，中国汇率政策已由盯住美元转向盯住一篮子货币、保持对美元双边汇率的稳定将让位于对一篮子货币稳定。而从中长期基本面看，人民币汇率保持基本稳定是有基础的。

人民币兑美元即期汇率六连跌

12月14日，人民币兑美元中间价跌137基点报6.4495元，续创四年多新低。中间价被视为窥测政策指引的重要窗口，而此番人民币兑美元汇率中间价连续第六个交易日走低，且单日下调点数创下一个多月的新高，无疑增添了市场对人民币兑美元市场交易价走势的担忧。

自12月7日以来，人民币兑美元汇率中间价已连续六个交易日下跌，累计贬值644基点。

这一轮人民币兑美元中间价的下跌，从11月初已开始，而美元走强是背后的重要推手。观察美元指数可见，在美联储议息预期升温的推动下，衡量美元对一篮子主要货币强弱表现的美元指数自10月中旬开始连续走高，到本月初一度突破100点整数关口，期间欧元、日元等主要货币对美元均出现持续且较明显的贬值。

人民币方面，人民币兑美元中间价从11月2日到12月3日，一个月左右时间里累计下跌828基点。

值得注意的是，进入12月，美联储议息日程渐近，美元却在短暂触碰100点后折返，自12月3日以来高位回调，14日亚市阶段相持在97.80点一线。同一时段，人民币对美元的贬值走势却并未因美元调整而结束，反而愈发迅猛。近六个交易日，人民币兑美元中间价下跌幅度并不比之前一个月的跌幅小多少，而人民币



汇率市场同样呈加速贬值的势头。

银行间外汇市场上，12月14日，人民币兑美元即期汇率收在6.4591元，全天跌38基点，为12月4日以来连续第七个交易日下跌，这七日累计跌去619基点；14日盘中人民币即期最低触及6.4665元，为2011年7月19日以来的四年多低位。

离岸人民币汇率调整更为剧烈，12月11日，香港市场人民币兑美元即期汇率(CNH汇率)最低跌至6.5614元，较12月3日收盘价最多跌去1390基点，14日亚市阶段，人民币CNH汇率开盘继续跳水，最低至6.5610元，截至境内市场收盘时(北京时间16:30)报6.5484元，较前收盘价跌，较12月3日收盘价跌150基点。

与此同时，近日离岸与在岸人民币汇率价差重新大幅走阔，11日盘中一度达到1000基点以上。

用脚投票的结果

作为年内金融市场的焦点话题，美元升息似乎已近在眼前。北京时间12月15-16日，美联储将召开本年度的最后一次议息会议，12月17日凌晨3点将公布利率决议，市场普遍预期美联储将进行近10年来的首次加息。

在美联储收紧货币政策的预期作用下，美元指数自去年7月以来已上涨超过20%。美元持续强势，几乎令其他所有非美货币蒙受贬值压力。因此，人民币自11月以来再度对美元贬值，算得上是合理反应。但在短期美元冲高回落过程中，人民币继续走贬又是为何？分析人士认为是市场力量主导的结果。

近期市场对于人民币贬值的预期重

新上升，主要反映为：其一，人民币对美元即期询价成交量重新放大，由11月日均160亿美元增至230亿美元左右，而以往数据表明，人民币即期市场成交放量与人民币贬值预期往往呈正相关；其二，境内人民币汇率差扩大，境外市场对人民币贬值预期升温；其三，人民币远期汇率隐含的贬值预期上升，目前人民币对美元海外无本金交割远期外汇(NDF)一年期合约隐含的贬值预期已从11月的3%左右升至接近5%。

分析人士指出，升息预期力促美元强势，而国内经济企稳势头不稳、外贸盈余缩水令人民币相对美元在货币政策与经济周期上的劣势凸显，人民币对美元汇率有合理纠偏的空间，加上先前人民币对美元的调整幅度相对其他非美货币而言远偏高，汇率积累的调整压力可能在市场情绪作用下快速释放，从而加速短期对美元贬值的过程。应该说，短期人民币快速走贬，既是趋势力量的体现，也受到市场情绪的影响，总体上是居民财富在本外币之间再配置的结果，是资金用脚投票的结果。

有交易员进一步指出，近期人民币兑美元中间价连续快速下调，而即期市场大行入市托底的点位也在不断调低，汇市干预有减弱的迹象，也促成了市场力量主导的汇率调整。短期看，人民币预期比较一致，在美联储议息、国内数据披露等刺激下，容易造成汇率的单方向上的大幅波动。

与美元逐步脱钩

种种迹象表明，货币当局对人民币对美元贬值的容忍度在上升。这其实不

难理解，因为人民币对美元弱并不意味着人民币就真的弱。例如，去年以来，人民币虽对美元有所贬值，但因贬值幅度温和，而继续保持了对其他主要货币的升值，致使人民币综合有效汇率仍在持续升值，并给国内经济增长和政策调控造成一定的不利影响。但去年以来，关于人民币贬值的话题此起彼伏，这与人民币汇率指数的表现截然不同。之所以造成这种情况，与人们长期以来习惯以人民币对美元的双边汇率视角评判人民币强弱有关。

中国外汇交易中心本月11日正式发布CFETS人民币汇率指数，并连续在官网发表特约评论员文章。文章称，CFETS人民币汇率指数的发布，对推动社会观察人民币汇率视角的转变具有重要意义。

市场人士认为，CFETS人民币汇率指数是人民币实际有效汇率的一种，为市场观察人民币提供了量化指标，有助于引导市场改变过去主要关注人民币对美元双边汇率的习惯，逐渐把参考一篮子货币计算的有效汇率作为人民币汇率水平的主要参照系。这也意味着，中国汇率政策已由盯住美元转向盯住一篮子货币、保持对美元双边汇率的稳定将让位于对一篮子货币稳定，这是人民币逐步与美元脱钩的信号。

有市场机构进一步指出，要保持人民币对一篮子货币稳定，意味着在美元对其他货币升值时人民币必然贬值。因此，最近人民币对美元贬值与央行维护人民币汇率稳定、人民币不会大幅贬值的声明并不冲突。

美元即将步入加息周期，目前看，市场对美元在中期内保持强势有较强预期，而人民币保持对一篮子货币基本稳定很可能意味着未来人民币对美元有继续贬值的空间。在此过程中，货币当局对人民币对单一货币的波动的容忍度将上升，干预力度可能减弱，但央行不会放弃干预，当人民币汇率对美元或其他单一货币出现极端波动时，央行仍会出手稳定市场。

总之，人民币对美元合理调整并不妨碍人民币汇率的基本稳定。而分析人士强调，从中长期基本面看，中国经济增速及劳动生产率相对较高，国际化提升人民币交易和储备需求，加上外汇储备雄厚，人民币汇率保持基本稳定是有基础的。

供给压力升温 转债料继续走弱

继上周持续调整后，本周一转债市场(含可交换债)随大盘反弹多数收红，但整体表现明显弱于正股。如日涨幅最高的14宝钢EB上涨了2.29%，其对应正股新华保险则强势涨停。市场人士指出，近期可交换债发行节奏明显加快，且传统转债发行的重启预计将很快提上日程，转债供给压力持续升温，一旦转债发行重启，稀缺性产生的估值刚性将受到冲击，存量转债面临较大的估值压力，转债估值继续压缩，回归到正股+溢价率定价模式是大概率事件。

转债表现弱于正股

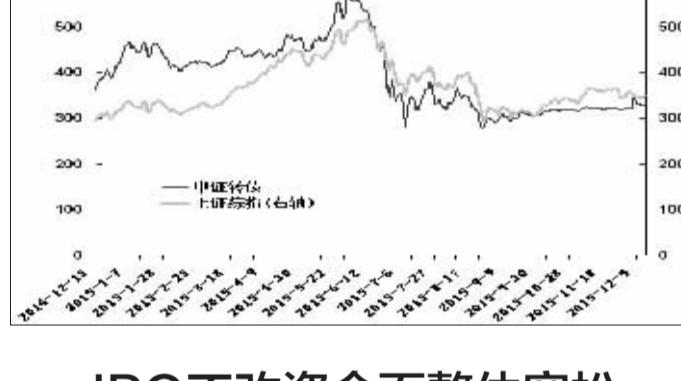
本周一，A股市场强势反弹，

沪综指收复3500点一线。截至收盘，沪综指收涨2.51%，报3520.67点；深成指上涨2.22%，报12400.59点；创业板指上涨1.42%，报2709.27点；两市个股涨多跌少，近100只个股涨幅超8%。

受A股大涨提振，转债市场存量个券多数收红，但整体表现明显弱于正股。如正股中新华保险强势涨停，券商股国金证券大涨7.66%，其对应的可交换债14宝钢EB、15清控EB仅分别上涨2.29%、0.17%，其余可交换债中，15天集EB微涨0.32%，对应正股天士力上涨2.36%，15国盛EB则下跌0.18%，成为当日唯一一只下跌的可交换债，其对应正股上海建工上涨了1.68%。转债市场中，电气转债、歌尔转债、格力转债分别上涨1.61%、0.43%、0.03%，对应正股上海电气、歌尔声学、格力地产则分别上涨3.19%、1.71%、2.42%。

兴业证券指出，明年1月份转债重启是大概率事件，而且整个季度有望成为转债新券供给的密集期。当筹码稀缺的状态被改变，而股市短期难以上演2014年底到2015年上半年快牛行情的局面下，转债估值继续压缩，回归到正股+溢价率定价模式是大概率事件。短期内，由于此前IPO重启消息已经在转债估值上有所反映，而即使转债发行，也没有大额转债，叠加上当前资金宽松资产缺乏的现实状态，转债估值高仍可能继续维持。(王蛟)

上证综指与中证转债指数



IPO不改资金面整体宽松

14日，9只新股密集申购，并未在货币市场掀起太大波浪，银行间市场资金面宽松依旧。市场人士指出，短期流动性状况持续好于预期，虽然仍有年底因素和外汇市场波动的隐忧，但在货币政策护航下，年底流动性基本无虞。

昨日银行间回购市场流动性持续宽松，主要回购利率保持稳定，隔夜利率加权值上涨不到1基点至1.41%，7天利率则持稳在2.78%。

市场人士指出，短期流动性状况明显好于预期，年内新股发行高峰期已过，剩余8只新股料难以对短期流动性造成实质冲击，市场关注点正转向美元升息与机构年末考核，两者仍构成流动性的隐忧，但在央行细心呵护下，预计流动性将保持合适充裕。(张勤峰)

口行17日招标发行120亿金融债

中国进出口银行12月14日公告，定于12月17日招标发行至多120亿元两期金融债，期限包括5年、10年。票面利率分别为3.48%、3.87%。招标日均为12月17日，分销期均为12月17日至12月21日，上市日期均为12月23日。两期债券招标时间为12月11日10:00至11:30。两期债均采用单一价格荷兰式招标方式，发行手续费分别为：5年期0.10%、10年期0.15%。两期债均无基本承销额度。(王蛟)

债券收益率大幅上行

昨日市场资金面仍然保持宽松，资金供给充裕，隔夜和7天回购维持在1.78%和2.44%，变化不大。

二级市场债市收益率全线

上行，交易相对活跃，其中中长期的国债和政策性金融债上行明显。10年国债150023成交平均价3.02%，较上一交易日上行3.2BP。10年国开150210平均成交价3.401%，较上一交易日上行3.6BP。信用债方面，集中成交超短期债券，高等级信用债变化幅度较大，低评级信用债上行幅度较大。剩余期限90天的AAA等级15华能SCP002成交在3.02%，较估值下行12BP；剩余期限145天的AAA等级15神华SCP005成交在3.03%，较估值上行2BP。

昨日债市收益率大幅上行有几个原因。一是11月工业增加值同比增加6.2%，增速较上月回升0.6个百分点，高于预期；二是人民币汇率收低；四是昨日降准预期落空；四是昨日股市的反弹压制了利率的下行。在金融数据未企稳前，相当多的资金可能会继续追逐债券资产，尤其是利率债和高等级信用债，它们仍具备长期投资的价值。(潍坊农信 代长城)

做多人气受压 期债短期料震荡整理

大，持仓大幅减少2310手至19254手。此外，国债期货十年期主力合约TF1603全天下行运行节奏基本与TF1603一致，在逐波回调后收报于98.87元，下跌0.405元或0.41%；TF1603全天成交22071手，较上周五放量约五成，日减仓879手至23548手。从周一的涨跌表现来看，TF1603、TF1603均创出了自11月9日以来的近一个多月最大单日跌幅。

利率债现货市场方面，周一银行间现券虽不乏买盘，但整体交投情绪偏空，机构卖盘稍占上风，各期限利率债收益率均出现不同程度上行。资金面上，虽A股新一轮新股发行集中于周一进行网上申购，部分机构也继续开始拆借跨年资金，但周一银行间各主要期限资金利率整体继续持稳，仅一个月期限品种价格有明显上涨。

对于周三利率债和国债期货市场的交投情况，交易员指出，11月经济数据虽有改

善但是整体仍未明显走强，债市仍有向好基础。另一方面，本周美联储可能启动首次加息以及近期人民币汇率持续走软，则在很大程度上压制了市场做多情绪。

偏强势头仍有望延续

对于未来一段时间利率债市场的短期表现，此间多家机构均倾向于略偏中性的分析观点。招商证券表示，11月份经济数据反映工业、投资和消费均有一定改善，但金融数据显示融资需求仍弱，市场更加关注经济边际改善的持续性，短期内经济走势或继续维持弱势。在此背景下，短期利率债预计仍会继续维持震荡格局。而对人民币汇率阶段性走软可能对债市带来的不利影响，中信证券则分析认为，2016年人民币汇率将在央行的主导下进一步展开有序走软，利率风险较小。在此背景下，年内10年期国债收益率预计将继续在3%-3.3%的区间波动。

而在期债的走势研判方面，目前市场各方分歧仍较为明显。东证期货认为，美联储加息预期必将导致资金大量外流，而央行降准主要为了对冲流动性缺口，后期降准将给市场的刺激作用将逐步减弱，外部流动性的冲击将会给国内市场带来较大压力。综合经济基本面等因素，年底前市场利率整体预计并不具备显著下行的条件。国信证券则认为，虽然年底临近同时近期人民币贬值压力较大，但市场对政策进一步放松预期也在升温。从目前来看，国债期货的整体多头趋势仍在延续。在期债的具体投资策略上，东证期货认为，现阶段10年期国债收益率可能继续在3%至3.3%区间内震荡，而外部流动性扰动或持续，因此短期内国债期货建议偏空操作。南华期货则表示，近期国债期货波动有所加大，谨慎风格的投资者宜继续观望，激进的投资者则可尝试逢低短多、不追涨的交易策略。

□本报记者 王辉

经过上周五的较大幅度拉涨后，国债期货市场本周一(12月14日)自高位显著回调，市场卖压有所显现。分析人士指出，上周公布的11月经济数据显示现阶段中国经济边际表现略有企稳，以及近期人民币汇率快速走软，仍在一定程度上打压了市场做多人气，预计短期内期债或仍有一定震荡整固需求。

期债市场低开低走

在本周全球金融市场进入美联储“加息关键周”的背景下，周一国债期货市场未能延续上周的上攻步伐，全天呈现出低开低走的运行格局。具体盘面表现上，当日期债五年期主力合约TF1603早盘及午后均出现较为明显的跳水，最终报收于100.09元，下跌0.195元或0.19%；全周TF1603成交27221手，较上周五略有改