

在离岸价差再创新高

## 人民币贬值过快 强化干预预期

□本报记者 张勤峰

经过12月中上旬的一轮急跌，人民币兑美元汇率刷新了近四年半低位，此后转向横盘整理，原以为人民币有望平稳跨年，岂料本周以来，人民币对美元再度出现快速贬值。12月30日，在岸人民币兑美元6.50元关口告急，离岸即期汇价则一度跌破6.60元关口，在相继刷新四年多低位的同时，两地汇率差价走阔至超过1000点，反映出境内外市场空头气氛均较为浓厚。

分析人士指出，在美元有所回调的情况下，近期人民币加速对美元贬值体现了居民财富及国际资本在本外币资产上再配置的趋势。从当前国际国内经济金融形势出发，人民币对美元的调整压力难言释放完毕，但过快的贬值以及境内外过大的差价也需要适当的干预，央行出手维稳的可能性在加大，而资金外流与汇市干预造成的本币流动性紧缩或需央行通过降准等措施予以对冲。

## 新低不断 人民币势弱

12月30日(本周三)，境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4895元，较前一交易日下调31基点，且是本周连续三个交易日遭遇低，近三个交易日累计下调182基点，该中间价也因此创下2011年5月30日以来的新低。

境内人民币兑美元即期市场价跌势缓，但弱势特征依然明显。12月30日，银行间外汇市场人民币兑美元即期询价交易多数时候在6.49元一线横盘，但早间开盘报6.4938元，径直低开86基点，6.50元关口告急；该汇价尾盘收报6.4902元，全天跌50基点，本周前三个交易日累计跌139基点，调整幅度小于中间价，但12月29日一度跌至6.4948元，同样刷新了2011年5月以来的低位。

香港市场上，离岸人民币对美元跌势又急又重。12月28日、29日，离岸人民币兑美元分别下跌182基点、154基点，30日，离



岸人民币在亚洲交易时段持续跳水，6.60元关口不保，汇价最低跌至6.6106元，创了近五年新低。以该汇价计算，本周以来三个交易日，离岸人民币对美元最多时跌近700点。不过，在创出阶段新低后，离岸人民币惊现快速拉升，疑似遭外部干预。

与此同时，近期离岸人民币领跌，导致境内外人民币兑美元汇率差价再次大幅走阔。据WIND数据，12月30日盘中，两地人民币价差多数时候一度接近1200基点，创了有数据纪录以来的新高。

## 人民币急跌或引干预

人民币对美元自11月以来走出新一轮跌势，进入12月后更是呈现快速贬值的走势。据统计，12月4日起，在岸人民币兑美元即期汇率曾连跌10个交易日，累计贬值865基点；离岸人民币对美元亦加速走贬，到12月17日美联储升息预期兑现，离岸人民币累计贬值1458基点。但从12月18日起，人民币对美元有所企稳，在岸即期汇率甚至一度连涨六个交易日。曾有外汇市场人士表示，人民币对美元贬值速度较快、时间较长、幅度较大，对短期各种不利因素的影响消化较充分，加上美联储升息靴子落地后，美元涨势放缓，人民币对美元有望平稳跨年。

## ■观点链接

中金公司：  
个人购汇影响有限

人民币兑美元汇率在年末最后一周跌至四年多以来的最低点，背后简单的原因是年末较强的季节性外汇需求。同时，随着开年个人5万美元的年度购汇额度得到刷新，在人民币贬值预期的影响下，市场对于年后是否出现个人集中购汇的情况存在诸多顾虑。我们认为，个人购汇总体规模应在可控范围之内。外汇市场的主要参与者是机构而非个人，因机构行为才是人民币汇率的主要决定力量。因此，个人购汇或可触发市场过度反应，导致人民币汇率短期超调，但其影响渠道应是通过触发机构的激烈应对行为。汇率的中期走势主要取决于经济基

本面因素，受个人购汇行为的影响有限。  
国信证券：  
美元走势是重要参考

中国外汇交易中心在美联储加息前发布了CFETS人民币汇率指数，通过考察该指数的走势，我们发现其自今年初以来就处于区间波动的状态，换言之，央行很可能自年初以来已以人民币“篮子汇率”的稳定为目标，只是具体的货币篮子直到CFETS人民币汇率指数的发布才浮出水面。假定央行以人民币“篮子汇率”稳定为目标，则美联储公布的美元指数的走势对于美元兑人民币汇率走势具有重要的参考意义。其原因在于，相对于最常见的ICE美元指数，美联储公布的广义的美元指数在货币篮

子构成上与CFETS人民币指数较为相似。因此，判断美联储公布的美元指数在2016年的走势对于人民币对美元汇率在同期的走势具有重要的参考价值。  
国联证券：  
有压力但无大幅贬值空间

从基本面看，人民币兑换美元的需求强劲，存在一定贬值压力。另外，央行盯住一篮子货币表明未来的干预可能有所减少，人民币兑美元的贬值值得释放。但人民币不存在大幅贬值的基础。首先，我国仍然具备维持贸易顺差的能力，这是人民币不存在大幅贬值的基础。第二，通胀水平仍不达标使得美国此轮加息周期较弱，而中国的利率水平下降空间有限，因此中美利差缩小带来的人民币贬值压力

比较有限。第三，中国存在通缩预期，与此相反美国的通胀水平在缓慢回升，从通胀的相对变化来看，人民币兑美元甚至具有升值的动力。另外，央行有动力也有能力防止人民币出现大幅贬值。

国泰君安：  
等待央行降准

如果我们不考虑债券收益率下行所隐含的降准预期，单纯从降准的可能性来说，一方面从微观企业的数据来看，实际利率偏高仍然在抑制企业投资，从而对宏观经济的稳增长不利；另一方面，央行资产负债表已经开始出现负增长，这与外汇占款持续负增长和实体经济需求不强有关。由此来看，央行以降准来改善流动性预期已经是大概率事件。(张勤峰整理)

## 金融债相对国债利差有望收窄

□安信证券固定收益部 袁志辉

在“资产荒”的强大配置压力下，四季度债券利率破位下行，并且在12月中旬美联储加息尘埃落定之后加速下降，10年期国债利率已跌到2.8%附近。虽然中期经济潜在增速下移必然伴随广谱利率体系的中枢随之下移，但是短期如此的凌厉之感，将伴随着极大的反弹风险。在此点位上继续做多的风险收益比需要仔细衡量，但是如果考察相对价值，发现金融债与国债的利差有收窄的空间，做空利差不失为一个风险相对可控的投资机会。

最近两年，在市场火热交易热情下，此前数年里国开债相对国债较高的溢价被持续压缩。从价值构成看，国债享有免税效应，但是不同机构需要征缴的利息税和企业所得税不尽相同，所以实际中的合理税差一般低于20%的名义税率，此

外的两类券种价差主要体现流动性差异，以及相对供给波动引发的筹码稀缺程度变化。

2015年，中央政府债务赤字率的政府目标为2.3%，而2016年，赤字率大概率将提升，不排除突破3%的红线。此前财政部副部长朱光耀曾经在2015年撰文就3%的赤字率的上限展开探讨，有政策指引意义；在经济下滑压力较大、企业加杠杆的空间有限、居民加杠杆的热情也有限的情况下，中央政府将承担起加杠杆的职能，以托底需求不足和长期下滑的风险。在3%的赤字率的假设下，预计明年的国债发行量在3万亿元左右，比2015年国债净发行量增加9000亿元左右。

2015年，除定向发行的专项金融债之外，政策性金融债的发行增速非常低，全年发行增速仅为7%左右，显著低于国债。

在开发性金融获得政府全力支持、定向的

专项金融债继续发行放量的状况下，政策性金融债的发行力度预计将比较有限，增速降低至5%左右的可能性较大。2016年的政策性金融债的发行规模不超过2.5万亿元，基本与2015年相当。

从净增量来看，实际上近3年来，国债相对金融债明显呈放量态势。金融债净增量逐年小幅减少，而国债净增量逐年大幅增加，并且在2015年，国债净增量反超金融债650亿元。预计的2016年两类债券相对供给量也基本延续了过去几年的增长规律。猜测本质含义在于，货币政策有效性日益下降背景下，通过发行国债以及相应类国债的地方政府债等方式实现货币财政化，同时通过发行对接央行的转向金融债，实现财政货币化，构造一个全新的逆周期政策调控工具。在经济结构调整的长周期内，政策的延续性可以信任。

目前中长期国开债相对国债的隐

含税率为15%，在历史上仍属于中性偏高的水平，只有2013年的债券超级大牛市环境下出现过隐含税率明显高于当前水平的情况，当时该数值高达24%附近。2014年估值超调的金融债下行幅度远大于国债，隐含税率快速收窄至12%左右，并在2015年全年基本都维持在这一中枢，金融债当前的估值仍略有优势。

在相对有效的金融市场，定价的合理程度将大为提高，比如收益率曲线的形态、不同类属的金融资产相对价值。在供给相对大幅放量的情况下，国债的稀缺性明显降低，金融债当前的相对估值优势有望在这个催化剂的推动下，逐步实现相对价值回归。这本质上并不牵扯到对单边利率走势的判断，而是在博弈两类债券资产的相对价差，是低利率环境下相对稳妥的投资盈利模式。(本文仅代表作者个人观点)

## 国债期货继续震荡整固

□本报记者 王辉

国债期货市场周三继续温和走软，国债5年期及10年期主力合约价格均出现小幅下跌。分析人士指出，此前市场涨速过快、年末时点部分机构获利了结等因素，引发了近两个交易日期债的回落。从中期来看，利率债市场的牛市格局仍有望延续。

## 温和走软

周二国债期货市场承接前一天交易日的回调节奏，全天呈现出小幅震荡走弱的运行格局。具体盘面上，当日期债五年期主力合约TF1603早盘出现明显下探，盘中虽有拉升，但全天仍以小幅下跌报收。截至收盘，TF1603收报100.785元，下跌0.045元或0.04%；全天TF1603成交20558手，较前一交易日缩减一成，持仓减少495手至23177手。10年期国债期货主力合约T1603收报100.015元，下跌0.125元或0.12%；全天T1603成交19466手，与前一交易日基本持平，持仓减少218手至25926手。

交易员表示，银行间资金面周四整体宽松局面依旧，资金供给整体较充足。虽临下周一(2016年1月4日)有可转债申购缴款，但跨年需求也暂告一段落，流动性宽裕格局整体仍较为稳固。而在现券交投方面，由于元旦后利率新债供给将恢复，加上前期市场收益率下行速度过快、部分机构获利兑现压力也有所显现，全天市场整体做多氛围则有所下降。不过整体来看，各类机构

## 跨年需求退潮

资金利率回落

率有所上涨外，其余中长期限回购利率均不同程度地走低。

交易员称，昨日各期限资金均有融出，而机构跨年资金筹措已告一段落，资金需求有所下降、融出增多，共同改善资金面供需状况。数据显示，隔夜质押式回购成交量减少了逾2900亿元，单日成交量未超过1万亿元，为近期少见，而14天期回购成交量也减少了接近一半。

该交易员表示，年底资金相对紧张时段已过，考虑到财政存款一次性释放的作用，年初银行超储规模有望上一台阶，为跨年后流动性继续转暖奠定基础，而今年底流动性整体宽裕，也预示明年春节前流动性有望好于往年。(张勤峰)

## 国开行下月5日发行五期金融债

中国国家开发银行12月30日公告称，定于2016年1月5日招标发行五期固息金融债，总额不超过300亿元，期限包括1年、3年、5年、7年、10年。

此次发行的五期债券包括2015年第22期、第23期、第20期、第21期、第18期增发债。期限分别为1年、3年、5年、7年、10年，五期金融债发行规模分别不超过40亿元、50亿元、50亿元、70亿元、90亿元。

具体安排上，五期债券招

标日均为2016年1月5日，缴款日均为2016年1月7日，上市日均为2016年1月11日。

此次发行的五期债券均采用单一价格荷兰式招标方式。1月5日上午09:30至10:30进行

招标，7年、10年期债券于2016年1月5日上午09:30至11:20进行

招标。债券承揽费按认购债券面值计算，1年期、3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%。(王姣)

## 财政部下月6日发行两期国债

财政部12月30日公告称，定于2016年1月6日招标发行两期附息国债，总额为400亿元，期限包括1年、3年、5年、7年、10年。

其中2016年记账式附息(一期)国债为1年期固定利率附息债，2016年1月6日招标，1月7日开始计息，招标结束至1月7日进行分销，1月11日起上市交易。本期国债到期一次还本付息，2017年1月7日(节假日顺延，下同)偿还本金并支付利息。

上述两期债竞争性招标面额总额均为200亿元，不进行甲类成员追加投标。竞争性招标时间为2016年1月6日上午10:30至11:35。发行手续费分别为承销面值的0.05%、0.1%。招标采用混合式招标方式，标的分别为

利率和价格。(王姣)

## 中诚信下调龙煤控股主体信用等级

中诚信国际日前公告称，决定将黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司(简称“龙煤控股”)主体信用等级从AA+下调为AA，评级展望为负面，并维持公司短融券“15龙煤控CP001”债项信用等级为A-1。

中诚信表示，2015年以来，在下游需求增速放缓、煤炭市场价格持续下滑的影响下，龙煤控股扭亏难度较大，企业自身盈利和获现能力较弱，流动性压力可能进一步增加。因此决定下调公司主体信用等级至AA，评级展望为负面。(王姣)

## 高估值趋于收敛 转债多数收跌

□本报记者 王姣

本周三，A股市场震荡反弹，转债市场(含可交换债)却在供给冲击压力下表现偏弱，除歌尔转债上涨外，其余存量个券悉数收跌，整体表现明显弱于正股。

市场人士指出，存量转债的稀缺性正随着一级市场的开闸及加速而逐步缓解，此前甚至当前的高估值不可持续，不过短期来看，转债市场整体的供求状况

仍偏紧，加上电气、歌尔等临近触发赎回条款，对估值也有所支撑。展望后市，目前转债市场高估值收敛成为主要任务，在估值收敛后继续大幅向上的可能性与空间均有限。

昨日A股市场震荡反弹，截至收盘，沪指收涨0.26%，报3572.88点；深证成指上涨0.65%至12889.83点；创业板指表现相对强势，上涨1.08%至2779.51点。

反观转债市场表现明显较弱，除歌尔

转债上涨1.45%外，其余可交易的存量个券悉数收跌。其中格力转债和电气转债分别下跌1.7%和1.38%，对应正股格力地产和上海电气一涨一跌，幅度分别为1.08%和-0.69%；15清控EB、15国盛EB、15天集EB、15国资EB、14宝钢EB也分别下跌1.06%、1.03%、0.88%、0.68%、0.15%。

中金公司表示，转债存量规模大是股票牛市后的烦恼，存量个券由于触发赎回而纷纷转股退市。对转债