

# 离岸人民币破6.6 贬值会否成全年基调

□本报记者 王姣

2016年首个交易日，人民币兑美元在、离岸汇率双双大跌，盘中跌幅一度分别超过400点和600点，在相继刷新四年多低位的同时，两地汇率差价再度走阔至千点左右的高位。汇率市场波动加剧再度引发市场对新一年人民币继续贬值和国内流动性的担忧。

新年首个交易日的表现是否预示着人民币全年的疲软？对此分析人士指出，近期人民币兑美元汇率波动明显，与美联储加息、国内经济数据疲弱以及央行减少对汇市的干预等有关，也受到季节性因素和市场情绪影响。短期看，人民币兑美元跌势难言结束，但过快的贬值以及境内外过大的差价也使得市场对央行维稳的预期升温。展望2016年，受中国经济增长放缓及美国正式开启加息通道等因素影响，人民币汇率仍存贬值压力，但预计贬值幅度不会太大，人民币汇率将保持在合理区间内温和浮动的格局。

## 人民币对美元大贬

中国外汇交易中心数据显示，1月4日，人民币兑美元中间价较前一交易日下调96基点至6.5032元，跌破6.50元的整数关口，这已经是中间价连续第五个交易日下调，并刷新2011年5月以来的新低。

作为2016年首个交易日，在岸人民币兑美元汇率早盘随中间价大跌，开盘报6.5120元，较前一交易日的收盘价跌逾184基点，在近一日的低位震荡后，在岸即期汇率尾盘急跌，截至16:30收报6.5172元，下跌0.36%或230基点。值得注意的是，自昨日起在岸人民币交易时间由原本的9:30—16:30调整至9:30—23:30，昨日16:30后在岸即期汇率继续走低，跌幅一度扩大至400基点以上，创“8·11”汇改以来最大日跌幅。

离岸市场更显疲软。昨日离岸人民币兑美元汇率延续上周的大幅震荡下跌势头，低开于6.5704元，截至16:30，大跌466基点报6.6168元，17时左右盘中跌幅扩大至600基点以上，创五年来新低。

自去年8月汇改以来，离岸人民币已贬值约6%，在岸人民币累计贬值幅度也超过5%，两地价差再拉大至1000点左右。业内人士表示，央行正努力让人民币汇率更多由市场决定，目前其支撑人民币汇率的动力减少，并且正在通过中间价引导人民币走低，让汇率反映中国疲弱的基本



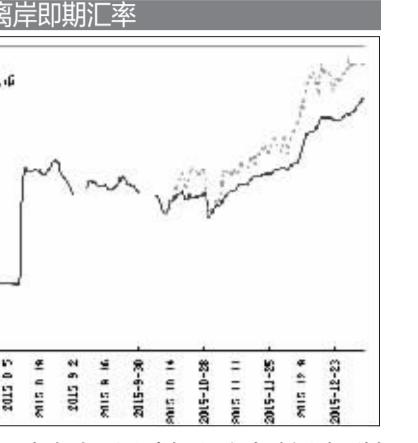
面。眼下离岸市场对人民币贬值预期难以消退，短期两地价差或维持高位，不排除继续扩大的可能。不过也有观点认为，央行不太可能让离岸和在岸人民币汇率之差持续高于1000点，从过去的经验看，两地价差高于1000点的状况不会持续。

## 短期不利因素较多

近期人民币汇率持续贬值，仅刚刚过去的2015年12月，在岸人民币汇率贬值幅度就超过900基点，人民币兑美元中间价和即期汇率在去年最后一周双双跌至四年多以来的最低点。分析人士指出，经济数据显示中国制造业连续第五个月萎缩，引发了市场对央行将引导人民币走贬以帮助经济的猜测，且央行对汇市干预减少导致境外做空力量抬头，年末较强的季节性外汇需求对近期的大跌也有一定影响。

1日公布数据显示，2015年12月中国官方制造业采购经理人指数（PMI）小幅升至49.7%，稍低于彭博预期的49.8%。此外，1月4日发布的12月财新中国通用制造业采购经理人指数（PMI）数值为48.2，连续第十个月低于50，较11月的48.6略有回落，折射出制造业状况恶化的状况。

岁末年初，人民币汇率受到季节性因素影响也较多。国泰君安证券指出，一方面，个人5万美元额度的购汇额度新年会刷新，在人民币贬值预期下可能存在集中购汇的风险；另一方面，年末外汇需求也会有季节性的增强。同时考虑到2016年个人外汇业务监测系统即将上线以及新发布的《境内机构外币现钞收付管理办法》更为严格，短期可能增加了市场的不安情绪。但从基本面上来看，美联储加息之后并未出现突发的汇率利空因素，宏观数据甚至还出现探底回升的迹象，不必过于担心汇率大幅贬值的风险。



中金公司同时表示，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。同时，政策不确定性抬高风险溢价，或使人民币和人民币资产短期进一步承压。

北京新工场投资顾问有限公司首席宏观策略研究员张静静则告诉中国证券报记者，“离岸人民币汇率贬值的流畅性又说明人民银行减少了对汇市的干预，这是内因之一，而这个原因也引起了境外市场的惯性做空。”

## 或呈现温和贬值

近期人民币汇率快速贬值及离岸市场大幅波动引发了市场对于国内流动性外做空力量抬头，年末较强的季节性外汇需求对近期的大跌也有一定影响。

业内人士认为，短期来看，市场看空人民币的预期仍较重，离岸和在岸价差

将持续高位也加重在岸汇率下行压力，人民

## ■观点链接

### 申万宏源：短期存贬值趋势

在美联储加息周期启动以及国内经济下行的叠加影响下，资本外流预计仍将持续一段时间；人民币贬值压力虽得到一定释放，但考虑到人民币仍被高估以及资本外流持续存在，人民币贬值趋势依然短期存在，从长期来看央行巨额的外汇储备以及维稳动机有利于人民币汇率在合理的区间内保持浮动。

### 中信建投：贬值空间不太大

由于中国贸易顺差较大、FDI正增长、高层定调人民币不具备持续贬值的基础，同时从基本面来看，美国经济复苏对宽松政策依赖度较高，复苏基础较为

币兑美元的调整压力尚释放完毕。然总体而言，人民币不存在长期大幅贬值的基础，预计今年人民币汇率走势大概率小幅慢贬，对国内流动性影响不大。

民生证券指出，中美经济基本面的相对变化导致中美利差加速收窄，人民币兑美元仍有贬值压力，但由于中国尚有充足的外汇储备和资本管制能力，这种贬值的节奏一定是可控的。长期来看，如果中国经济无法比美国经济更快的改革转型，那么等到外汇储备耗尽、资本管制维护成本超过收益的时候，人民币会出现持续贬值。如果中国经济能够比美国更快的实现改革转型，借此提高人民币的贸易和投资吸引力，那么人民币兑美元将重回坚挺。

“人民币不具备单边下跌的基础。”张静静提出三点理由：一是今年中国经济增速下降趋势确定，但幅度相当有限，通胀水平也会处于合理水平；二是今年美国相对优势收敛，美元大幅走强的概率较低，资本外流风险降低，非美货币也不具备大幅升值基础，因此人民币指数会相对稳定；三是在全球资产荒和中国金融市场逐渐开放的背景下，境外机构对人民币资产的配置需求会进一步增加。

目前看来，央行对人民币汇率波动的容忍度有所提高。然而人民币持续贬值可能加速资本外流，对国内流动性造成不利影响，因此市场人士预计，对冲式的降准也有望出台，不必过分担忧流动性。如国泰君安证券指出，央行对稳定短端利率的决心也较大，如果外汇贬值导致资金面紧张，短端利率上行，央行也会有相应的对冲措施，流动性不足为虑。

**脆弱，如果如期加息，那经济的复苏进程也将受到影响，并不支持人民币对美元的大幅贬值。并且当波动超过一定幅度之时，央行还是会果断的干预。所以人民币对美元的贬值空间不会太大。但汇率的市场化改革在推进之中，央行表态在尽可能的条件下，会尊重市场供求关系的决定性作用。**

### 海通证券：不存在长期贬值基础

人民币不存在长期贬值基础：一是我国经济增速相对较高，二是我国长期维持顺差，三是人民币国际化加快、海外存配置人民币资产需求，四是美国加息预期已充分体现，五是外汇储备充足。（王姣 整理）

市场逆回购操作，打击了市场对货币政策的乐观预期。

分析人士指出，IPO新规降低了“打新”对货币市场流动性的扰动，转债申购的影响也只是暂时的，但资本流动及央行干预外汇对本币流动性具有深远影响，而流动性的走向仍主要取决于央行的货币政策操作。在资金外流加重，本币流动性转紧的当下，市场关注点正重新转向央行货币政策操作。

有市场人士表示，抛开货币政策是稳还是松的讨论，单单从对冲外汇占款减少的现实需要出发，央行进一步实施降准既是必要也是可行的。近期人民币贬值势头加重，资金外流迹象明显，拓宽了降准的空间，若短期流动性持续紧张，或打消政策面的顾虑，为降准铺平道路。另外，鉴于短期货币市场形势，5日央行公开市场重启逆回购操作显得顺理成章。

值得一提的是，1月4日，进出口银行和国开行也先后发布了债券发行公告。进出口银行定于1月7日上午增发2015年第十期、第十四期和第十六期金融债券，期限分别为7年、10年和5年，本次计划增发金额分别为不超过70亿元、70亿元、60亿元。国开行则定于1月7日发行2016年第一期1年期和第二期3年期浮息金融债，各计划发行不超过50亿元。

除上述政策性金融债，本周已知待发行的无风险债券还包括2016年第一期记账式附息国债，期限1年，计划发行200亿元，以及2015年第二十三期记账式附息国债的第三次续发债券，期限10年，计划发行200亿元。以此测算，本周利率债计划发行规模已达1260亿元，远高于2013年及2014年第一周的利率债发行规模。

## 多重因素使然

应该说，年底流动性偏紧并不足为

奇，只是在2015年12月的绝大多数时间里，货币市场流动性都保持了超预期的宽松状态，从而让2015年最后一个交易日的紧张显得有些意外。

对于短期资金面骤然收紧，分析人士认为是多重因素叠加所致。首先，人民币对美元持续贬值，资金外流的负面效应不断积累，特别是最近几个交易日，人民币贬值势头加重，离岸汇率持续重挫，而A股、B股等人民币资产均出现异常波动，市场对资金外流的担忧进一步加深。其次，新股发行新规正式实施，有观点认为2016年首批IPO已经不远，启动时点将早于预期。再次，三一转债、国泰君安转债接踵而至，发行总额73亿元，鉴于之前转债打新的优异表现，或吸引大量资金参与申购，所引发的资金在途效应不并亚于中小盘股票申购。最后，有消息称，近期有部分MLF到期，但尚未被续作，而央行在年前最后一个交易日暂停公开

多重因素使然

综合考虑对财政预算赤字可能扩大以及到期规模，今年国债供给量已无悬念。有机构如华创证券预测，2016年关键期限记账式国债发行规模或将达到2.08万亿元，将比2015年增加6445亿元，净发行额将达到1.3万亿元左右，较2015年增加7769亿元。

2015年地方债发行一直持续到12月

# 资金外流+年初钱紧 降准预期再升温

□本报记者 张勤峰

品种隔夜回购利率加权值跌约10bp至2.02%，7天回购利率加权值跌2bp至2.31%。

然而，昨日资金市场交易并不像回购利率反映的那般宽松，真实感受反而是偏紧的。有交易员反映，昨日大行供给减少，场内市场拆借仍较为不易。交易员还称，年前最后一个交易日，货币市场流动性骤然收紧，虽跨过了年终考核时点，4日的资金面仍不见回暖。而在年初，因年底扰动因素消退，且年底财政存款一次性释放提升银行超储规模，流动性一般会在年底收紧后重新转向宽松。

至于昨日回购利率为何下跌，交易员解释主要是开盘价引导所致。Wind数据显示，1月4日，隔夜回购首笔成交在1.95%，较前加权平均利率低17bp；7天回购开盘报2.25%，较前加权平均利率低7bp。

## 跨年后资金犹紧

2016年首个交易日，银行间货币市场利率纷纷走低。4日早间公布的上海银行间同业拆放利率（Shibor）显示，当天7天、14天期Shibor利率分别下行2bp和4.3bp，最新报2.335%、2.904%，其余期限大致持稳，隔夜Shibor利率微涨0.4bp，上涨放缓。质押式回购市场上（存款类机构行情），4日，1个月及以内各期限回购利率全线走低，核心

品种隔夜回购利率加权值跌约10bp至2.02%，7天回购利率加权值跌2bp至2.31%。

然而，昨日资金市场交易并不像回购利率反映的那般宽松，真实感受反而是偏紧的。有交易员反映，昨日大行供给减少，场内市场拆借仍较为不易。交易员还称，年前最后一个交易日，货币市场流动性骤然收紧，虽跨过了年终考核时点，4日的资金面仍不见回暖。而在年初，因年底扰动因素消退，且年底财政存款一次性释放提升银行超储规模，流动性一般会在年底收紧后重新转向宽松。

至于昨日回购利率为何下跌，交易员解释主要是开盘价引导所致。Wind数据显示，1月4日，隔夜回购首笔成交在1.95%，较前加权平均利率低17bp；7天回购开盘报2.25%，较前加权平均利率低7bp。

## 多重因素使然

应该说，年底流动性偏紧并不足为

奇，只是在2015年12月的绝大多数时间里，货币市场流动性都保持了超预期的宽松状态，从而让2015年最后一个交易日的紧张显得有些意外。

对于短期资金面骤然收紧，分析人士认为是多重因素叠加所致。首先，人民币对美元持续贬值，资金外流的负面效应不断积累，特别是最近几个交易日，人民币贬值势头加重，离岸汇率持续重挫，而A股、B股等人民币资产均出现异常波动，市场对资金外流的担忧进一步加深。其次，新股发行新规正式实施，有观点认为2016年首批IPO已经不远，启动时点将早于预期。再次，三一转债、国泰君安转债接踵而至，发行总额73亿元，鉴于之前转债打新的优异表现，或吸引大量资金参与申购，所引发的资金在途效应不并亚于中小盘股票申购。最后，有消息称，近期有部分MLF到期，但尚未被续作，而央行在年前最后一个交易日暂停公开

多重因素使然

综合考虑对财政预算赤字可能扩大以及到期规模，今年国债供给量已无悬念。有机构如华创证券预测，2016年关键期限记账式国债发行规模或将达到2.08万亿元，将比2015年增加6445亿元，净发行额将达到1.3万亿元左右，较2015年增加7769亿元。

2015年地方债发行一直持续到12月

# 供给迫不及待 债市上涨或受牵制

□本报记者 张勤峰

值得一提的是，1月4日，进出口银行和国开行也先后发布了债券发行公告。进出口银行定于1月7日上午增发2015年第十期、第十四期和第十六期金融债券，期限分别为7年、10年和5年，本次计划增发金额分别为不超过70亿元、70亿元、60亿元。国开行则定于1月7日发行2016年第一期1年期和第二期3年期浮息金融债，各计划发行不超过50亿元。

除上述政策性金融债，本周已知待发行的无风险债券还包括2016年第一期记账式附息国债，期限1年，计划发行200亿元，以及2015年第二十三期记账式附息国债的第三次续发债券，期限10年，计划发行200亿元。以此测算，本周利率债计划发行规模已达1260亿元，远高于2013年及2014年第一周的利率债发行规模。

## 利率债扩容无悬念

今年一级市场“迫不及待”地开闸，周一发行计划又安排得如此紧凑，暗示今年的供给形势恐怕也将非比寻常。市场机构预测，今年国债、地方债、政策性金融债供给将进一步放量，净融资额大幅提升几无悬念，供给放量或许难挡债牛趋势，但也将是制约利率下行幅度的一大风险因素。

## 年初供给声声急

农发行4日招标发行了五期新发固息债，发行总额260亿元，覆盖1至10年期各关键期限品种。尽管短期资金从紧，导致招投标结果并不抢眼，但终归是打响了2016年利率债供给的第一枪，而这一枪来得比往年都要更早些。

往年还未有过在新年首个交易日发行利率产品的先例。例如，2015年是在1月第2个交易日，2014年则是在1月第3个交易日。

值得一提的是，1月4日，进出口银行和国开行也先后发布了债券发行公告。进出口银行定于1月7日上午增发2015年第十期、第十四期和第十六期金融债券，期限分别为7年、10年和5年，本次计划增发金额分别为不超过70亿元、70亿元、60亿元。国开行则定于1月7日发行2016年第一期1年期和第二期3年期浮息金融债，各计划发行不超过50亿元。

除上述政策性金融债，本周已知待发行的无风险债券还包括2016年第一期记账式附息国债，期限1年，计划发行200亿元，以及2015年第二十三期记账式附息国债的第三次续发债券，期限10年，计划发行200亿元。以此测算，本周利率债计划发行规模已达1260亿元，远高于2013年及2014年第一周的利率债发行规模。

## 利率债扩容无悬念

今年一级市场“迫不及待”地开闸，周一发行计划又安排得如此紧凑，暗示今年的供给形势恐怕也将非比寻常。市场机构预测，今年国债、地方债、政策性金融债供给将进一步放量，净融资额大幅提升几无悬念。有机构如华创证券预测，2016年关键期限记账式国债发行规模或将达到2.08万亿元，将比2015年增加6445亿元，净发行额将达到1.3万亿元左右，较2015年增加7769亿元。

2015年地方债发行一直持续到12月

# 期现货齐跌 静候不确定性消除

□本报记者 王辉

新年首个交易日，沪深股市双双重挫，国债期、现货市场却并未因避险需求上升而受益，现券收益率明显走高，国债期货各合约全线收低。

分析人士指出，人民币贬值势头加重，短期资金面偏紧以及供给迅速恢复，冲击年初债市交投情绪。市场期待货币政策打破“沉默”，为债市提供方向指引。

## 期现货联袂下跌

1月4日，国债期货市场震荡走弱，各合约全线收跌。截至当日收盘，5年期国债期货主力合约TF1603报100.595元，跌0.105元或0.1%；10年期主力合约T1603收报99.865元，跌0.19元或0.19%。截至1月4日，期限5年及10年期主力合约双双录得四连阴。经历了2015年12月中上旬的一轮多头行情后，国债期货市场转为回调整理的迹象越发明显。

光大