“预期差”困住美元 “经济起”贡献底气

人民币：单边升贬值俱往矣

□本报记者 张勤峰

伴随着特朗普交易盛极而衰与中国经济企稳回升，年初以来，美元震荡回落、人民币稳中有升。外汇市场人士指出，“外患”缓和、“内忧”减轻，共同支撑了人民币汇率走势并逐渐稳定了汇率预期，人民币快速贬值的阶段已过去；今后一段时间，人民币汇率面临的向上支撑与下行风险可能并存，再现无序贬值或重现单边升值的可能性都很小，应关注经济企稳持续性及美元走势波动性。

人民币贬值预期退潮

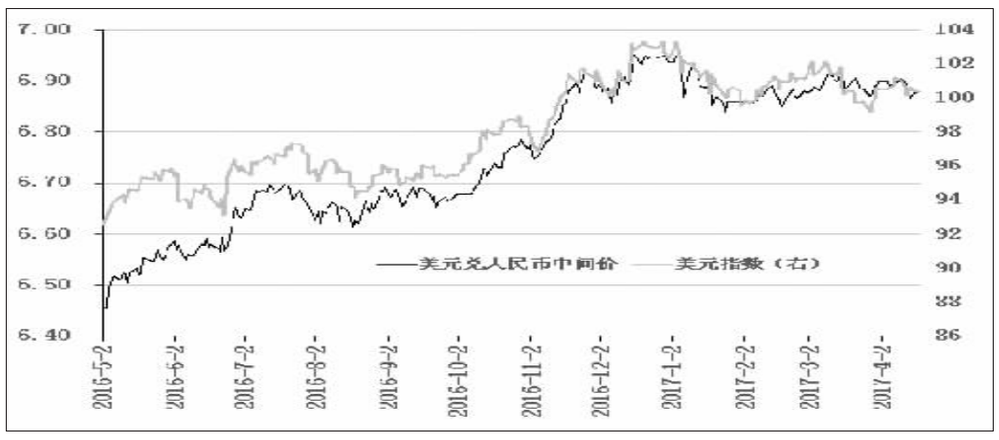
美国财政部14日公布针对主要贸易对象的新一期《国际经济和汇率政策报告》，认定包括中国在内的美国主要贸易伙伴并未操纵货币汇率以获取不公平贸易优势。避免人民币汇率出现过度贬值，是过去一段时间以来中国汇率政策调控的重要内容，这显然不能被认为是在刻意压低人民币汇率以获取贸易优势。美国总统特朗普日前接受外媒采访时也已明确表示，中国不是“汇率操纵国”。

上周以来人民币对美元汇率有所升值，这当中即有受到特朗普部分讲话的影响。上周人民币对美元汇率中间价一度连涨三日，其中4月13日调高289个基点，创过去近三个月最大单日涨幅；上周五（4月14日）设于6.8740元，全周升值209个基点。国际市场上，当周美元指数跌逾0.6%至100.5附近。

人民币对美元稳中有升，也是今年以来人民币对美元双边汇率走势的一个总体特征。进入2017年，人民币汇率并未像2016年初那样出现快速的贬值，反而对美元出现一波较快的升值，随后转入持续的盘整。截至4月17日，今年以来人民币对美元汇率中间价升值585个基点，幅度为0.84%。由于去年末时，市场对来年初人民币汇率走势颇为悲观，认为人民币对美元将很快跌破7元的观点不占少数，因此，年初人民币汇率的坚挺超预期，在一定程度上缓和了市场悲观情绪，推动汇率预期趋于平稳。

统计显示，今年一季度，银行间外汇市场人民币对美元即期询价交易日均成交214亿美元，较上个季度的309亿美元缩减逾三成；4月以来，日均交易量略增至230亿美元，接近该项数据有纪录以来的平均水平。以往经验表明，在岸外汇成交量与汇率贬值预期之间存在一定的正相关关系，通常成交量愈大，人民币汇率贬值预期也愈浓。

美元兑人民币汇率中间价与美元指数



近期央行披露的外汇储备数据，也被认为是人民币汇率贬值预期趋缓的证据。据央行公布，截至今年3月末，我国外汇储备规模为30091亿美元，较2月末小幅上升40亿美元，连续第二个月回升。此前，从去年7月到今年1月，外汇储备规模曾连续7个月下降。业内人士指出，外汇储备自去年4月以来首次连续两个月上升，考虑到估值效应偏中性，进一步反映出我国资本外流压力趋缓，人民币汇率贬值预期有所减弱。

此外，今年以来，境内外市场上人民币即期汇率靠拢、远期汇率隐含的贬值预期收敛、汇率期权隐含波动率下降等亦从不同角度反映了人民币汇率预期趋稳的变化。

总的来看，年初以来，人民币汇率企稳的特征较为明显、汇率预期趋向平稳，显示在内外多种因素支持下，过去一段时间货币当局稳定人民币汇率走势及预期的努力正显现成效。

基本面提供支撑

从外部来看，年初以来美元汇率总体有所回落，主要货币对美元多数出现小幅升值，人民币对美元贬值压力有所减轻。

进入2017年，美元指数未能延续此前强劲升值走势，在震荡中出现回落，迄今为止累计下跌1.8%。综合分析，这当中的主要原因有两点：一是前期上涨透支及预期差的出现；二是主要经济体经济与政策走向的周期性差异收窄。

去年四季度，美元指数涨逾7%，美联储加息预期与特朗普交易的兴起叠加共振，推动美元指数涨至十余年来的高位。中金公司报告指出，“特朗普交易”泛指所有围绕特朗普政策预期、实施及其影响而制定的交易，其本质是特朗普当选引发了市场对于减税、基建等政策的想象，以及对于美国经济增长与再通胀的预期，并由此引发各类资产价格剧烈波动、资金流向发生改变。

去年11月，特朗普胜选后，金融市场掀起“特朗普交易”热潮，主要表现为美元升值、股票和商品涨价、债市走弱。然而，特朗普政策具有很大不确定性，随着特朗普上任，政策主张付诸行动，“特朗普交易”进入验证期。这一过程中，前期承诺与政策执行的差异可能形成“预期差”，进而导致市场波动。

迄今为止，特朗普税改、基建计划尚未见到实质行动，新医改则出师不利，迫使市场不得不重新审视特朗普新政实施前景及潜在影响。年初以来，“特朗普交易”盛极而衰，美元在“预期差”的影响下贬值、美债收益率也从前期高位回落。

与此同时，在近期全球经济小共振过程中，经济企稳回升渐成主流，市场预期未来将有更多经济体退出货币超宽松状态，而过去几年美元之所以一枝独秀，依靠的正是美国在经济增长及货币政策周期上所展现的领先优势。

外汇市场人士指出，3月份美联储“提前”实施加息，且市场对全年加息次数的预期升至3次，但美元指数不涨反跌，10年期美国国债收益率从2.6%以上跌至2.3%以下，背后主要反映的就是“特朗普交易”降温引发预期修正以及全球货币政策差异性收窄的影响。另外，“逆全球化”思潮及地缘政治因素也打压风险偏好，影响美元、美债等资产价格。

从内部来看，人民币汇率面临的支撑也在增强。首先，去年四季度以来，中国经济持续展现企稳向好势头，基本面变化对汇率起到支撑；其次，伴随着国内经济景气改善、工业品涨价及企业盈利好转，国内资产收益率的吸引力有所增强；再者，人民银行货币政策回归稳健中性，市场利率水平走高，稳定了中美息差，也有助于缓和资本外流压力；最后，去年下半年以来，监管部门在对外并购、直接投资等多个方面收紧了外汇管理，控制住了跨境资本流出速度。

向上支撑与下行风险并存

应该说，年初以来，“外患”缓和、“内忧”减轻，共同支撑了人民币汇率走势并逐渐稳定了汇率预期。今后一段时间，人民币汇率面临的向上支撑与下行风险可能并存，再现无序贬值或重现单边升值的可能性都很小。

当前市场对美元走向的分歧在加大。一方面，“特朗普交易”及国际政治经济形势，增添了美元走势的复杂性。近期“特朗普交易”降温，并不意味着“特朗普交易”的终结，相反，“特朗普交易”的起伏和反复可能将持续很长时间。未来特朗普政策执行程度和实施效果均有待观察，潜在“预期差”的存在给未来包括美元汇率在内的资产价格变化埋下了波动风险。此外，中东及东北亚地缘政治、欧洲选举形势等也增添了金融市场的不确定性。另一方面，加息与缩表将是美联储货币政策正常化的必经之路，仍有望给予美元汇率向上支撑。美联储近期公布的3月份货币政策会议纪要显示，FOMC大多数委员倾向于从今年开始缩减资产负债表，这比原先市场预计的要早，进一步提升了市场对缩表的预期。

分析人士指出，考虑到前期过度升值、特朗普交易降温、全球货币政策共振，美元暂缺乏大幅上行动力，可能维持区间震荡的走势，但后续走势不确定性大，对人民币汇率的扰动值得关注。

“归根到底，人民币汇率能否有效企稳仍取决于中国经济基本面表现和资产收益率变化预期。”业内人士指出，在美元涨势放缓的同时，鉴于中国经济景气改善、汇率贬值预期趋缓、资本流出压力减轻等情况，二季度人民币对美元汇率或将保持总体稳定，从更长时间看，人民币汇率走势仍存在不确定性，应关注经济企稳持续性及美元走势波动性，但只要经济不再现大幅下行，汇率快速贬值阶段就已经过去。

人民币对一篮子货币略贬

中国外汇交易中心17日公布，4月14日CFETS人民币汇率指数为93.18，较前一周下跌0.04%，2017年以来贬值1.74%。市场人士指出，在预期人民币对美元保持大致稳定的同时，今后一段时间CFETS人民币或延续温和下行走势。

今年以来，人民币对美元汇率走势趋于平稳，总体略有升值，但值得注意的是，人民币对一篮子货币汇率呈现贬值走势。截至4月14日，2017年以来人民币对美元汇率中间价累计升值630个基点，幅度0.92%；在岸人民币对美元即期汇率累计升值626个基点，幅度0.91%；CFETS人民币汇率指数则贬值1.74%。

而在人民币对美元出现短期贬值时，人民币汇率指数往往是上涨的。比如，3月上旬，人民币对美元中间价贬值0.68%，CFETS人民币汇率指数则上涨0.42%。

有观点认为，年初以来人民币汇率指数的走势或体现了在美元贬值时，央行有意引导人民币对美元少升值，在美元升值时则引导人民币对美元少贬值。不过，中信建投研究报告指出，今年CFETS指数下行的很大一部分原因，是当前中间价形成机制对CFETS指数内生的下偏压力。

短期来看，美元指数上行乏力，人民币对美元或稳中略升，CFETS人民币汇率指数仍有温和下行可能。（张勤峰）

经济稳中向好 债市机会需等待

□本报记者 张勤峰

国家统计局17日公布了3月份及一季度宏观经济运行数据。接受中国证券报记者采访的研究人士表示，今年GDP实现“开门红”，经济增长延续稳中向好局面，未来持续性值得关注，利率可能要先“上”才能再“下”，在规避风险的同时关注“预期差”等可能造就的交易性机会。

GDP开门红 关注持续性

中国证券报：如何评价近日公布的3月份及一季度主要经济数据？

中信建投 黄文涛：一季度GDP增速6.9%，其中第二产业增速明显提升，与工业增加值增速的回升一致。考虑价格上涨因素后，一季度固定资产投资增速明升实降，投资对经济增长贡献率大概率下降。3月社零名义增速10.9%，超过市场预期，带动社零好转的主要是汽车与地产相关行业。

近期公布的经济数据总体表现良好，一季度GDP增速与居民收入增速回升，3月份工业生产、投资、消费与出口均较1-2月份有所改善。在今年稳增长压力相对去年较小、政策更为强调“促改革、防风险”的背景下，房地产调控、金融去杠杆的政策意图可能将更加坚决，基建投资可能也会有所调整，3月份商品房销售面积以及基建投资增速的回落，可能已部分反映了这一变化。对于政策未来走势以及对经济增长的影响，需进一步观察。

申万宏源 孟祥娟：今年一季度GDP同比增速回升至6.9%，但季调环比仅增长1.3%，仍处于2011年以来季度环比增速低位。随着二季度基数走高及房地产、基建和汽车等下游需求变弱，预计GDP增速将小幅下行。3月工业增加值数据超预期。3月固定资产投资增速再度回升，地产投资增速短期仍高，基建投资增速下滑，制造业增速仍低，未来基建、地产投资难以维持一季度的高增长态势，制造业投资回升但仍较为温和，固定资产投资增速面临下行压力。3月零售增速回升主因汽车等销售改善，但可持续性不强。

短期承压 调整中等待机会

中国证券报：基于对宏观经济走向的看法，你对中短期债市趋势有何判断，有何投资建议？

中信建投 黄文涛：当前债券市场仍处于震荡市格局。一方面经济企稳，使得央行有决心维持更加稳健中性的货币政策，资金面紧平衡不利于资金利率的回落，债市短端利率下行空间不大。此外，近期监管政策密集出台，4月份资金面压力较大，也都会对短期债市形成压制。但另一方面，债券市场配置价值正显现，长端收益率顶部较为明确。因此，尽管经济数据表现不利于债市，但收益率上行空间依然有限。

在市场预期分化的情况下，二季度债市交易性机会将更多来自预期差。一方面，一季度经济增长的惯性仍需观察，且随着金融监管加强、风险逐渐得到控制，货币政策关注点将回归基本面，通胀及企业融资需求进一步影响资金利率下降的幅度；另一方面，在资金成本下行情况下，基本面下行确认及银行配置盘释放决定长端空间。乐观情况下，预计10年国债收益率有望回落至3.0%附近，国开债和农发债收益率处于历史相对较高水平，超额收益空间较国债更大。

申万宏源 孟祥娟：二季度开始，房地产调控效果将逐渐显现，同时财政支出增速受制于财政收入以及财政赤字也将出现下行，从而带动基建投资增速回落。考虑到去年第二季度基数较高，预计今年二季度经济数据将出现较明显的边际下行，在此过程中市场对经济增长前景的乐观预期将有所修复。随着基本面和监管政策的明朗，债市将有望出现交易性机会。维持全年10年国债利率运行区间在2.8%至3.5%的判断不变。短期内，市场走势偏弱，建议缩短久期、降低杠杆，配置高等级信用债为主。

交易所回购利率整体上行

17日，交易所市场短期资金利率整体小幅上行。分析人士指出，本周开始，资金面将面临转债发行、缴税、MLF到期等多重压力，市场对后续流动性预期相对谨慎，昨日市场资金面整体较上周有所收敛，后续仍需警惕流动性波动加大的可能。

盘面数据显示，昨日上海证券交易所质押式国债1天期回购品种GC001早盘高开高走，触及3.53%的高点后有所回落，全天多数时段平稳运行，尾盘下跌明显，最终大跌132bp收报1.215%，加权平均利率则上行24.4bp至2.7960%；上交所质押式国债7天期回购品种GC007早盘触及3.51%后，日内整体震荡下行，收盘下行50.5bp报2.295%，加权平均利率则上行20.52bp至3.0040%。深交所方面，R001加权平均利率上行20.45bp至2.7370%，R007加权平均利率上行39.95bp至3.2170%。

值得注意的是，为进一步完善回购利率形成机制，促进回购利率稳定，方便投资者更好地参与交易所回购市场，近日沪深交易所分别修改交易所债券交易实施细则，对债券回购业务若干条款进行修订。此次新规调整主要修改了交易所债券质押式回购计息规则，计息天数由回购期限的名义天数修改为资金实际占用天数，新规自2017年5月22日起正式实施。（王姣）

利空扎堆 期债下行压力犹存

□本报记者 王辉

受市场资金面收敛、一季度GDP增速超预期等因素影响，17日债券市场整体继续走弱，现券收益率大幅上行，10年期国债期货一度跌逾0.5%。分析人士指出，当前债市谨慎情绪较浓，国债期货预计将保持震荡下行的运行势头。

期债跌势加重

17日，市场资金面在季度缴税压力显现等因素影响下，整体略显收敛，消息面上，一季度GDP增速超预期也对债市交投情绪产生压制。在此背景下，当日国债期货出现明显下跌。

盘面显示，17日，5年期国债期货主力合约TF1706早盘小幅低开后略冲高，上午10时一季度GDP等数据公布之后期价转为持续震荡下行。截至收盘，TF1706报98.555元，跌0.310元或0.31%。此外，10年期国债期货主力合约T1706收报96.065元，跌0.52元或0.54%。整体来看，国债期货延续上周以来的下行走势，短期跌势有所加重，呈现出放量下跌的特征。

17日，央行开展了中期借贷便利（MLF）操作共4955亿元，略超过本月到期量，不过央行逆回购再次停做。因季度缴税压力加大，当日市场资金面仍略有所收敛。此外，国家统计局于17日公布的一季度GDP同比增速为6.9%，高于此前6.8%的市场预测均值。

短期弱势难改

分析人士指出，在金融监管加强、金融去杠杆继续深化的背景下，债券市场谨慎心态难消。

上海证券胡月晓表示，近两周来银监会先后发布了7份文件，直指一段时间以来银行业出现的同业业务无序扩张、多层嵌套、资金空转等行为，同业业务、理财业务成为监管的重要方向，金融去杠杆政策出台出现加速迹象。短期金融监管的加强或将抑制利率债市场的表现。尤其在去杠杆过程中，相关机构一旦面临流动性压力，债券作为流动性较好的资产容易遭到抛售。东北证券分析师刘立喜也表示，金融去杠杆、货币紧缩的基础是宏观经济平稳、银行同业链条持续。从目前的市场环境来，这两点基本条件仍然满足，因此金融去杠杆、货币紧缩仍将持续。虽然3月末MPA考核后央行并未采取明显措施，进而导致前期市场做多情绪重启，但这其中可能已经积累了较大的背离风险，短期市场表现仍难乐观。

对于国债期货，宏源期货表示，一季度地方政府和非金融企业债券净增量同比回落较多，而上周国债招标情况较差，相关市况均表明近期债券需求较为疲弱。本周来自季度缴税影响将明显加大，由于整体规模较大，资金面预期偏谨慎。结合银监会两度发声升级金融监管、同业存单受到重点关注来看，金融去杠杆有加强趋势，短期内国债期货预计仍将面临下行压力。

■评级追踪

联合降翔鹭石化评级

联合资信日前将翔鹭石化股份有限公司主体长期信用等级由A+下调至A-，评级展望为负面，并继续列入下调信用评级观察名单；并将“12翔鹭MTN1”的债项级别由A+下调至A-。

联合资信指出，翔鹭石化目前尚处于停产阶段，复产时间仍不明朗，企业经营处于停滞状态，财务压力有所加大，公司整体抗风险能力持续减弱。

鹏元降霍煤集团评级

鹏元资信日前将内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司主体长期信用等级由BB下调为CC，评级展望维持负面，将“11霍煤债01”、“11霍煤债02”的债项信用等级分别由BB+、BB下调为B、B，并继续列入观察名单。

鹏元资信指出，霍煤集团无法按时、足额筹集资金用于偿付“11霍煤债01”及“11霍煤债02”到期本金。但考虑到霍煤集团在以内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司、内蒙古霍煤通顺碳素有限责任公司股权为“11霍煤债01”质押担保的基础上，于2016年6月增补多项股权、土地、应收账款、定期存单抵/质押资产为“11霍煤债01”及“11霍煤债02”提供担保，上述增信措施仍能对相关债券的偿付起到一定保障作用。

大公升特变电工评级

大公日前将特变电工股份有限公司主体长期信用等级由AA+调整为AAA，维持评级展望为稳定。

大公国际指出，特变电工是我国输变电行业的龙头企业，特高压项目建设的大力推进将有助于公司竞争优势的发挥。同时，公司近年来积极拓展海外市场，有助于增强输变电业务的抗风险能力。公司光伏产业已初步形成完整产业链，新能源业务板块成为公司新的收入和利润增长点，新特能源在香港上市拓宽了公司的融资渠道。预计未来1-2年，公司业务将保持稳定发展。（张勤峰 整理）

■债市策略汇

利率产品

兴业证券：波动加大

利率债曲线整体上移，短端利率持续走高，活跃券成交一致增加，反映金融监管与货币紧缩的担忧仍在对市场施加调整压力，但从央行操作来看，政策采取温和去杠杆的可能性较大，即央行一方面积极对冲MLF到期与缴税压力，维持流动性相对稳定，另一方面增加对实体经济的支持力度，维持基本面的平稳运行，因此利率债市场震荡且波动放大的格局仍在。

招商证券：利率缺乏上升空间

未来的一到两个季度的宏观层面的增长、货币信贷需求以及银行风险偏好，很可能会互相影响，出现持续的回落，这对债券市场整体偏正面，利率缺乏上升的空间，投资者不必过于担心当前的调整。

信用产品

海通证券：信用债风险偏好趋降

银监会接连发文落实“金融防风险”，规范委外、穿透管理或促资金回流表内，加上信用评级准入趋严，银行风险偏好将大幅降低，信用债新增需求或趋下降，降杠杆过程中存量债也将面临抛售风险，低等级信用债受到的负面冲击更大。

中金公司：评级间利差将拉开

金融监管力度的加强及市场风险偏好的降低对于信用债明显不利。尤其对于低评级品种，随着后续季度到期高峰的到来和市场风险偏好的降低，其再融资需求要么体现为供给压力增加，要么体现为违约风险暴露。即使金融去杠杆进程缓慢，评级间利差的拉开也难以避免。

可转债

天风证券：不建议高位参与炒地图

目前转债回到了正股驱动模式，这种热点频出的行情其实并不好做。不建议投资者在目前位置去参与转债“炒地图”，建议调整的时候买入歌尔转债、宝钢EB，长期可关注以岭EB、辉丰转债。

中信证券：逢低配置低价低估值标的

短期正股主题可以看短做短，转债由于溢价率的影响，其受主题推动的持续性弱于正股，后续主题炒作仍旧是市场的主题之一，但提前预判更显重要；从中长期来看，随着近期正股拖累以及供给冲击，转债估值已趋于合理，随着个券价格在近期的调整，其安全垫保护也愈发充足，投资者可以开始逐步逢低配置低价低估值标的，二季度可能存在一定的交易性机会。（王姣 整理）