

避险情绪再加码 美欧货币两重天

23日美元兑人民币中间价涨131点 欧元兑人民币中间价跌破8

□本报记者 张勤峰

近段时间，欧债危机的后续发展愈发令人担忧，全球金融市场弥漫着的避险情绪持续发酵。外汇市场上，美元与欧元等主要非美货币持续上演“冰火两重天”。市场人士指出，欧债局势的复杂与曲折，决定了避险情绪将始终是未来一段时间影响金融市场运行的关键力量，基本面的比较优势或支撑美元对欧元继续保持相对强势。

自5月初以来，美元一路高

歌猛进，欧元等主要非美货币则跌跌不休。23日隔夜，美元大涨、欧元重挫。23日亚欧交易时段，美元继续上涨，美元指数盘中最高触及81.91点，创出2010年9月以来的新高，欧元兑美元则以1.2614的盘中低点，刷新了2010年8月以来的最低纪录。受国际汇市影响，23日中国银行间外汇市场美元兑人民币中间价亦大涨131个基点至6.3208，重返6.32上方，欧元兑人民币中间价则跌破8至7.9980，创10年新低。

有分析指出，近几年美元的数轮升值总是与避风港资产特征紧密联系，其汇率走势与市场不确定程度和资金避险需求之间正相关。欧元、商品货币以及新兴市场经济体的货币则成为典型的风险资产，其价格同样受到资金风险偏好变化的高度影响。据此来看，当前美元与欧元等非美货币行间外汇市场美元兑人民币中间价亦大涨131个基点至6.3208，重返6.32上方，欧元兑人民币中间价则跌破8至7.9980，创10年新低。

就短期而言，资金避险需求主要源于欧债危机深化的风险。进入5月，希腊和法国相继迎来

大选，令先前稍微平复的欧债局势变数大增。一方面，希腊政府难产。市场担忧，若希腊无法组建有效政府并继续履行改革措施，外部贷款人可能掐断援助，待其公共财政很快耗尽后，将出现无序违约，并可能最终离开欧元区。另一方面，法国总统换人。

奥朗德上台后，“德法联盟”出现裂痕，两国在刺激经济与财政紧缩孰优孰劣问题上的分歧浮上水面，进而也给欧债前景蒙上阴影。有消息称，希腊前总理帕帕季莫斯日前表示，希腊退出欧元

区的风险真实存在。与此同时，奥朗德有意在本周三欧盟峰会中提议创建欧元区债券，而德国在峰会前夕依旧强硬表态反对，这无疑令资金避险需求“火上浇油”，也被视为近两日美元大涨、欧元承压的主因。

分析人士指出，尽管美国经济复苏进程与挥之不去的QE3预期恐掣肘美元进一步向上拓展空间，但考虑到欧债危机不确定性更强、欧元区经济更悲观，预计未来一段时间美元将维持相对强势。

做多气氛鼎盛 10年国债获近2倍认购

□本报记者 王辉 上海报道

财政部23日招标发行了2012年第九期记账式附息国债。发行结果显示，本期10年期固息国债获得主流机构热情追捧，认购倍数接近2倍，3.36%的中标利率则符合市场预期。分析人士表示，近期不容乐观的宏观经济环境以及本期长期限国债的配置热情。尽管目前投资者对于以利率产品为代表的现券收益率下行空间有一定分歧，但市场仍有望在未来较长时期内保持强势运行格局。

强势格局有望长期延续

上周以来，在国内和国外基本面利空以及央行降低存款准备金率的共同作用下，无论是利率债还是信用债市场，收益率均出现大幅下行。目前市场主流观点均普遍认为，债市牛市格局仍将长期持续。

长江证券等机构观点认为，市场对于未来货币政策持续走向宽松的预期显著增强，越来越多的投资者认为央行降息必要性加大，基本面和政策面对于债券市场将有望持续提振债市强势运行。未来一段时期内债券市场收益率将继续回落，但下降幅度将会逐渐收窄。

中标利率3.36%

刊登在中债网的2012年记账式附息（九期）国债招标情况显示，本期国债计划招标发行总量300亿元，首场投标量为590.4亿元，对应认购倍数高达1.97倍。本期国债最终实际发行总量344.4亿元，在300亿元首场基础招标后，投资者追加发行了44.4亿元的本期债券。在中标利率方面，本期国债中标的票面利率为3.36%。

从利率水平看，本期国债中标利率落在市场预期区间范围之内，稍低于二级市场同期限收益水平。此前，多家机构给出的中标利率预测区间为3.32%至3.42%。中债收益率曲线显示，当前银行间10年期固定利率国债的到期收益率在3.3950%附近。

与一个月前刚刚续发行的一期10年期国债利率相比，在经过近期债市收益率水平的大幅下滑之后，本期新发的10年期国债利率水平较一个月前已有大幅下滑。财政部4月18日续发行了2012年第四期记账式附息国债，当期300亿元10年期续发国债中标利

今年以来部分中长期固息国债招标情况								
名称	招投标日期	期限 (年)	招 标 标 的	中 标 利 率 (%)	中 标 价 格	实际发行总额 (亿元)	认购 倍数	最终票面 利率(%)
12附息国债03	2012-2-15	5	利率	3.14		280.00	1.59	3.14
12附息国债04	2012-2-22	10	利率	3.51		280.00	2.02	3.51
12附息国债05	2012-3-7	7	利率	3.41		280.00	2.14	3.41
12附息国债04(续发)	2012-3-21	10	价格		100.11	280.00	1.91	3.51
12附息国债05(续发)	2012-4-11	7	价格		100.47	327.00	1.95	3.41
12附息国债04(续2)	2012-4-18	10	价格		100.67	326.10	1.81	3.51
12附息国债06	2012-4-20	20	利率	4.03		280.00	1.76	4.03
12附息国债05(续2)	2012-5-9	7	价格		100.73	339.70	1.94	3.41
12附息国债08	2012-5-16	50	利率	4.25		280.00	1.49	4.25
12附息国债09	2012-5-23	10	利率	3.36		344.40	1.97	3.36

资金面维持宽松 7天回购利率跌破2.5%

尽管央行公开市场提前锁定净回笼，但似乎对于资金面的影响甚微。周三，货币市场利率延续低位运行，涨跌不一，其中7天资金价格下行较多，7天回购利率跌破了2.5%的市场预期底部。不过，分析人士多认为，目前资金价格继续走低的空间有限。

从银行间质押式回购成交来看，资金面依旧较为宽松。主要品种成交方面，隔夜回购全天成交5797.05亿元，较前一日增加75.67亿元，加权利率收报1.85%，小幅上涨2.18个基点。7天与14天品种成交活跃，利率水平双双走低。其中，7天回购全天成交489.35亿元，较前一日增加

102.89亿元，加权利率为2.44%，较前一日大跌25个基点，成为当日利率下行幅度最大的回购品种；14天回购全天成交199.85亿元，增加114.85亿元，加权利率则下行4.98个基点至2.71%。另外，21天和1个月品种利率略微上涨，成交量有所萎缩。2个月回购加权利率下跌14.20个基点至3.15%，跌幅较为明显。

尽管周三7天回购利率跌幅突出，且收益率水平突破了2.5%的市场预期底部，但是多数交易员仍表示，因存在公开市场转向上涨预期，财税清缴与“热钱”流出等现实压力，当前资金价格进一步下行的空间应该有限。（张勤峰）

可转债涨多跌少 延续超越正股表现

周三，可转债继续演绎超越正股的表现，两市转债产品涨多跌少，相应正股则鲜有上涨。

具体来看，周三沪深两市交易的17只可转债中有10只上涨，5只下跌，2只持平。其中，燕京转债收盘净价上涨0.48%，居涨幅首位。川投转债、国电转债和歌华转债紧随其后，分别上涨0.42%、0.15%和0.14%。大盘转债方面，石化转债、中行转债与工行转债涨幅均较小，分别为0.06%、0.05%和0.01%。尽管个券涨幅较为有限，但与相应正股走势对比，可转债市场表现依然强劲。其中，

涨幅最大的燕京转债的正股燕京啤酒上涨0.37%，是对应17只正股中唯一的上涨股票。

分析人士认为，近期转债市场相对权益市场较为抗跌，一是得益于债券市场上涨的底部支撑；二是得益于转债可质押的政策利好刺激。不过，有观点认为，由于近期转债走势相对较强，目前偏股型品种转股溢价率已经明显抬高，偏债型品种受益于可转债纳入质押式回购，底部也有所抬高。从下一阶段看，转债估值提升更需依靠正股上涨的推动。（张勤峰）

财政部拟30日续发12附息国债03

据中债网消息，财政部定于5月30日进行2012年记账式附息（三期）国债（12附息国债03）的续发行招标。

资料显示，12附息国债03为5年期固定利率附息债，从2012年2月16日开始计息，票面利率3.14%，按年付息，每年2月16日（节假日顺延）支付利息，2017年2月16日（节假日顺延）偿还本金并支付最后一期利息。本次续发行部分的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与12国债

03相同，计划续发行面值总额300亿元，全部进行竞争性招标。甲类成员在竞争性招标结束后，有权追加当期国债。

发行公告称，本期国债将于2012年5月30日进行续发行招投标，当日停止交易一天。5月31日开始续发行，6月4日续发行结束。续发行部分从6月6日起与原发行部分合并上市交易。本次续发行采用多种价格（混合式）招标方式，标的为价格，发行手续费率为0.1%。（张勤峰）

希腊退出不是欧元末日

□韩会师

近期，希腊大选乱局导致的退出风险致使欧元持续承压，然而希腊退出真如某些舆论所言是欧元区崩溃的开始吗？笔者对此不敢苟同。

希腊退出是否会引起重债国的连锁反应取决于希腊的退出成本，若希腊退出后能够通过赖账甩掉包袱，且通过德拉克马大幅贬值刺激经济发展，那么其他重债国有可能群起效仿，但这种情况很难出现。

首先，如果希腊赖账，其外援必然立即断绝，虽然赖账可以将历史债务清零，但旧有的财政框架很快就会积累起新的债务负担；其次，即使希腊赖账，赖的也只能是政府债务，私人部门的债务一旦大规模违约，希腊就会成为经济上的孤岛，对外经济交往中的断完全可能将希腊经济打回到中世纪；再次，假如希腊不赖账，目前希腊政府和私人部门的债务大都以欧元和美元计价，德拉克马的大幅贬值并不会对其债

务负担起到缓解作用，反而会加剧资本外逃，进而给偿债和经济复苏带来更大的困难。总之，希腊退出很难起到示范作用。

再从政治上看，除非欧元区核心国无条件维持欧元区的存续，否则核心国家绝对不能容忍希腊低成本退出，承受煎熬之痛的希腊才能让其他重债国引以为戒。断绝侥幸之心以后，重债国的改革才可能持续推进，而这将对欧元区的稳定构成长期支撑。当然，暂时的市场混乱是难以避免的。

假如希腊退出，另一股可能保护欧元区不至于陷入崩溃的力量可能来自美国。尽管是美国人最早点燃了欧债危机的烽火，但“乱”而不“倒”的欧元区却是目前最符合美国利益的。

在欧债危机波澜不断的大背景下，美国自身严峻的债务问题被成功地隐藏在媒体聚光灯之外，全球资本在无处可逃的窘境中被迫扑向美债，将其收益率长期压制在历史地位。目前美国10年期国债收益率不足2%，5年期国债收益率更是不足1%。根据IMF的估算，未来5

■ 交易员札记

信用债表现活跃 中小企业私募债受瞩目

□国泰君安证券 刘硕

周三资金面维持宽松，7天回购利率下行36BP至2.44%的低位，受其影响债券市场继续向好。

上午招标发行10年期国债，中标利率3.36%，倍数1.97倍，追加量高达44.4亿，显示市场需求较强劲。在其带动下，10年期国债收益率小幅下行2BP，成交在3.38%

中小企业私募债扬帆

□东方证券 孟卓群

交易所三大信用债

指数齐创新高

受启动中小企业私募债业务试点等多重利好刺激，5月23日沪深交易所信用债市场高歌猛进，上证企债、沪公司债、沪分离债三大主要信用债指数齐创历史新高。

当日上证企债指数收盘报153.35点，涨0.15点或0.10%，盘中以153.36点创下历史新高；沪公司债指数收盘报135.65点，涨0.14点或0.10%，盘中以135.66点创历史新高；沪分离债指数收盘报135.53点，涨0.22点或0.16%，盘中创下135.55点的历史新高。市场表现方面，成交个券涨多跌少，中低评级券种成交尤其活跃。

22日晚间，沪深交易所分别发布《中小企业私募债券业务试点办法》。市场人士认为，推出中小企业私募债将激活交易所债市，提升交易所债市吸引力。另外，当日货币市场资金面继续宽松，7天回购利率跌破2.5%；希腊退出欧元区担忧推升投资者避险情绪，沪深股市双双下跌等因素，也提振了交易所债市情绪。分析人士表示，鉴于政府加大“稳增长”政策力度，政策面对股市的托底作用较强，经济回暖也不利于高等级信用债行情发展，因此经历了前期的大幅上涨后，投资者目前应以持有为主，不宜追涨。（葛春晖）

集和挂牌交易方式不同。

第三，发行实行备案制，相对于发行短融、中票、企业债、公司债的审批制来看，发行私募债券的发行速度快，发行效率高。第四，发行资质要求低，发行条件宽松。中小企业私募债发行规模不受净资产的40%的限制，对盈利也无特殊要求，不受年均可分配利润不少于公司债券1年的利息的限制。而发行短融、中票、企业债、公司债之类对发行主体的盈利状况及发债规模均有相应限制。不过中小企业私募债的发行主体依然需提交最近两年经审计财务报告。

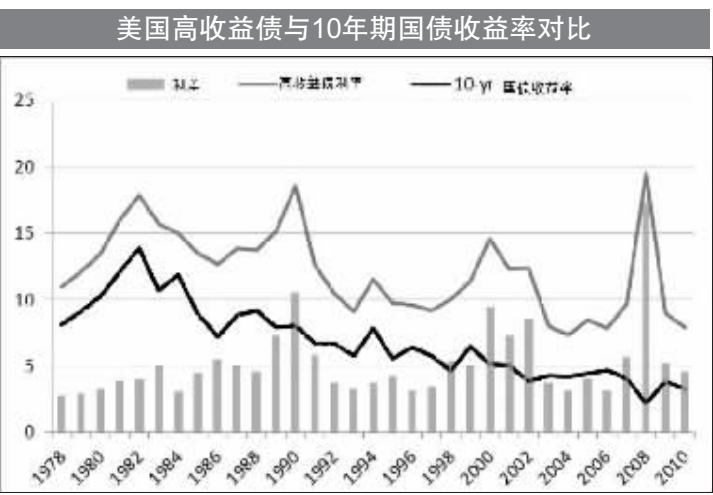
美国高收益债发展经验

美国是目前全球高收益债券最主要的发行市场，其高收益债券的发行量占到全球发行量的八成左右。美国自1977年出现第一只初始发行即为投机级的债券后，高收益债券的规模显著增长。不过，高收益债券的年度发行规模受经济周期的影响较为显著，在经济环境恶化、市场风险偏好较为谨慎的年份，高收益债券的发行规模萎缩较为明显。2010及2011年，美国高收益债券的发行规模均突破2000亿美元。

美国的高收益债券指的是评级在BBB以下的投机级债券。实际在发行中以BB及B级为主。美国高收益债券的违约率与经济周期密切相关，在08-09年的金融危机中，高收益债券的违约率上升至10%以上，而在经济较为平稳

12港中旅CP01收益率先早盘3.90%一路下行至3.83%。中票方面开盘涌现，收益率全线下行，5年期超AAA级的12中石油MTN1成交在4.30%的水平，3年期AA+的12中生物MTN1则成交在4.37%。企业债方面成交相对较少，长期限超AAA品种依然受到关注，剩余6.6年的12中石油01成交在4.60%附近，剩余9.6年的11国网债01成交在4.80%附近。

四大亮点异于传统债



的年份，违约率通常在5%甚至2%以内。

在经济环境较好的年份，与较低违约率相对应的是，美国高收益债券相对于美国十年期国债的利差在5%左右，而在2008年，利差最高曾达到15%以上，从今年的情况来看，不同期限美国高收益债券的加权平均到期收益率在7%-8%附近。

试点初期票面利率或略超10%

私募债券发展初期，考虑到投资者目前更偏好低风险品种，预计发行人的资质可能相对优良，此外也可能采取第三方担保、资产质押等方式增信。随着投资者风险承受和定价能力的提升，以及参与主体的多元化，私募债券的发行范围可能逐步扩大。

对于私募债券的发行利率，由于缺乏违约率的数据，尚难以

随着中小企业私募债发行进入倒计时，周三中小企业私募债成了市场议论焦点。从试点办法看，债券市场大部分投资者均可参与该类品种，大幅提高了私募债的流动性。在当前信用债收益率大幅回落的情况下，预计中小企业私募债的利率将会比较有吸引力。不过，目前投资者最关注的是其偿债能力及潜在风险，收益则是次要问题。

确定较为客观公允的价格水平。不过可以作为参考的是，前期创业板上市公司乐视网发行了期限为2+1，票面利率为9.99%的非公开发行公司债。此外，目前交易所AA-无担保债券收益率在7%左右，市场上信托产品的收益率在10%附近，预计中小企业私募债业务试点初期的票面利率水平可能略高于10%。

私募债券发行初期，由于投资主体有限、市场对于风险的接受程度不高、发行规模可能不大，且考虑到融资方资质可能尚可，预计对短期的信用债市场影响不大。私募债券推出后可能出现违约的状况，相应的违约处理机制需要逐步完善。从中长期看，私募债券的发展必将提升投资者的风险定价能力，不同信用品种的收益率将逐步出现分化。（作者执业证书编号：S086020908194）