

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。

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，对外经济交往的中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意维持欧元区的存续，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

年，最乐观的情况下，美国CPI年度同比涨幅不会低于1.7%，而全球CPI年度同比涨幅不会低于3.3%，这意味着全球资本飞蛾扑火般地追捧美债是一场早已注定的悲剧。

根据最新的IMF《世界经济展望》数据库，2012年美国政府的总融资需求约12614亿美元，虽然较2011年的14433亿美元明显降低，但占GDP的比重仍高达8.1%。不仅如此，未来5年，美国政府平均年融资需求大约在8700亿美元左右。持续的高融资将导致美国政府债务总额持续攀升，2012年底美国政府债务总额约为16.6万亿美元，占GDP的107%，而2017年将达到22.3万亿美元，占GDP的113%。此外，不要忘记，这所有的预测数字都是建立在美国经济能够比较稳定地复苏，且美国政府能够有力执行一系列财政赤字削减计划基础之上的，一旦经济复苏受阻或赤字压缩不力，美国政府的债务负担将更加沉重。

一旦欧洲彻底陷入混乱，失去挡箭牌的美国债务问题很可能马上进入舆论风暴眼，美国政府的融

资规模和融资成本都可能立即面临上升压力。首先，投资者要求更高风险溢价的利益诉求将对美债收益率造成上行压力；其次，欧洲市场混乱将直接影响美国对欧洲的贸易和投资，加大美国的复苏难度和税收压力，进而增大政府债务融资需求；再次，欧洲市场的萎缩一定会对包括中国在内的出口国构成负面冲击，这些国家出口收入的下滑将降低其对美债的投资能力。除非美联储大举入市收购，否则美国国债收益率必定迅速上行。

其实，美联储的介入也只是救急不救穷的权宜之计，因为庞大的资金释放必然增大未来的通胀压力，这会使得全球资本在投资美债问题上更加慎重。

对复苏步伐仍不稳健的美国而言，避免欧洲陷入崩溃是符合其利益的选择。即使希腊退出，欧元区和美国主导的IMF仍有足够的力量通过加大ESM等防火墙的厚度以稳定市场，因此，希腊退出很难对欧元形成长期压力。(作者单位：中国建设银行 本文仅代表作者个人观点)

■ 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 刘颉

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%

附近。其他期限利率产品成交相对清淡，收益率略有下行，如5年期国债收益率从2.81%降至2.80%；5年期的政策性金融债收益率从3.68%降至3.66%。

信用市场则表现较为活跃，短融方面，AAA级品种大量成交，新发12铁道CP01成交在3.70%，12国电集CP01和12兵器CP01分别成交在3.73%和3.78%附近，而资质稍差的

12港中旅CP01收益率从早盘3.90%一路下行至3.83%。中票方面买盘涌现，收益率全线走低，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。

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。

中小企业私募债扬帆

□东方证券 孟卓群

5月22日，沪深交易所正式发布《中小企业私募债业务试点办法》及配套指南，标志着中小企业私募债业务试点正式启动，据悉首批中小企业私募债品种有望于6月中旬推出。中小企业私募债试点初期预计对国内信用债市场影响不大，不过中长期看，将丰富市场投资品种、提升市场定价水平、促进国内债券市场的发展。

与传统债券四大区别

去年底，证监会郭树清主席倡导提出“高收益债”，以加快多层次资本市场体系建设，提高公司类债券融资在直接融资中的比重，拓宽中小企业融资渠道，服务实体经济。郭主席讲话以来，高收益债券的推进速度明显加快，最终名称定格为中小企业私募债，试点办法也正式获批。从试点办法来看中小企业私募债在以下几个方面与传统债券存在较大区别：

第一，发行主体为中小微企业。试点期间中小企业私募债券发行人限于符合《关于印发中小企业划型标准规定的通知》(工信部企业〔2011〕300号)规定的、未上市的中小微型企业，暂不包括房地产企业和金融企业。

第二，发行方式为非公开发行。中小企业私募债的发行方式为非公开发行、发行、转让及持有账户合计限定为不超过200个，这与传统企业债、公司债的公开发行

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。美国自从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

四大亮点异于传统债

美国高收益债与10年期国债收益率对比



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，与较低的违约率相对应的是，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，利差最高曾经达到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10%附近，预计中小企业私募债试点初期的票面利率水平可能略高于10%。

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

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)

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

率为3.4991%。相比之下，5月23日发行的本期10年期国债3.36%的中标利率较一个月前低了13.91个基点，而这也从一个侧面显示了年内二次降准之后利率产品在极短时期内出现的飙升。

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。

在周三的10年期国债招标结束后，上海一券商交易员表示，5月12日内两次降准的消息公布后，债市前期较为“纠结”的做多热情在短期内得到澎湃释放。各类投资者普遍认为，年内货币持续宽松已成定局，而实体经济的软着陆在短时期内将难以实现，在此背景下，上周以来市场做多热情可谓鼎盛。

不过，浦发银行等一些略显谨慎的机构则认为，本轮债市上涨中，降准在其中的作用并不大，背后真正的推动力量是市场的基本面过于乐观预期的背离。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

率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。在目前的收益率走势已经较充分甚至过度反映了国内外基本面悲观预期的背景下，投资者对于进一步做多的空间仍不应过于乐观。

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	159	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(续发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(续发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个百分点。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48.9亿元。

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净回笼，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