

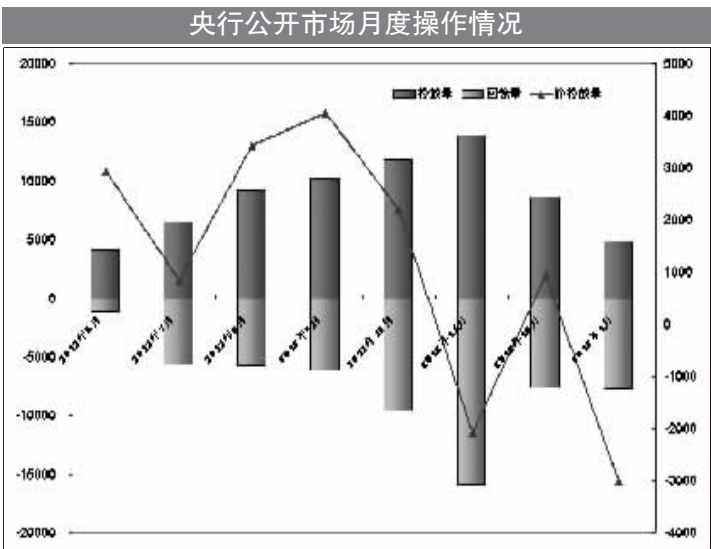
1月公开市场净回笼3000亿 央行派钱“过节” 逆回购将继续放量

□本报记者 王辉

央行周四(1月31日)在公开市场实施了1000亿元7天期逆回购交易，中标利率持平于3.35%。加上周二的800亿元，全周央行共开展1800亿元7天逆回购操作，超过1210亿元的逆回购到期量，终结了年初以来公开市场连续四周的资金净回笼。分析人士表示，临近春节，央行仍有较大动力通过逆回购等手段向银行体系输送流动性，同时，考虑到SLO工具配合逆回购操作，在很大程度上稳定了市场流动性预期，节前资金面将以紧平衡为主要特征，资金利率预计不会出现像往年一样的剧烈波动。

本周净投放590亿

Wind数据显示，在周四1000亿元7天期逆回购操作结束后，央行全周共通过逆回购投放资金1800亿元，扣除1210亿元的逆回购到期量，本周实际净投放资金590亿元，扭转了年初以来连续四周的资金净回笼态势。



此前四周，央行分别在公开市场净回笼资金1100亿元、1300亿元、700亿元和490亿元。而根据目前的公开信息，整个1月份央行公开市场操作总共净回笼资金3000亿元。在全月资金净回笼背景下，资金价格中枢水平出现较明显下滑，折射出年初以来资金面持续

超预期宽松的现状。据Wind统计，1月份银行间隔夜和7天质押式回购利率月均值水平分别为2.10%和3.05%，比2012年12月低29BP和25BP，其中隔夜利率为2011年6月以来最低水平，7天利率亦创出2012年6月以来最低水平。

不过，随着月末及农历春节临近，从本周开始短期市场利率

重新出现抬头趋势。周四银行质押式回购市场，隔夜品种利率收于2.32%，比上一交易日高出21BP；7天品种小幅上行至3.25%。跨春节的中长期限资金备受青睐，利率上行较明显，14天品种涨至3.57%，上行25BP，21天品种上涨9BP至4.16%，1个月品种上行27BP。

一位城商行交易员表示，央行加大资金投放力度，意在帮助银行机构应对月末和春节压力。而选择7天期品种，应在于该期限品种覆盖了月末和2月5日的常规准备金补缴时间窗口。

节前逆回购料继续放量

下周是春节前的最后一周，由于本周逆回购规模重新放量，下周公开市场到期逆回购将达到1980亿元，而下周无央票和正回购到期。前述交易员表示，考虑到下周到期逆回购规模增多，并与银行春节备付高峰期形成重叠，预计下周央行将继续加大逆回购操作力度，以缓解银行等主要金融机构节前资金备付压

力。而多数市场机构认为，节前最后一周市场资金利率上升幅度将较为有限，节后资金面将重回宽松局面。如中信建投报告指出，2月份市场资金压力主要集中在2月1日至8日，压力来自于春节带来的持币需求上升，现金溢出带来的巨量资金缺口须靠央行巨量逆回购操作才可顺利度过。整体而言，节前资金面状况取决于央行态度，考虑到央行预计仍会大力投放逆回购，回购利率虽然会有所上行，但空间有限，整体资金面不会特别紧张。随着春节结束，节后流动性将重回宽松。

第一创业等机构也表示，SLO的推出将进一步稳定资金面宽松预期、平抑资金利率水平可能出现的短期波动。整体而言，在公开+定向逆回购的有力保障下，下周市场资金利率或惯性冲高，但绝对价格水平预计将显著低于去年同期。2012年春节前一周，中短期利率一度纷纷跌破7%，预计今年市场将不会再现这一资金面异常紧张的状况。

11超日债今日复牌难逃下跌 对交易所信用债整体影响有限

□本报记者 葛春晖

停牌逾一个月之后，11超日债2月1日复牌。市场人士表示，从流动性的角度看，超日债复牌首日下跌概率大，而鉴于公司有望被国有化、债券票面利率较高等因素，不排除有个别风险偏好强的机构趁机会介入，因此其是否会跌破面值尚有待观察。

2012年12月20日，超日太阳宣布股票及债券因重大事项停牌，自此，关于11超日债会否违约、能否复牌的猜测就成为市场关注的焦点。而据公司公告，公司董事长倪开禄及其女儿倪娜已与具有青海国资背景的青海省木里煤业开发有限公司签订了关于转让公司股权的意向书，且公司股票和债券均将于2月1日复牌。在忐忑中度过了一个多月的超日债持有者，终于等来了债券重新上市交易的机会，然而，账面亏损恐怕仍难以避免。

首当其冲的问题，是流动性几近丧失。市场人士表示，由于

市场会要求更多的流动性补偿，超日债复牌首日下跌已成定局。一方面，11超日债已经失去了机构最为看重的质押回购资格；另一方面，超日债还面临着将要暂停上市的困境。公司日前发布了2012年预亏公告，由于连续两年亏损，超日债将自公司披露2012年年报之日起被实施停牌，深交所将在停牌后15个交易日内作出是否暂停债券上市交易的决定。超日太阳预约年报披露日期为4月18日，意味着11超日债剩余可交易时间可能只有不到两个月。

对于超日债复牌首日的跌幅，分析人士略显分歧。财富证券分析师陈鹏认为跌破面值的概率不大。一是，3月7日超日债完成首次付息问题不大，而且超日太阳有望或将“国有化”，市场对于该债的信心应该会有所恢复；二是，该债的票面利率是8.98%，一旦价格跌到面值附近，这一收益率水平将是市场上除了私募债以外最高的；三是，该债两年后还存在一

个回售机会。但也有分析人士指出，绝大多数机构都会回避一只没有流动性的高收益债，而且目前公司股权转让的事还没有最终敲定，投资者会要求较高的违约风险补偿，因此跌破面值的可能性不能排除。

从1月31日公司债市场的走势来看，经过年初以来的大幅上涨后，投资者对于高收益品种看法正趋于谨慎，如AA级11庞大02收益率上行近5BP，AA-级08新湖债收益率上行约4BP，而中高级级债券表现相对活跃、收益率下行

孙公司破产清算

江苏阳光集团被列入评级观察名单

1月30日，联合资信评估有限公司将江苏阳光集团有限公司列入信用评级观察名单，这是今年以来针对发债主体的又一起负面评级事件。

1月29日，江苏阳光集团下属上市公司阳光股份公告披露了其控股子公司宁夏阳光硅业有限公司破产清算事宜。联合资信指出，鉴于阳光股份向宁夏硅业提供了大量借款和贷款担保，宁夏硅业的破产清算可能对阳光股份及江苏阳光集团2012年利润产生重大

影响，法院对宁夏硅业的丰产清算结果也有待进一步确认，故决定将江苏阳光集团列入信用评级观察名单。联合资信表示，观察期间，将持续关注此次事件的进展情况，并与公司保持沟通，以便全面分析相关事项对公司信用水平可能产生的影响。

自2012年以来，发债主体被下调信用评级、评级展望或被列入评级观察名单的案例明显增多，而步入2013年这一情况仍未见明显改观。据Wind统计，

1月份先有庞大集团主体信用评级被下调，后有远东控股、凯迪电力评级展望被调整至负面，而江苏阳光则是继天脊煤化工、中钢股份之后第三家被列入评级观察名单的发债主体。分析人士指出，尽管近期信用债市场在资金面宽松、超日债首期利率有望兑付等因素刺激下持续走强，但考虑到经济结构过程中行业分化、个体分化在所难免，由此带来的信用违约风险仍值得警惕。(葛春晖)

违约 债市成熟的敲门砖

□渤海银行 蔡年华

超日债前途未卜，近期又有多家发债企业被下调评级或评级展望。步入2013年，负面信用事件依旧呈现高发态势。然而，与评级机构不断预警违约风险形成鲜明对比的是，债市投资者对信用债尤其是高收益信用债乐此不疲的追捧。从银行间交易商协会定价估值来看，年初以来各评级债券，尤其是低

评级债券收益率一直处于大幅下行的通道中。

近年来，与扩容潮相伴随行的是，发债企业主体资质整体下滑，负面信用事件曝光频次日渐增多。不过，典型的如海龙、赛维、新中基等事件，最终都在利益相关方的努力下成功化解。究其原因，相关方面抱着培育市场的心态不愿过快出现风险暴露；为避免影响后续融资，地方政府不愿看到首例违约发生在自己辖

区；而银行出于企业属于授信客户考虑，也会适当的帮忙解决问题。这一系列的举动，使得债券市场依旧维持着“零违约”的非正常状态。与此同时，投资者也逐渐习惯了“狼来了”式的警惕，加上个别投机者大赚特赚的示范效应，更加激发了市场对高收益债的追逐热情。

毫无疑问，当前信用市场距离成熟还有相当差距，交易者对信用风险的理解还只是停留在

纸面上。先进市场的经验不断警示债券违约不可避免，未来伴随着债券市场进一步发展，将会有更多的低评级企业参与进来，信用风险事件将不再是零星的短暂冲击，而可能成为市场常态。投资者如何甄别和管理信用风险，并在危中寻机、获取收益将是关键。

值得注意的是，从1月份已发行信用债的情况看，投资者对有担保、国企或者地方政府

支持的民企以及具有银行授信的企业发行的债券情有独钟。这说明，投资者已经在用自己特有的逻辑甄别风险，而且这一逻辑符合当下债券市场运行的轨迹。

相信未来国内首例信用违约事件的到来，将改变目前的市场环境，也将理顺投资者的投资思路，让债券市场和参与者真正成熟起来。(文章仅代表作者个人观点，与所在机构无关)

国开行5日二次增发“福娃债”

国家开发银行1月31日公告称，定于2013年2月5日通过中国人民银行债券发行系统第二次增发2013年第一期1年期、第二期3年期、第三期5年期、第四期7年期、第五期10年期固定利率金融债券各不超过60亿元。

国开行2013年第一期至第五期金融债于1月8日首次招标，票面利率分别为3.32%、3.8934%、4.1617%、4.3251%、4.43%，按年付息，起息日均为1月10日。本次增发的债券上市后同对应的原债券合并交易，发行人对以上各期

债券均保留增发权利。

招标安排方面，增发的第一、五期债券采用单一价格(荷兰式)招标方式，增发的第二、三、四期债券采用多重价格(美国式)招标方式。时间安排上，本次增发债券的缴款日均为2月19日，除1年期品种上市日为2月21日外，其他四期的上市日均为2月25日。

以上各期债券均不设立基本承销额，1年期无承销费，3年期为0.05%，5年期、7年期为0.10%，10年期为0.15%；各品种均无兑付手续费。(葛春晖)

转股价意外修正

中行转债大涨近5%

1月31日，受转股价意外修正的刺激，中行转债全天下涨近5%，并带动沪深可转债多数上

涨，整体走势显著强于正股。连续三个交易日上攻之后，31日A股市场再现盘整，上证综指微涨0.12%，深证成指则下跌了1.19%，两市约六成个股以绿盘报收。而可转债市场上，22只可交易转债仅4只下跌，上涨个券多达18只，明显强于正股的13只下跌、9只上涨。个券表现方面，中行转债

盘中最高摸至105.80元，尾盘收于104.89元，较上一交易日上涨4.92%，高居两市涨幅首位，其他两只大盘转债工行、石化转债分别上涨1.02%、0.35%；此外，正股涨幅较大的国投、泰尔、川投、国电转债均以红盘报收，而正股走软的可转债中，偏债型个券的债性保护再次体现，如歌华转债上涨2.19%，位列涨幅榜第二位。

1月30日晚间，中国银行发布了有关修正转股价以促进补充核心资本的董事会决议。事实上，中行股价自去年11月底就已经满足了修正条件，但由于市场低迷且公司迟迟未予修正，市场预期逐渐淡化，再加上目前中行的核心资本缺口压力已大为减轻，股票价格也较去年11月末上涨了逾10%，因此本次中行主动下修转股价的举动远超市场预期。

宏源证券指出，预计下修方案在股东大会不会遇到阻碍，中行转债在105-106元左右依然具有持有及波动操作价值，建议可在105元附近配置。同时，中行转债的修正将不仅提高中行转债的股性，而且将部分修正市场对于大盘转债修正概率低、转股较困难的预期。因此，此次事件将对大盘转债的整体估值有明确推动。(葛春晖)

利好接二连三 信用债还有后戏

□中信银行 庞爱华

在国家推动新型城镇化建设的大背景下，2013年债券市场系统性机会难觅，信用债仍将是市场交投的重点。从近期来看，信用债的确应风应景，利好题材不断涌现，行情走势堪称火热。

根据往年经验，每到公历年底，一些机构出于考核需要或兑现利润，会卖掉部分持有的信用债头寸，从而推高信用债收益率水平。而次年元旦至“两会”召开期间，秉承“早投资，早受益”的理念，机构进行资产布局的冲动较强，同时由于政策面相对平淡，收益率经过上行后利差保护充分，市场机构一般会大量交易信用债，从而推动信用债收益率下行。今年亦是如此。从1月4日到1月17日，信用债收益率下了5-30BP。

时至1月中旬，央行派发的新年“红包”，更让信用债市场为之振奋。央行18日宣布启用公开市场短期流动性调节工具(SLO)，作为公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。配合原本已日臻娴熟常规的公开逆回购操作，SLO工具的启用将进一步熨平资金面波动。一些机构认为，在管理层“切实降低融资成本”的要求下，未来货币市场资金价格有望持续保持底部盘整。在流动性乐观预期的催化下，机构加大杠杆操作，买进信用债，推动信用债收益率再次下行，从

1月18日至25日，信用债收益率进一步下行5-12BP。

到1月28日，市场又传出交易商协会将取消估值中枢加点的发行定价方式。从投资者角度来看，这意味着原有5-25BP的信用利差保护将不再存在，同时由于承销商竞争的存在，后期信用债发行利率可能会低于原有的估值中枢，所以对现存的信用债构成利好。但由于担心春节前资金成本会再现反复，此项政策对信用债利好作用还没有充分体现，预计春节后随着政策的贯彻逐渐深入，信用债收益率还有下降空间。

值得一提的是，年初以来负面信用事件不断，违约风险被视为或导致行情生变的一大隐忧。根据Wind统计，1月份共有三家信用债发行主体信用评级被降级或者展望调整为负面，但至今仍未发生一起实质性的违约事件。即便是原先被市场认为最有可能打破零违约的“11超日债”，在传出将由青海国有资产投资管理有限公司下属木里煤业开发集团收购约35%股权后，大概率也将与“违约”擦肩而过。并且从各家信用风险缓释工具(CRM)报价中枢的走势来看，其依然保持盘整格局，并没有出现趋势性变化，说明CRM报价主体对国内信用环境继续持中性态度。而随着经济基本面企稳回升，微观企业盈利正逐步走出困境，整体信用环境将朝着改善的方向发展。

总之，我们依然看好全年信用债投资。

■ 交易员札记

短期内债市将维持强势

□邮储银行 时旭

周四债市收益率微幅下行，买盘主要来自大行投资者，市场耐心等待即将公布的PMI数据。

近段时间，货币市场资金利率出现一定幅度的反弹，主要缘于春节将至，大量居民存款以现金的形式流出银行系统。一般来讲，国庆、春节等长假期间居民现金需求会大幅上升，原本在银行体系内流通的资金，会暂时以现金的形式流出，从而导致资金面出现阶段性紧张。但预计今年央行将通过公开市场逆回购操作或SLO工具，熨平资金利率波动，债券市场由于资金面带来的流动性风险有望大大降低，对市场有一定的利好。但对此不应抱有太乐观的预期，决定市场收益率中长期走势、甚至央行回购利率的永远是基本面。

近期收益率的波动主要体现了市场对于经济增长的预期和机构投资压力之间的博弈。1

月份利率产品到期超过1500亿，发行规模大概在2300亿左右，净发行规模约800亿，预计2月份由于工作日的关系净发行规模仍将维持在低位。基于“早投资早受益”的考虑，年初投资账户存在很大的配置压力，而与此同时，资金市场持续宽松，机构资金需求集中在短端，也降低了资金充裕的机构在货币市场融出资金的兴趣，因此成就了年初以来收益率缓步陡峭化下行的行情。在经济增长方面，1月份汇丰PMI预览值51.9，连续五个月反弹，数据显示需求好转、生产加快、后续如果投资能够跟进将推动企业库存需求，并带动经济进一步回暖，从这方面讲收益率下行的持续性值得怀疑。

总体上讲，由于经济增长数据最早要到3月份才会公布，而1月份CPI预计不会很高，同时债券供给放量也要等到3月份之后，短期内债券市场风险不大。

□交易商协会 王晓雯 姜蔚蔚

自上世纪80年代起步以来，我国信用债市场始终未出现实质违约，这种“零违约”不仅不符合市场发展的一般规律，也不利于债券市场的进一步发展。随着信用债市场的不断发展，参与主体多样化程度不断提高，债券违约难以避免，因此，建立市场风险管理体系，防范未来可能出现的债券违约，对信用债市场进一步发展至关重要。

客观来说，我国信用债市场“零违约”有着深刻的历史与环境原因。2004年以前，我国债券市场发行主体主要为中央政府、央行和政策性银行，而企业债券基本上也由银行提供担保，且数量很少。截至2004年底，企业债券存量仅为1163.5亿元，占债券存量总额的1.92%。在这种情况下，债券市场违约风险小。2005

防范债券违约 宜先建立风险管理体系

年短期融资券推出以后，我国信用债市场发展进入新阶段。但由于两方面原因，信用债市场依然保持了“零违约”，一是信用债市场尚处于发展初期阶段，市场各方态度谨慎。投资人风险偏好低，高资质企业易被市场接受，这使得信用债发行主体以高信用等级企业为主，信用风险较小。二是信用债市场高速发展阶段正值我国处于经济快速发展时期，企业经营状况较好。

然而，随着市场发展，债券发行主体结构与经济环境都发生了很大变化。一方面，债券发行主体多样化，信用资质整体下移。2011年和2012年，公司信用类债券发行主体信用等级在AA+及以上的企业占比不断减少，低信用等级企业增加导致债券市场整体风险加大。另一方面，我国经济发展出现了下行趋势，GDP增速持续下滑，企业经营状

况有所恶化，同时央行持续实施稳健货币政策，导致市场流动性有所收紧。此时，建立市场化风险管理体系对债券市场未来健康、持续发展尤为重要。我们认为可以考虑从以下三个方面着手，加强风险管理体系建设。

首先，加强投资人教育，完善投资人结构。加强信用风险意识教育，使投资人形成信用风险自担意识，改变风险由政府兜底的错误观念。另外，建立合格投资人制度，形成一批具有风险识别能力、判断能力和承受能力的机构投资者。

其次，构建市场化风险防范处理机制。包括三方面内容：一是坚持进一步完善市场化的注册制债券发行管理机制。减少债券发行过程中的行政干预，提高信息披露的时效性和完整性，完善信用风险定价、信用评级、信用增进等机制，为债券市场参与

者提供足够的信息以判断风险。二是加强债券后续督导工作。加强债券发行后续管理工作，确保债券资金用途合规，并及时对企业经营状况变化信息进行及时有效披露，为债券市场参与者提供市场风险变化信息。三是建立风险应对机制。当风险发生后，通过加大保护投资者利益的力度，有效的降低违约造成的不利影响。这有赖建立投资保护机制，要求有合理、合规、合法的处分制度，对市场违规成员给予必要的惩罚，约束其行为规范。在银行间债券市场上“应急管理指引”、《持有人会议规程》、《自律处分规则》等事后处理制度的制定和发布，为信用风险事件发生后如何有效保护投资人利益提供依据，但信用债市场违规应对机制仍然在探索阶段，有待持续完善。

第三，加快信用风险管理