

超日债违约 利率产品“因祸得福”

流动性预期阻碍行情深入

□本报记者 张勤峰

超日债无力按期全额付息，正式打破了内地债券市场零违约神话。短时间内，风险偏好情绪的降温对利率债产品形成间接利好，周三早盘利率债收益率一度快速下行，也印证了这一看法。但随后成交利率重新走高又清晰表明，风险偏好变化并非本阶段利率市场的核心影响因素，流动性预期将继续主导今后一段时间利率市场运行。市场人士表示，鉴于资金面乐观预期减弱、经济增长目标高出预期，短期利率市场行情将迎来一段休整。

风险偏好降温 利率产品受益

一度因为流动性超预期改善及中诚信托事件化险为夷而被掩盖的债券信用风险暴露，被超日债无力按期付息的一纸公告而重新推到聚光灯下。周三，国内公募债券首单违约案例的降临，对市场风险情绪产生了立竿见影的打击，信用债尤其是产业类品种出现明显调整，国债等无风险债券乃至部分低风险的高等级信用债则因为风险偏好的回落而在早盘受到资金青睐。

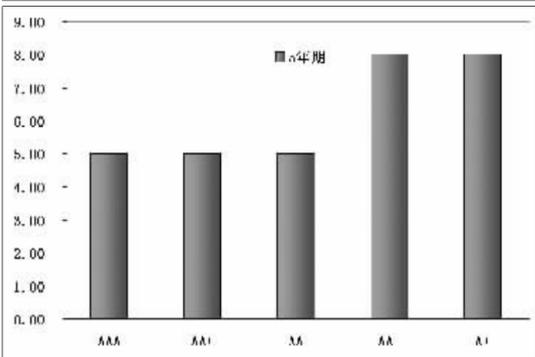
从盘面上看，周三早间利率产品成交收益率一度快速走低。如代偿期接近10年的13附息国债18早盘有两笔交易成交在4.39%的位置，比前一日加权利率4.49%下行10基点；接近10年的14国开05也有数笔成交在5.35%，比前日加权5.49%低10余个基点。一级市场，财政部周三续发的7年期国债中标收益率4.34%，比前日二级市场利率低出4个基点，一改最近利率债招标趋淡的势头。国债期货市场，三个期限合约全线高开。再结合场内场外信用债的普遍调整，尤其是产业类品种收益率的攀升，一时间，避险资金由高风险品种向高等级品种迁移的痕迹很明显。

事实上，目前市场对于超日债违约的影响有相当的共识。机构大多认为，违约风险实质兑现将推动信用风险重估与风险资产再定价的进程，信用产品利差走阔，特别是评级间利差的扩大将是基本趋势；短时间内，风险偏好情绪的降温，则会撬动无风险或低风险资产需求，对利率债产品形成间接利好。

实质利好有限 流动性更关键

值得注意的是，虽然利率债等优质债券间接受益于违约风险暴露是市场的共识，但多数机构强调了这种“利好”存在不确定性或者说短期性。申银万国证券、中金公司等机构更指出，不应高估超日债违约事件在短期内对利率产品的实质利好程度。理由主要有

3月5日银行间市场五年期无担保企业债到期收益率变化



国债期货活跃合约收盘价和成交量走势



观点链接

国泰君安：短期建议向低风险品种避险

风险偏好的回落和风险溢价的上升，将对高收益债市场产生立竿见影的打击，并向其他风险资产快速扩散。从债券标的来看，基本面较差行业的中小民营企业或将成为投资者首先回避的对象。风险溢价、流动性溢价的变化，将使得AA等级及以下债券信用利差出现大幅度的分化。违约的不期而遇，预示着后期存在更大的投资机会。但中期来看，信用违约引发的“融资挤兑”亦将加大企业展期压力，从而导致信用利差曲线呈现出“熊平”的态势。因此，尽管我们对看好城投债，但“覆巢之下安有完卵”，短期仍建议投资者向国债等低风险品种避险。

中金公司：低评级公司债负面冲击首当其冲

超日自身丧失偿债能力很大程度上已经为市场所预期。风险偏好低的投资者在暂停上市之前也有足够的清仓出逃机会，目前仍持有该债券的应是风险偏好很高的投资者。不过，作为公募债券市场首单实质违约，打破了市场刚性预期，具有里程碑意义，对于市场情绪仍然会有较大冲击。低评级公司债负面冲击首当其冲，而银行间AA以下评级债券也会受到影响。风险偏好下降对利率债和高等级信用债、甚至城投债情绪上利好，但实质利好以及利好程度尚需观察，暂不宜过度解读。

光大证券：风险重新定价之开端

实质性违约将引起市场对风险定价

的关注，这将成为债券市场生态改变的新纪元。超日违约料将引起市场对高收益债券信用风险的关注，信用债的信用利差和等级利差有望进一步拉大。由于超日债属于民企且行业景气度差，投资者将会对中上游行业景气度较差的民营企业索取更高的风险溢价。此外，超日违约将对机构投资行为产生影响，引起银行等机构对非标资产信用风险的重视，从而促进机构向安全资产的回归，这将提升机构对利率债及中高等级信用债的配置需求，中长期来看对利率债及中高等级信用债等安全资产是利好。

申银万国：警惕信用风险引发的流动性风险

信用违约可能导致市场风险偏好回落，因此短期内市场情绪更有利于利率品利率的回落。不过，当前国内经济运行总体并无加速下滑迹象，且市场对超日信用风险认知时日较长，国内“垃圾债”首单违约不等于系统性违约风险爆发，所以短期内对利率品的实质利好幅度不宜高估。我们更担心随后可能出现的机构流动性风险对利率品带来负面牵连效应。如果超日违约引起市场对低信用评级违约担心的，会导致目前大量投资低信用评级债券的产品例如公募债券基金遭遇赎回压力。在集中赎回压力下，高流动性的利率品或高等级信用品甚至转债反而先遭遇机构集中抛售压力，类似的情况已经在2011年三季度城投风波事件中出现。

(葛春晖 整理)

交易所信用品泥沙俱下

“瑕疵债”首当其冲

□本报记者 张勤峰

周三，公募债券首单违约案例的降临，对交易所信用债产生了立竿见影的打击，部分品种收益率单日升幅超过100BP。市场人士指出，违约风险实质兑现或将掀起一轮信用风险重估，中低评级产业债首当其冲。而随着年报披露和债券到期高峰的临近，各种风险事件的兑现才刚刚开始，交易所中低评级信用债后续行情堪忧。

周三交易所企业债大多跳空低开，绝大多数个券市价收跌；产业债调整显著，城投类跌幅同样不小。体现在成交利率上，产业债如AA+级10凯迪债收益率上

行29BP，AA级12春和债上行22BP，AA-级11苏中能则大升99BP。城投债如AA级的11丹东债升25BP、09鹤城投升49BP、09怀化债升33BP。

公司债调整更显著，尤其是存在盈利恶化、连续亏损或负面评级的“瑕疵”债券。其中，或将丧失上市资格的12中富01(AA-)收益率跳涨199BP至23.17%，成为目前公募品种中到期收益率最高的一只债券；类似品种11华锐02收益率涨75BP，以14.82%的到期收益率紧随其后；盈利可能转负的12墨龙01、11中孚债收益率涨幅也分别高达129BP和105BP。相比之下，分离债存债虽跟随调整，

但幅度较小。如AAA级08江铜债、AA级长虹债收益率只上涨约8BP。

交易员指出，前期超宽松的资金融通暂时掩盖了信用风险蔓延的事实，在资金面乐观预期降温的当下，零违约被打破，对市场情绪的冲击可想而知，短期内中低等级产业债面临最直接的冲击，但“覆巢之下安有完卵”，城投债乃至高等级债券难免受牵连。后市来看，3、4月份将迎来年报披露和债券到期的双高峰，评级调整、暂停上市、兑付压力等各种风险的兑现才刚刚开始，中低评级债券调整可能才刚刚开始。未来信用利差特别是评级间利差扩大是趋势，而高等级债券的相对价值将显现。

国债期货高开低走延续弱势

□本报记者 王辉

受“11超日债”将出现实质性利息支付违约影响，5日早盘国债期货市场一度大幅高开，但该利好带来的提振持续性不足，因而国债期货大幅高开后快速放量走低，全天仍以小幅下跌报收。具体市况方面，国债期货TF1406合

约早盘大幅高开0.30%报92.888元，随后一度上冲至93.082元，但随后即跟随国债二级市场收益率的反弹而快速下滑。截至收盘，TF1406收报92.506元，较前一交易日仍下跌0.11%，全天振幅高达0.65%。在成交和持仓方面，昨日国债期货三张合约合计成交3904手，较4日放量接近八成；三个合约合计持仓5405手，持仓环比

增加550手。

倍特期货认为，本周利率债供应超千亿元，创春节后新高，央行在货币政策方面也稍转向严厉，考虑到超日债等低等级债券风险暴露引发的利率债配置调整将是一个中期逐步实现的过程，而短期利空因素仍占据主导地位，建议短期国债期货维持空头操作基调。

交易员札记

违约风险终现 机构谨慎心态加重

□长江证券 斯竹

本周三，流动性依然维持充裕，短期品种仍是交投主力。其中，7天品种加权利率上行近30bp，成交缩量，14天和21天品种融出较多，1个月以上品种需求寥寥。债市受超日违约消息影响，二级收益率波动较大，整体收益率呈现较大幅度上行，信用债以高等级及短期限券种较受青睐。

国债方面，10年期成交从4.39%一路上行至4.51%，上行约10bp；政策性金

融债方面，3年期国开债成交在5.14%，后走高至5.30%，10年期国开债成交在5.58%。信用产品收益率上调明显，低等级及中长期信用债需求较弱。短融方面，半年内短券较受关注，如1个多月的AAA券种13海螺螺 cp001成交在4.92%，2个月的AA券种13镇城投cp001多笔成交在5.50%；中票交投清淡，高等级及短券相对更受关注，如4年期的中石油成交在5.28%；企业债交投继续清淡，高等级券种略有成交。

年后流动性较为宽松，中长期利率一

度延续下行态势，但由于对后市资金面及供给压力的隐忧，机构获利了结操作较多，债市收益率回调迅速，利率债收益率曲线趋于平坦化。两会明确了GDP维持75%的增长目标，经济平稳增长的预期加大。在超日违约事件的推动下，市场对于信用品种违约风险的担忧有所升级，投资低信用等级品种的机构如公募基金的赎回压力加剧，进而导致高流动性的产品或将遭受抛售压力。债市系统性风险言之尚早，但短期内信用利差将面临重估压力，机构避险情绪加重，债市将维持大幅调整的姿态。

当固定收益遇上人民币贬值(三)

人民币贬值如何令投机者爆仓

□韩会师

近期，受人民币贬值影响，境内外部分持有人民币衍生工具多头的投资者出现亏损，甚至爆仓。其中最受关注的莫过于“目标可赎回远期合约”，摩根士丹利估计该类合约的市场规模可能在3500亿美元左右，部分舆论甚至认为此类产品导致的亏损可能诱发资本外流，进而危及大陆的银行信贷、房地产和股票市场。笔者认为，此类观点有夸大其词之嫌。

一个典型的“目标可赎回远期合约”操作流程如下。投行与客户签订一份24个月有效的合约，假设名义金额为100万美元，当前美元兑人民币的市场汇率为6.12，合约执行价格为6.15，合约的保护价格为6.25。合约规定，在未来24个月中每一个月的特定时间，将市场即期汇率与执行价格6.15进行对比，若市场汇率低于6.15(如6.05)，则客户有权以6.15的价格卖出100万美元；若市场汇率高于6.25(如6.30)，则客户必须以6.15的价格出售200万美元；若市场汇率高于6.15但小于6.25，则客户无需进行任何交割。美元作为交割货币，采取差额交割方式。

上述条款有两点诱人之处。一是客户有权以6.15的价格在未来24个月里卖出美元，对于每月均有稳定外汇收入的企业来说，等于锁定了较好的结汇成本。由于合约执行价格一般好于签约时的市场价格，如上例中6.15的执行价格就好于6.12的市场价，在人民币升值预期较强，且双向波动幅度较小的情况下，这类合约很有吸引力。二是万一人民币发生了阶段性的贬值，且击穿执行价，企业也不一定亏损。如上例中，若人民币跌至6.15上方，只要未跌破6.25，那么企业对投行就没有交割义务，企业可按市场价格与任何交易对手进行交易。

当然，世上没有免费的午餐，企业在获得如此优惠的条件，其潜在风险就是在市场出现极端行情时，必须按照名义金额的“双倍”与投行按照执行价进行交割。上例中若人民币市场价贬至6.30，则企业的亏损为200万×(6.30-6.15)≈30万人民币。人民币贬值幅度越大，企业的亏损越多，若人民币在较低的价格维持较长时间，则企业每个月都将发生亏损。这种合约一般需要企业提交保证金，如果企业保证金亏光，投行会强制平仓，也就是所谓的“爆仓”。

这还不是故事的全部，在赌桌上，愿赌服输本无可厚非，但公平的博弈盈亏空间应该是对等的，但在“目标可赎回远期合约”的条款中，一般会设立一条对投行的保护性条款，即“合约终止条款”。如在上例中，合约中可以规定，当企业的获利累积到8000点的时候，合约将自动终止。假设在合约签订后第一个月人民币升至5.95，第二个月升至5.85，第三个月仍为5.85，由于每个月企业都按照6.15交割，所以企业三个月的实际盈利点数已经达到8000点(6.15×3-5.95-5.85-5.85)，此时合约自动终止。不难发现，合约终止条款的存在实际上对企业的盈利进行了封顶，但极端情况下企业的亏损则无上限。

由于实行差额交割，“目标可赎回远期合约”完全可以脱离真实贸易背景，而单纯用作对赌人民币升值的工具，市场上此类合约的名义金额越高，看多人民币的市场氛围也就越浓。但此类交易主要在境外市场较为流行，投机者损失的也主要是保证金，其盈亏状况对于境内市场的直接影响很有限。部分外资机构渲染人民币贬值的负面影响，可能与其持有较大人民币衍生品多头头寸有关。

人民币的贬值虽然可能仅是阶段性的，但其对于打击投机，弱化单边升值预期的作用已经显现。这也再一次提醒从事实体经济的企业，尽量不要对市场走势进行单边赌博，套期保值仍是王道。否则，辛苦劳作挣来的利润很容易就被不期而至的市场波动瞬间吞掉。(作者单位：中国建设银行总行 仅代表作者个人观点)

人民币兑美元即期汇价连涨两日

本周以来，人民币即期汇率企稳迹象日趋明显。继周二小幅收高之后，人民币兑美元即期汇价更是出现少见的强劲上涨。

据中国外汇交易中心公布，2014年3月5日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1257，较上一交易日小幅下调21个基点，为连续第二个交易日走软。但值得注意的是，在中间价延续偏弱表现的背景下，当日人民币兑美元即期汇价却大幅走强。

数据显示，5日人民币兑美元即期汇价低开65个基点于6.1495，随后不断震荡走高，盘中最高上涨251个基点至6.1179，最终收报6.1282，较4日大涨148个基点或0.24%。由此，该即期汇价5日录得至少近一年来的最大单日涨幅。同时，截至昨日收盘，人民币即期汇价虽然仍弱于中间价，但两者之间的价差已缩小至25个基点。

本周前三个交易日，人民币兑美元即期汇价已将上周高达536个基点的失地收复近1/3。市场人士表示，昨日大行购汇力量明显萎缩，市场售汇需求显著增加，前期央行干预力量有快速消退迹象，预计短期内人民币汇率可能延续双向波动加大的运行特征。(王辉)

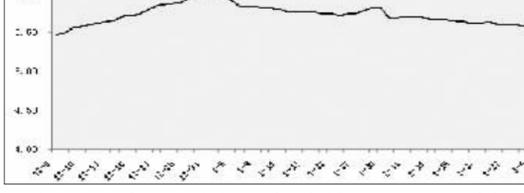
三公司今发超短融

中航集团、长江电力、五矿集团5日分别发布公告，各自定于3月6日发行新一期超短期融资券。其中，中国航空集团公司2014年度第二期超短融发行金额10亿元、期限180天，主承销商为工商银行，联席主承销商为民生银行；中国长江电力股份有限公司2014年度第一期超短融发行金额40亿元、期限180天，联席主承销商为建设银行和

财政部12日招标发行3年期国债

财政部3月5日公告，将于3月12日招标发行2014年记账式附息(四期)国债。本期国债为3年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额280亿元，不进行甲类成员追加投标，3月12日招标，3月13日开始计息，

金牛银行理财综合收益指数走势图



注：2014年3月5日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.57%，较上期数据上涨1BP。数据来源：金牛理财网