

Currency · bond

热点聚焦

资金飞涨 央行坚不松口

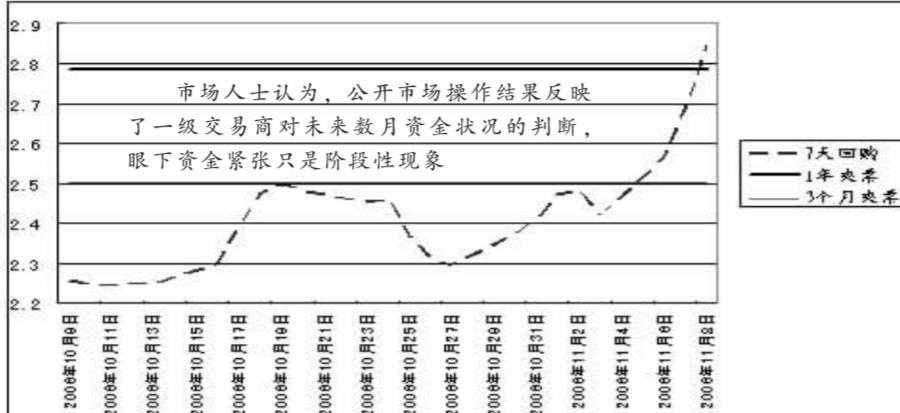
□本报记者 丰和

尽管本周短期资金价格水平继续强劲攀升,但是昨天三个月央行票据招标结果依然“固执”地维持不变。至此,从一年期央票到三个月央票,本周公开市场操作结果与前几周完全保持一致,并且全部与短期利率水平形成倒挂。

但是与几周前不同的是,由于央行宣布上调存款准备金率,加之近期新股、企债发行等因素的影响,本周短期资金面出现紧张局面。昨天,7天回购在银行间债市的盘中利率水平达到了3.17%,最终加权平均利率水平为2.948%。而14天以上的中长期回购的加权平均利率水平都升至3%。这使得短期资金与短债之间收益率倒挂现象愈演愈烈。

那么,为何在这样紧张的资金状况下,本周一年和三个月央行票据的发行利率不仅维持原有利率水平,而且没有出现流标的现象?

能够解释这一现象的原因有两个方面,一是目前机构手中的真实资金状况可能比市场反映的宽松,二是机构预期未来银行间市场的资金状况将比眼下宽松。从近期释放的央行票据量来看,自下周起至11月底的三周时间内,到期释放的央行票据量将达到1020亿元。而如果再将时间延长至12月底,则到期的央行票据量将累计高达3900亿元。而此次上调存款准备金率所冻结的资金量大约为1400亿元左右,只占到期央行票据量的35%。同时,近期中央国库现金管理商业银行存款业务的启动又将进一步向市场注入流动性。此外按照惯例,每年年底财政资金的季节性投放,以及圣诞节中国外贸出口



的快速增长,无疑进一步加大年底市场资金的宽松状况。

因此,对于公开市场招

标结果与当前市场资金状

况之间背离的现象,业内人士表示,由于公开市场在操作之前都要提前了解各一级交易商的流动性状况,以及对市场利率的判断。因此

夹板之间的短期利率

□大力

昨日上午10点揭晓的三个月央票发行结果让所有的投资者大跌眼镜,200亿发行规模之下投标的结果竟然还是2.50%。连

续五周稳定的发行结果,和二级市场至少相差了20个BP。这样,7天回购利率、三个月央票二级市场价格量来看,自下周起至11月底的三周时间内,到期释放的央行票据量将达到1020亿元。而如果再将时间延长至12月底,则到期的央行票据量将累计高达3900亿元。而此次上调存款准备金率所冻结的资金量大约为1400亿元左右,只占到期央行票据量的35%。同时,近期中央国库现金管理商业银行存款业务的启动又将进一步向市场注入流动性。此外按照惯例,每年年底财政资金的季节性投放,以及圣诞节中国外贸出口

升到了3.30%以上的高位。在跨市场金融结构如保险公司、基金公司和证券公司的需求带动下,银行间回购利率也必然节节攀升。与往年不同的是,今年的这种跨市场联动效应特别明显,使得银行间市场和交易所市场的资金价格大有走平的趋势。

与此同时,央行票据发行利率却更多的决定于央行对当前银行间资金供求关系的把握,以及对短期利率的调控目标。就目前的情况来看,市场资金的紧张只是短期的外部冲击,整个资金供求关系并没有发生根本性的逆转。因此,有理由相信央行对3个月和1年央票收益率的合理水平有着明确的认识,并且有意维持一年期以下利率合理的陡峭度。从昨日200亿元的发行结果来看,央行对招标的结果也是很有把握的,市场预期这一发行规模下收益率上涨4~8个BP的结果

并没有出现。

一方面是回购资金率往上顶,一方面是央票一级市场收益率持续保持稳定。两股力量的角逐,使得半年期以内的央票二级市场收益率上下两难无所适从。三个月央票2.70%收益率横在回购利率和央票发行利率之间,显示出的是一种折衷的无奈。

如果央行对年内资金供求关系的判断无误,而且坚持通过央票的一级发行传达明确的利率政策目标,那么在11月15日存款准备金上调执行之后,随着交易所市场回购利率的回落,相信银行间市场短期利率也将逐步回调。但是只要新股发行的回报率一直维持在很高水平,短期资金利率出现大幅度下挫的可能性不会太大。年内的债券市场出现大牛行情的可能性已经越来越小,只是希望能够相安无事到过年,就万事大吉了!

■专家观点

马钢可分离转债:双赢盛宴

□特约撰稿 王晓东 姜超

分离交易可转债最大的特色是双赢——同时受到发行人与投资者双方的热烈追捧,因而其市场容量非常可观。但其定价却极其简单,仅是债券价值与权证价值两者简单的拼凑。我们估计马钢可分离转债部分收益率在4.8%以上。根据权证市场现状,我们认为,只要股价跌幅不超过10%,持股配售即不会亏本。

——债券:非银行担保的大幅折价

相对于传统的企业债券而言,本次马钢转债的债券部分将具有一定的折价,主要是基于如下理由:

首先,本次马钢转债的债券部分由马钢集团担保,属于事实上的“无担保”债

券。由于承担了较大信用风险,因而相对于传统的企业债券而言,本次马钢转债的债券部分收益率需要支付相当的信用溢价。

其次,由于此次发行的马钢转债无银行担保,因此传统企业债的最大买家保险公司无法参与本次认购。同时分离出来的债券部分将在交易所市场上市,这势必限制银行间市场上潜在投资者的参与。而本次马钢转债的发行规模高达55亿元,债券供给将超过其有效需求,从而导致其价格的下降。

第三,另外权证投资者由于权证的可能巨大收益以及新股(券)的当天抛售,可能导致债券的极端折价。目前,交易所市场5年期企业债的到期收益率在3.8%左右。

基于以上因素,我们认

为此次马钢转债的债券部分至少含有100bp以上的折价,也即其债券收益率在4.8%以上。

——权证:欣逢盛世

对权证而言,其隐含波动率的大小是决定价格的关键因素。而我们发现,已上市权证的隐含波动率大多在100%以上,而这是基于其高溢价率。溢价率的绝对值较高,则权证处于深度实值或者虚值的状态,此时讨论其隐含波动率没有实质意义。

即使从认沽权证的角度,我们依然能得出波动率基本高于60%的佐证。而对于马钢这样一个两年期的认购权证而言,60%以上的隐含波动率并不为过。换言之,权证价格低于1元(对应的波动率为50%)的可能性不大。

假定债券部分价值为85元,在不同隐含波动率的假定下,可以计算出认购马钢可分离转债的整体收益率。在60%的隐含波动率下,对应的整体收益率为18%。这表明,只要股价跌幅不超过10%=(股票成本3.40+配售价值2.00)/持股配售即不会亏本。

——马钢转债价值分析
由于权证部分的高溢价,因而马钢转债债券部分票面利率定位区间下限的可能性很大,即票面利率为1.4%,最高应不超过16%。

在这两种不同票面利率的情况下,我们分析了不同到期收益率所对应的债券部分价值。如果票面利率为1.4%,而债券收益率为前文所述的4.8%,则债券部分价值约为85元。

假定债券部分价值为85元,在不同隐含波动率的假定下,可以计算出认购马钢可分离转债的整体收益率。在60%的隐含波动率下,对应的整体收益率为18%。这表明,只要股价跌幅不超过10%=(股票成本3.40+配售价值2.00)/持股配售即不会亏本。

注:技术指标由北方之星数码技术公司提供

美国国债收益率(11月9日)

种类	息票	到期时间	收益率(%)	收益率变化(%)
2年期	4.875	2008.10.31	4.77	0.021
3年期	4.625	2009.11.15	4.66	0.021
5年期	4.007	2011.03.31	4.62	0.018
10年期	4.875	2016.08.31	4.65	0.018
30年期	4.500	2036.02.15	4.74	0.017

美国国债收益率

注:数据由北方之星数码技术公司提供

美国国债收益率(11月9日)

注:数据由北方之星数码技术公司提供

美国国债收益率(11月9日)</div