

Currency·bond

Table with 4 columns: 中国债券总指数, 上证国债指数, 银行间债券总指数, 上证金债指数. Values: 112.970, 109.670, 113.844, 117.780.

Table with 5 columns: 期限, Shibor(%), 涨跌(BP), 期限, Shibor(%), 涨跌(BP). Rows for 1W, 2W, 1M.

交易所债券收益率

Table with 5 columns: 品种, 期限, 收益率, 期限, 收益率. Rows for 010101, 010102, etc.

银行间债券收益率

Table with 5 columns: 品种, 期限, 收益率, 期限, 收益率. Rows for 010101, 010102, etc.

流动性泛滥遭遏制

央行上半年净“没收”1.5万亿元天量资金

本报记者 秦宏

央行大力度的回笼使流动性泛滥的势头在今年上半年出现了收敛。1至6月份,央行通过公开市场和五次上调存款准备金率的方式累计净回笼资金152万亿元,比去年同期增长一倍,相当于平均每天从市场净抽离资金80亿元,而去年同期则为40亿元左右。与此同时,广义货币M2的增长速度已经连续4个月出现下降。

基本对冲外储增长

昨天公开市场结束了上半年的操作。在6个月内公开市场共发行了2.64万亿元央票,净回笼资金6812亿元,比去年上半年多回笼16%的资金。

然而,央行回笼资金的主力军并不是常规的公开市场操作,而是存款准备金率的上调。在152万亿元的净回笼资金中,通过存款准备金率上调回笼的资金占比达到了54%。从今年1月4日起,央行共上调了5次存款准备金率,累计从银行体系抽离约8300亿元资金,是去年同期的5.33倍。

与去年相比,央票发行与存款准备金率的配合使用,明显提升了资金回笼的速度。

大力度的回笼有望使上半年的外汇占款量基本得以对冲。尽管今年上半年外汇储备数据尚未公布,但是以今年一季度新增的1357亿美元的外汇储备简单推算,上半年基础货币投放量可能达到2万亿元。业内人士认为,虽然央行的净回笼量距这一数据还有



张大伟 制图 史丽 资料图

缺口,但是考虑到上半年财政存款大幅度上升。因此,今年上半年基本实现了对冲外汇占款的任务。

流动性出现收敛

与去年相比,央行对流动性的锁定力度明显强化。在上半年发行的2.64万亿元央票中,三年期央票的发行量为7480亿元,占了近三成。而三个月央票的发行量则由去年同期的37%下降至24%;一年期央票占比由去年同期的62%下降至48%。同时,存款准备金率的五次上调,更是长期锁定了银行的钱。

在天量净回笼和深度锁定的双重作用下,市场流动性泛滥的状况受到了抑制。突出的表现为广义货

币供应量M2增长速度放缓。自今年2月起,M2增长速度由17.8%逐级回落,5月份降至16.74%。

目前市场的流动性宽松状况是否会发生转变,已经引起了业内人士的关注。尽管在资金市场上,银行间回购利率的加权平均利率水平仍然处在2%以下,但是债券收益率水平在流动性减少和加息的预期下已经出现上涨。特别值得关注的是,在6月份,作为货币市场定价标尺的一年期央票二级市场收益率水平已升至3.24%,上涨了15个基点。

操作空间在延伸

不仅如此,央行应对流动性泛

滥的操作空间还在拓展。

虽然,下半年资金回笼任务仍然不轻,到期释放的央票量达到1.45万亿元。但是业内人士认为,在货币政策与财政政策的综合运用下,央行将拥有更多的主动权。特别是1.55万亿元的特别国债发行量,刚好与巨量到期释放的流动性形成对冲,不仅减轻了资金回笼压力,并且由于特别国债发行期限在10年以上,还将为央行灵活运用多项公开市场操作工具组合创造了新的空间。

因此,下半年特别国债的发行方式、节奏,以及公开市场所采取的相应操作方式,都将会对整个市场流动性状况产生更为深远的影响。

市场观察

央票利率企稳传递了什么信号

东莞商行 杨鹏

在市场收益率全面走高时,央行维持央票利率,在流动性逐渐充沛时,央行放缓回笼力度。我们认为没有必要去怀疑央行的调控能力,表面上的矛盾必然隐含着央行的政策意图。

我们认为中美利差和回笼成本方面的考虑根本不足以解释这个现象,分析起来主要有以下几点。

——稳定央票利率,稳定市场人心,为特种国债发行创造良好的市场条件。发行特别国债组建外汇公司是我国加强外汇储备管理,引导流动性外流的一个重要举措,其商业化运作模式必然也要考核其成本收益状况。理论上来看,海外投资收益每年10%可以算作一个比较满意的结果(淡马锡的平均回报率18%),那么考虑人民币每年升值后,留下的成本空间并不大。因此特别国债发行会尽可能的压缩其筹资成本,否则可能会影响其商业化运作模式的特点,进而破坏

其应有的运作机制。那么稳定央票利率,稳定市场预期,化解利空作用,会形成市场收益率向下的牵引力。同时资金全面的充沛更可以配合这种作用的发挥,通过收益率和资金面的双重作用为特种国债发行保驾护航。

——央票利率的稳定,再配合其他市场数据可以让我们大胆改变对加息的预期。现在市场上主要有三大利空,一是再次加息,二是出口退税,三是特种国债。出口退税政策已经实施,是否能够有效缓解贸易顺差的局面尚有待验证,但市场收益率的调整已经基本吸收了利空。特种国债已经是箭在弦上,从我们上面的分析来看,其出台的时机似乎要高于市场预期。至于加息,市场的主流预期是下半年有一到两次加息,其中7、8月份会有一次。

我们认为,加息的可能性存在,但是最多一次,时间应该比预期的要迟,而且还要其他数据的配合,而不仅仅是CPI的走高。理

由如下:

其一,特种国债的发行应该很快开始,但是在特种国债发行规模、方式和节奏没有确定之前,市场还处于一种观望看空的状态,央行应该会考虑到市场能否承受加息和特种国债发行的双重到来;其二,如果特种国债发行的相关制度近期得以确立,那么市场也将需要一段时间来对未来的收益率走势作出稳定的预期,此时如果数据上支持加息,加息会应运而生,我们认为这时候应该到8月份了;其三,我们向来不认为仅仅CPI指数就可以代表加息,必须要有几项指标同时“恶化”,加息才更有其合理性,去年至今的四次加息没有一次是专门针对CPI的,利息税可能出台是否化解了对CPI的恐惧,同时我们还没有找到可以证明中国已经进入通胀时代的明确理由,那么可能无法贷款和投资的指标更容易看到加息的影子。这样来看,8月以后的数据才是加息的理由,那么我们认为,即使加息最早的时间

也应该是9月初,那么下半年两次加息的可能性大大减少。我想这种分析和央票利率企稳的政策意图还是相一致的。

——我们可以将近期整个收益率走势看作是央行和市场的一种互动,是相互在传达一种信号。市场所传达的是央票发行利率必须能够反映和配合整个市场收益率水平,而我们认为央行所要给予市场的是一种理性和稳定的预期,货币政策和财政政策之间必须要有良好的配合,才能有效的保障经济健康有序的发展。在这背后,我们也同样认识到一些新的问题有待我们去分析和思考,特种国债到底能给中长期流动性还是给予参考收益率?法定利率一年定存能否有效覆盖市场收益率波动的风险,其净息债券价值除了互换避险功能如何?

新券预测

中海转债估值料高于面值两成以上

民族证券 贾国文

中海发展(600026)将于下周一起开始按面值人民币100元发行5年2000万张可转换公司债券,期限为5年,预计募集资金20亿元。

五个特点

首先是递增式固定利率设计和较高的持有到期赎回价,此种设计部分对冲了加息和通胀所带来的不利影响。

其次是此次发行有利于原A股股东,如果所有A股股东均行使此项权利,将占总发行的91%,只剩下不到2亿元供网上和网下申购。

第三是转股价可向下修正。在存续期间,当发行方A股股票在任意30个交易日中至少20个交易日的收盘价不高于当期转股价格85%的情况,发行方可以提出动议将转股价格向下修正。可是,为什么要向下修正呢?难道发行方也认为其股票不值今天这个

价?因为股票价格下跌并不意味着上市公司的内在价值降低。

第四是有回售设计。在转股期间,如果发行方A股股票在连续30个交易日的收盘价低于当期转股价格的75%时,可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的105%(含当期利息)回售给发行方。该条款对投资者的保护力度比较大,也就是说,该可转债提前到期的可能性加大。

第五,此次发行虽然没有担保,但是上海远东资信评估公司还是授予较高的AAA级信用评级。

价值几何

纯债部分估值,我们采用以国债收益率曲线为依据外加信用利差的方法对纯债部分进行估值,所需的国债收益率曲线上的有关数据及估值见附表,信用利差参考同样无担保的06中化债(距到期5.43年)和07云化债(距到期5.59年),其最新收益率分别为5.77%和5.63%,对

比距到期5.41年的05国债(13)的最新收益率4.38%,扣除利息税0.36%和0.24%的影响,信用利差分别为1.03%和1.01%,这里取他们的平均值为1.02%,从附表中可以看出,纯债部分的价值为890.90元。

转股部分用Black-Scholes-Merton股本权证期权定价模型方法进行估值。在此需要说明的是,可转债中的内含转股权由于半年的等待期后即可随时行权,因此它本质上更接近于美式期权,因此,下面将之视为欧式期权的估值(仅供参考)。参数中以05国债(13)(距到期5.41年)的最新收益率4.38%作为无风险利率,权证存续期限为5年,转股价为25.31元,昨天中海正股的收盘价为

24.01元,我们按照市场上普遍认可的33%的长期股价波动率,由此可以推算出每份期权价值8.37元,按照转股时不足1股金额的处理方法,每手可转债的转股数量为39股,故转股部分的总价值为326.43元。综合债券部分和转股权部分的估值后得出,每手可转债的参考估值为1217.33元。

最后需要说明的是,可转债的估值一直是金融领域的世界难题,其内在价值的不确定性非常高。其原因除了其内含的权证部分价值本身就不确定以外,可转债发行还往往附带各种各样严重影响估值的条款也是不稳定因素,诸如回售、赎回和修订转股价等。

Table with 6 columns: 年限, 1, 2, 3, 4, 5, 合计. Rows for 现金流, 国债收益率, 信用利差, 折现率, 现值.

市场快讯

本周公开市场保持微量回笼

本报记者 丰和

本周公开市场仍然保持微量回笼状态,净回笼资金量为20亿元。

本周央行在公开市场发行420亿元央行票据,对冲到期资金后,净回笼资金为20亿元。上周公开市场净回笼量为10亿元。

昨天,三个月和三年期央行票据发行收益率与上周持平。其中,三个月央行票据为2.7461%,三年期央行票据为3.49%。

人民币汇率回落13个基点

本报记者 秦媛娜

昨日,人民币汇率小幅回落13个基点,中间价报于7.6178元,结束了本周以来连续三个交易日的上涨势头,但是波动仍显示出稳字当头的特征。

同时,人民币在询价市场也传递出稳定的信号,收盘价7.6151元,与前日相比上涨了37个基点,但是盘中波幅并不大,上下差距仅为27个基点。

国开行续发shibor浮息债

同时将发远期缴款债券

本报记者 秦媛娜

在成功发行首期以shibor为基准的浮动利率金融债之后,国家开发银行趁热打铁,将在7月4日推出第二单shibor浮息债,发行要素较上期略有变动。根据发行办法,本期浮息债规模300亿元,期限1年,按季付息,招标时采用的债券基准利率为7月3日的3个月Shibor 5日均值。

同日,国开行还将发行一只2年期的固定利率金融债,规模100亿元,按年付息。

较为特殊的是,国开行将在2007年10月再招标发行100亿元2年期固定利率远期金融债(起息日在2008年1月)。如果本期债券中标利率高于2007年10月招标发行的2年期固定利率金融债,则本期债券票面利率为本次中标利率;如果2007年10月招标发行的2年期固定利率金融债中标利率高于本期债券,则本期债券票面利率为这两期债券中标利率的加权平均值。

业内人士表示,目前债券市场走弱,债券发行难度增加,国开行在发行中加入类似设计相当于给了投资人一定的优惠,规避远期利率走高的部分风险,有助于债券发行。据悉,2004年国开行也曾采用过类似方式发行金融债。

汇市观察

英镑兑美元创两个月新高

胡箫箫

国际市场方面,欧元兑美元周四受英镑上扬的提振,一度升至三周新高1.3483美元,但由于没有数据支撑,欧元兑美元很快又回落至1.3442美元的低位,随后即在1.3450美元附近窄幅震荡。市场静待将于周四晚些时候公布的德国5月和6月的失业率数据。

英镑兑美元周四回升至2美元上方的两个月新高2.0043美元,上涨近3%,主要是因为当日公布的英国房价数据意外强劲,市场预计英国央行加息几率提高。不过英镑的涨势受美国联储准备理事会将于18:15GMT发布利率决定和声明的因素所限,又小幅回调至2.0010美元附近。

美元兑日元周四中止连续三日的向下走势,日高报123.17日元,主要是因为美股前日反弹,缓解了市场对美国次贷抵押贷款风波扩大的疑虑,促使投资人在利差交易中再次抛售日元。同时,日本5月工业产出数据疲于预期,亦打压了日元。

澳元兑美元周四自两周低位回升至0.84美元上方,主要是因为亚洲股市上涨和强劲的澳洲数据为澳元提供有力支撑。股市上涨显示近期的风险规避情绪可能在消退,同时澳洲截至5月的三个月中职位空缺上升3.9%,表明对劳工的需求仍强劲,而截至2月的三个月中则为下降1.7%。(作者系中国建设银行总行交易员)

关于编制和发布三大经济圈指数的公告

为了适应市场快速发展的需要,满足广大投资者多角度观察和投资证券市场的需求,本公司决定于2007年7月2日起,与上海第一财经传媒有限公司联合编制和发布中国三大经济区域界定的经济区域指数系列,包括以下3只区域指数,均为成份股指数,样本由所在区域的40只股票构成。

Table with 5 columns: 指数代码, 指数简称, 指数全称, 基日, 基日指数. Rows for 390356, 390356, 390357.

实时指数通过深交所行情系统发布,相关指数信息参见巨潮指数网站http://index.cninfo.com.cn。特此公告。

深圳证券交易所 2007年6月29日