

债券指数

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, 上证企业债指数. Values include 114.118, 110.220, 115.081, 115.410.

上海银行间同业拆放利率(9月4日)

交易所债券收益率

Table with 4 columns: 2年期, 3年期, 5年期, 10年期. Values include 4.00, 4.50, 4.125, 4.750.

银行间债券收益率

Table with 4 columns: 2年期, 3年期, 5年期, 10年期. Values include 4.00, 4.50, 4.125, 4.750.

快涨慢盘 人民币年底或见7.41

特约撰稿 刘汉涛

升值过程: 加速——放缓——再加速

美元对人民币汇率自年初的7.8051下跌到8月底的7.5450, 下跌2601个基点, 跌幅达3.33%。

期间, 我们可以发现有三个特点, 一是人民币汇率仍然呈现出强烈的升值态势; 二是显示出加速——放缓——再加速的升值过程; 人民币在年初加速升值, 然后在之后的三个月里升值比较缓慢, 随后进入5月份, 人民币汇率呈现加速升值的趋势, 在5月至7月三个月里升值近1600点; 三是美元/人民币汇率形态不再呈现明显的单边趋势, 在8月份曾经出现了大幅的回调, 回调幅度达400余点。

多种因素促人民币维持强势

2007年人民币的强势表现, 是多种因素综合作用的结果。不过, 虽然升值速度较快, 但仍充分体现了人民币汇率改革“主动性、可控性和渐进性”的原则。

首先, 人民币对美元升值趋势根本体现了供求关系。由于我国经济仍是出口导向, 而且全球制造业



张大伟 制图

在向我国转移, 因此贸易顺差仍然居高不下, 导致国内的美元供给仍然过剩, 数据显示美元对人民币在目前的价位上还未达到均衡水平。

其次, 监管当局所采取的外币“严进宽出”政策还未达到理想效果, 外汇储备继续保持高速增长势头, 也维持了美元将继续下跌的市场预期。可以说, 只要我国外汇储备的增长势头不减, 人民币升值预期也会一直存在。

再次, 美国经济正趋于放缓, 加之最近次级债危机对美国经济也产生一定的负面影响, 美元料将比较

疲弱, 进而助长人民币升值。

最后, 影响人民币的外部因素依然存在。次级债危机的影响逐渐散去时, 美国的政治影响将会接踵而来, 人民币的升值也会加快。

料明年两年每年升值幅约5%

从我国目前的经济现状看, 国民经济仍然保持高速发展, 由于通胀高企, 预计央行将继续实行紧缩性货币政策, 以贸易盈余为主的经常账户盈余将持续增长,

这些都对人民币形成升值压力。由于美国经济有所放缓, 很可能处于经济周期的下降阶段, 兼之由于次级债危机的影响, 美联储的加息周期已经见顶, 且很可能从今年开始降息, 美元总体表现将比较疲弱。

综合来看, 我们预测人民币对美元在今明两年将继续维持升值趋势, 预计每年的升值幅度约为5%, 今年年底或见7.41。升值的方式很可能是人民币汇率在短时间里以较快速度升值, 随后在较长的时间里进行盘整, 然后再加速升值。

一周机构观点

债市: 选择方向的时点尚未到来

联合证券 张晶

特别国债: 以时间换空间? 大多数机构都认为首批发行的6000亿元特别国债只是央行资产方外汇与国债分项之间的转化, 并不影响负债方基础货币的变动, 因此对市场的流动性没有直接影响。但是, 由于央行增加了持券规模, 有利于央行此后进行正回购或现券卖断操作, 丰富了流动性与收益率曲线调控工具。

招商银行认为虽然特别国债在一定程度上对央行票据的替代,

但由于期限上的差异, 可以实现对流动性的深度冻结, 只是这一方式仍然是现行汇率政策下“双顺差”下的被动操作, 并对长期债券的供给构成直接压力。

中邮基金认为, 央行对于特别国债的运用方式应是比较灵活的。当市场利率高于特别国债利率时, 央行可以通过回购的方式来利用特别国债进行资金回笼。当市场利率高于4.3%时, 央行可以通过直接向市场出售的方式回笼资金。

另外, 据传还有2000亿元特别

国债可能直接面向市场发行, 博时基金表示这相当于提高准备金率0.5个百分点的对冲量, 可能是替代准备金率调节的一种手段。国泰基金认为, 2000亿元特别国债直接面向市场发行如果成为事实, 将不可避免给中国的资本市场带来冲击, 骤然的流动性收紧, 将会使货币市场短期利率急剧走高, 收益率曲线陡峭上移, 发行成本迅速增加, 因此债市后市面临的风险还是不小的。

——债市又将进入敏感观望期。随着8月份CPI数据即将公布, 市场普遍预期8月CPI将继续

创新高, 加上近期特别国债等事件的影响, 不少机构预计债市又将进入敏感观望期。

万家基金认为当前债券市场仍处于观望期, 选择方向的时点尚未到来。短期来看, 倾向于做多将处于较有利的位置, 在收益率出现上升的情况下, 可适当增加债券比例且延长组合平均剩余期限。

招商银行则认为, 整体看收益率曲线继续扁平化变动的可能性较大, 中长期端收益率下降的空间将有限, 短期端收益率上升的风险仍然存在。

新券预测

山鹰纸业可转债含金量较高

中国民族证券 贾国文

山鹰纸业(600567)今天起开始发行期限5年的470万张可转换公司债券。

本次发行最大的一个特点就是设计了利息补偿条款。也就是说, 如果投资者持有该可转债一直到期, 中途并未转股, 则发行方将按照每年2.8%的利息水平进行补偿。如此算来, 持有至到期而未转股将获得高达一次性4%的补偿利息。第二个特点是递进式固定利率设计, 此种设计考虑了通胀率可能不断升高的因素。第三个特点是发行评级较高, 但并未达到最高级。尽管此次发行采取了增信措施, 即由徽商银行马鞍山分行对本次可转债发行进行了全额担保, 但是联合资信评估有限公司并没有给予本次发行AAA级, 而是只给予了AA-的评级。

可转债的价值由两部分构成, 一部分为纯债部分价值, 另一部分为转股部分价值。我们分别估

Table titled '国债收益率曲线有关数据及估值表' with columns for 年限 (1-5, 合计) and rows for 现金流, 国债收益率, 信用利差, 折现率, 现值.

值, 然后加总得出山鹰纸业可转债的整体估值。

纯债部分估值。我们采用以国债收益率曲线为基准外加信用利差的方法对纯债部分进行估值。信用利差参考同样是银行提供担保的钢钒债1(距到期5.233年), 其最新收益率为5.42%。对比距到期4.975年的05国债(9)的最新收益率为4.29%, 其对应的利息税前收益率为4.52%。由此可以算出, 新钢钒的信用利差为0.90%。另外, 由于此次发行为AA-级而钢钒债1为AAA级, 因此我们确定其之间的信用利差大约为40个基点, 得出纯债部分的价值为884.20元。

转股部分用Black-Scholes-Merton股本权证定价模型方法估值。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过后即可随时行权, 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。参数中以距到期4.975年的05国债(9)的最新到期收益率4.29%作为无风险收益率, 可转债内含转股权存续期限为5年, 转股价为7.31元, 昨天山鹰纸业正股的收盘价为7.84元。我们假设悲观(熊市)、中性和乐观(牛市)的市场情况下, 其长期股价波动率分别为33%、66%和99%, 由此可以推算出在上述不同市场情况下

每份转股的理论价值分别为3.09元、4.73元和6.02元。按照转股时不足1股金额的处理方法和当前的转股价计算每手可转债的转股数量为136股, 故转股权部分的总价值为420.24元、643.28元和818.72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1304.44元—1702.92元。从以上估值可以看出, 山鹰纸业可转债的含金量还是比较高的。如果牛市持续, 投资于该可转债的预期回报率超过70%。既使牛市结束转入熊市, 此项的投资回报仍可以维持在30%以上。

另外需要指出的是, 上述估值的不确定性非常大, 其原因是转股权部分和纯债部分的价值不确定性主要来自股市波动率的变化和修订转股价等因素, 纯债部分的价值不确定性则主要来自可转债发行所特有的诸如回售和赎回条款等导致的可转债提前到期使得未来现金流中所带来的价值不定。

上证所固定收益证券平台成交行情(9月4日)

上证所固定收益证券平台确定报价行情(9月4日)

每日交易策略

难题一个接一个

琢磨



债券市场经过短期技术性反弹, 部分被压抑已久的做多欲望得以宣泄, 市场心态平和了许多。面对即将公布的8月份数据和巨大的债券供给, 市场开始冷静和谨慎。

本轮反弹波折颇多, 从7月份开始, 市场部分机构便跃跃欲试酝酿反弹, 认为在管理层的紧缩性政策中, 加息和利息税政策只会取其一, 加息预期、取消或降低利息税及特别国债的发行等重大实质性利空都被一一淡化。可是, 同时出台的加息和取消利息税政策, 给了还未开始的反弹当头一棒。从挫折中镇定下来, 利空出尽被当作债市的又一利好, 虽然预期到CPI可能会超出正常水平, 但多数机构认为央行不会在如此短的时间里继续加息, 并酝酿借7年期国债发行时机发动反弹行情, 但就在国债发行前再次遭受央行加息的打击。但是, 虽然经过重重磨难, 债券市场收益率不断上升的趋势还是暂时得到了遏制。

此次债券市场小规模反弹, 应该说是国债市场反弹。由于金融债定位模糊及金融机构理财方面的考虑, 银行等金融机构对国债配置的需求偏好上升。从今年年初至今的国债发行看, 虽然债市一路下跌, 但每期国债发行利率和认购情况都要好于市场预期, 其他债券品种则都要比预期的还差, 即使在反弹期间也表现平平。利差扩大的现象可以从一个侧面验证债券市场处在熊市当中。

从本轮反弹同时也可以看出, 市场弹性在增加, 交易趋于主动, 市场单向变动成交也较活跃, 表明银行间债券市场正在逐渐成熟。

在承受住重重压力、暂时止住收益率上升趋势后, 又面临8月份“恶劣”数据和长期特别国债的难题, 如何化解危机保持得来不易的阶段性成果, 是参与了反弹行情的投资者面临的又一个难题。

市场快讯

人民币中间价走低10个基点

本报记者 秦媛媛

人民币汇率昨日波动平稳, 出现10个基点的跌幅, 中间价报于7.5556元, 前日中间价位于7.5546元。

前两周人民币曾出现连续5个交易日的上涨, 累计攀升482个基点。而从上周四开始, 人民币又恢复了进退有致的节奏。本周一反弹61个基点, 昨日又回落了10个基点。

在询价市场, 人民币也出现了回调, 走跌54个基点, 收报7.5497元, 盘中波动区间为7.5442—7.5560元。

保险等非银行金融机构进入拆借市场审核规则出台

本报记者 秦媛媛

近日, 中国人民银行上海总部发布《保险公司等六类非银行金融机构进入全国银行同业拆借市场审核规则》(下称“规则”), 进一步明确了保险公司、保险资产管理公司、信托公司、金融资产管理公司、金融租赁公司和汽车金融公司等六类非银行金融机构进入全国银行同业拆借市场的审核程序。

根据规则, 上述六类机构申请进入同业拆借市场, 应当具备央行在今年7月9日公布的《同业拆借管理办法》第七条和第八条规定的条件, 并报中国人民银行上海总部批准。其中企业集团财务公司、信托公司、金融资产管理公司、金融租赁公司、汽车金融公司、保险资产管理公司需具备在申请进入同业拆借市场前最近两个年度连续盈利, 保险公司应在申请进入同业拆借市场前最近四个季度连续的偿付能力充足率在120%以上。

央行上海总部还同时发布公告, 对同业拆借市场中企业集团财务公司信息披露做出规范。

国开行下周发两期浮息债

本报记者 秦媛媛

9月10日, 国开行将同时发行两只浮动利率金融债, 总规模300亿元。

其中, 第19期债券为5年期, 基准利率为3个月shibor5日均值, 按季付息。第20期债券期限为5年, 基准利率为1年期定期存款利率, 每年付息一次。两期债券均采用荷兰式招标方式, 发行人对债券保留增发权利。

四家公司将发短融券

本报记者 秦媛媛

9月6日, 将有三家公司在银行间债市发行三期短期融资券。中国中钢集团公司将发行20亿元短期融资券, 期限365天。吉林森林工业股份有限公司将发行5亿元短期融资券, 期限365天。四川沱牌曲酒股份有限公司将发行3亿元短期融资券, 期限364天。

三一集团有限公司将于9月7日在银行间债市发行今年首次短期融资券, 规模8亿元, 期限365天。