

Currency·bond

8月可转债投资价值显现

○海通证券 联家珂 丁鲁明

7月转债存量规模环比持平,成交量有所回升。7月转债指数上涨1.73%,标的股票指数下跌10.75%;截至2008年7月31日,共有13只可转债上市交易,转债存量规模116.66亿元,当月转股数量2.43亿元,占比2.05%;从成交量上看,7月成交量31.19亿元,较上月环比上升42.2%,7月日均成交量1.36亿元,较6月环比上升29.96%。7月转债市场主要特征有三点。第一,转债和可分离债发行上市环比趋缓;第二,可转债换手率出现分歧,唐钢等市场热点品种换手率加大;第三,转债的风险收益指标仍由于标的正股。

8月大部分转债面临向下修正转股价格的预期,而根据回售条款,面临回售预期的转债暂时没有。

转债整体具有一定投资价值。从理论价值相对于市价的溢价率来看,转债整体折价率在12%左右,剔除将要修正转股价格的海马转债,折价率平均为14%,因此转债整体具有一定投资价值。大部分转债的实际市场价格低于转债理论价值(纯债价值+换股权价值),平均折价率在10%以上,海马转债已于8月6日由董事会提议向下修正转股价格,因此换股权价值存在一定程度的低估,待实际股东大会通过向下修正转股价格后,理论溢价率会有大幅下降,我们认为,7月31日的海马转债高理论溢价率,部分反映了之后1周公司公布的向下修正转股价格信息。如果剔除海马转债,则转债整体的折价率在14%左右,具有一定的投资价值。

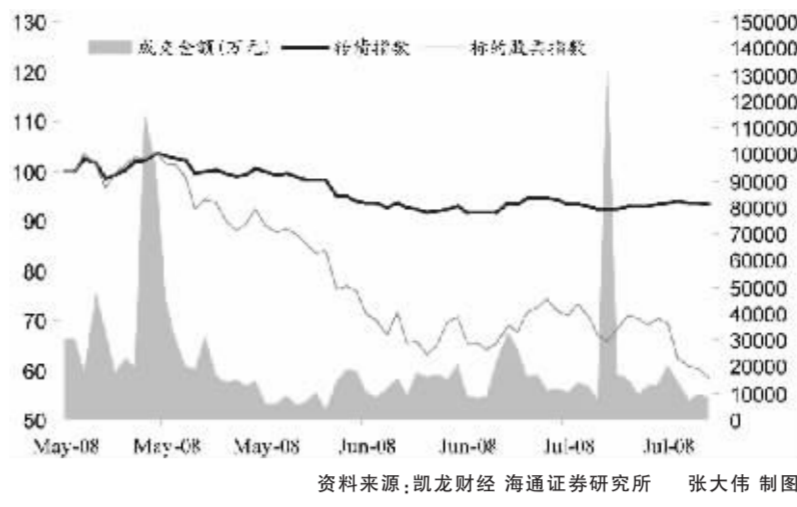
考虑到目前尚未公布向下修正转股价格的7家上市公司的可转债中,五洲转债的理论溢价率为-17%,实际

纯债价格85.30元,具备一定的债券安全边际,转股溢价率高达94.51%,我们认为可以关注其未来的转股价向下修正预期。

目前13只上市转债中,有7只满足向下修正条款,而未修正。正如唐钢转债在7月底出现过短期套利机会,8月这7只修正转股价格的转债也可能会有短期的套利机会。

唐钢转债7月21日开始上涨,而同日唐钢股份下跌。唐钢转债到7月29日上涨了3.88%,而同一时间段,其正股下跌了13.93%。假设投资者在7月21日卖出唐钢股份,买入转债,则这是一个典型的由于投资者预期公司修正转股价而带来的套利机会。

在注意到一些转债的短期套利机会同时,我们也关注具有长期投资价值的转债。基于我们以前的跟踪报告中分析的选股原则,在8月仍旧认



资料来源:凯龙财经 海通证券研究所 张大伟制图

为由于目前转债的股性仍旧很强,如果用转债做配置时,可关注理论价值较高的转债,该类转债抗跌性较好,

建议关注:大荒转债、澄星转债和恒源转债。如果有短期套利意愿的投资者可关注五洲转债。

3年期金融债遭抢购

○本报记者 秦媛娜

中国进出口银行3年期金融债在银行间债市招标发行的情况可以用抢购来形容。4.7%的票面利率低于市场预期,50亿元的追加发行额度也全部招满,超额认购倍率达到了3.75倍。

种种表现,都在表明市场对于中短期债券的青睐。不到两周之前,国开行曾发行过同样的一只3年期固定利率金融债,票面利率还有4.8%之高,但是昨日市场的情绪已完全不同。市场交易员表示,目前资金面比较宽松,加息预期也有所降低,而在对未来通胀预期不完全乐观、尽量规避长债的气氛下,5年以内的中短期债券成为市场热点,目前市场上3年期及以内的央票买盘踊跃,3年品种报价已经接近之前的发行利率4.56%。

进出口行将发行5年期浮息债

○本报记者 秦媛娜

中国进出口银行12日发布通知称,将于本周五在银行间债市发行一只5年期的金融债。

本期债券为5年期浮动利率金融债,利率基准为1年期定期存款利率,按年付息。债券采用单一利率招标方式发行,首场招标发行100亿元人民币,结束后,发行人有权向首场中标的承销团成员追加发行总量不超过50亿元的当期债券。

金港信托获准进入银行间同业拆借市场

○本报记者 但有为 见习记者 李丹丹

记者昨天获悉,金港信托近日获得央行上海总部批准,正式进入全国银行间同业拆借市场,成为全国银行间同业拆借市场成员。

该公司有关负责人表示,获准进入银行间同业拆借市场对金港信托的发展将提供强有力的支持,对该公司动态调节自有资金头寸、提高资金使用效率、提升收入水平都有较大帮助。

物价回落趋势不变 九十月有小反弹

○申银万国 李慧勇

7月CPI上涨6.3%,跟我们此前的6.4%预期基本一致,但比市场预期低0.3个百分点。

物价回落在于食品。CPI涨幅的回落主要和食品价格涨幅的回落有关,非食品价格对CPI的推动作用有所加大。和我们的预期一致,受去年比较高的基期的影响,食品价格同比涨幅大幅度回落,成为拉低CPI涨幅的主要力量。当月食品价格涨幅14.4%,涨幅比上月回落了3个百分点,拉低CPI涨幅回落0.9个百分点。在食品价格涨幅回落的情况下,值得关注

的是非食品价格涨幅有所扩大。当月非食品价格上涨2.1%,涨幅比上月提高0.2个百分点,推动CPI上涨0.1个百分点。从推动非食品价格上涨的因素看,主要是车用燃料价格的上涨,这主要和上调成品油和电力价格有关。根据我们的测算,国家上调成品油价格对CPI的直接影响为0.1个百分点;上调成品油和电力价格通过影响PPI间接影响CPI0.1个百分点。

逐季回落的趋势不变。我们一直认为从供给方面看,CPI走势取决于粮食及农产品的供给情况,从需求方面看,CPI走势主要取决于M1增长率情况。由于夏粮连续第5年增

产,生猪供应正在逐渐恢复,国际粮食价格高位回落,食品型通胀压力最大的时期已经安全度过。从需求方面看,尽管有所波动,但在需求放慢和国家从紧货币政策的的作用下,M1总体上维持了回落的趋势。在这两大趋势没有改变之前,通胀缓解是大概率事件。但具体走势会受到比较基期的影响。去年8、11、12月份基期比较高,9、10月份基期比较低,受此影响,未来5个月CPI涨幅将呈现倒U型的走势。初步预计8月份CPI涨幅在5.5%,9、10月份CPI会反弹到6%,11、12月份会再次回到5%左右。从季度走势看,尽管有所波折,但

逐季回落的趋势不会改变。

紧缩政策出台可能性降低。尽管此前公布的PPI涨幅达到两位数,但我们认为其对企业成本的冲击要大于通胀的影响,并不会改变下游通胀缓解的趋势。同时在反映通胀的指标中,国家更看重CPI。7月份CPI涨幅继续回落,表明通胀压力进一步得到缓解,在这种情况下,我们认为由国家再出台加息等紧缩性政策的可能性进一步降低。同时,我们认为CPI涨幅的回落为国家进一步理顺要素价格,上调电力、成品油价格创造了契机,奥运会之后,成品油和电力价格有望进一步上调。

货币政策微调短期内不利债市

○兴业银行 徐寒飞

目前央行开始适当放松信贷额度,而8月份公开市场操作也开始出现了净投放。央行目前的政策微调似乎给投资者带来了一定程度上的信心支持,尤其是在资金面上。如果抛开是否应该放松的“规范性”问题不谈,我们要问的两个问题:其一,如果货币政策要适度调整,会采取何种方式?其二,货币政策适度调整,对商业银行和债券市场有何影响?

总的来看,央行在2008年采取的紧缩手段分别为法定准备金率上调、信贷额度控制以及汇率升值放缓,信贷额度控制以及汇率升值放缓,那么,如果央行放松的话,最有可能的当然也是先从这三种手段入手。

目前看来,不考虑其他目的,仅从货币政策调整角度来看,这三种方式都已经有所表现,信贷额度已经有所松动,汇率升值也出现了减缓迹象,公开市场操作在本应大量回笼货币的月份反而出现了净投放。

国际经验表明,在面临货币冲击的情况下,信贷控制是有效的,因此目前来看,在通胀警报未解除之前,央行不大可能完全放开对商业

银行信贷的控制,只可能是适度微调。这里面也有两个问题要回答:一是商业银行在信贷额度放松的情况下是不是必然会增加贷款发放,二是如果信贷额度放松带来贷款增速上升,那么最终造成的货币供应量的增加有多少。

对于第一个问题,如果商业银行在目前的情况下已经较大幅度地突破了信贷额度(以某些合规的方式),那么信贷额度的放宽对当前贷款发放的影响显然不会太大;如果商业银行的贷款远远低于信贷额度,那么信贷额度的放宽也不会对贷款的发放带来影响;仅在商业银行的贷款刚好位于信贷额度线,信贷额度的放宽才可能对商业银行贷款的发放带来较大影响。

综合上述分析,目前商业银行信贷额度受到了央行信贷额度限制,但是采用了一些其他工具来扩大“实际”信贷额度,其扩大的比例要远高于央行本次上调的额度范围。显然,贷款增长对货币乘数有一定作用,但是如果如上述分析所示,贷款额度上升如果不能带来贷款增长,那么就不会带来货币供应

量的上升。

最后,我们来测算一下信贷额度变动对债券市场资金面的影响。假定货币供应量增长率为16%,加上由于信贷额度变动使得货币乘数上升带来1000亿存款增量,同时央行不再上调法定准备金率,保持17.5%的水平不变(同时考虑到外汇准备金的存量),超额准备金率为2%。7-12月份到期央票和国债数量约为1万亿。

那么,如果信贷额度增加2000亿(假定相应商业银行贷款余额上升2000亿),从资产负债表内数据来看,商业银行在上述假设条件下的债券资产存量的变动为-3500亿:由于新增存款小于新增贷款和新增存款准备金之和,因此商业银行净投入债券资产将减少约3500亿。也就是说到期1万亿的资金有3500亿必须用来发放贷款以及缴存准备金。这个结果比信贷额度没有放宽要低1300亿左右。

除非国债和央票在下半年是净减少(总余额下降),当减少余额高于商业银行净投资债券资金量,在商业银行对债券走势预期不变的情况下(不缩减债券占比),那么对债券市场可能起到一定支撑作用。

最终的实际效果是扩大了商业银行的真实信贷额度数量。

从目前两个季度信贷额度执行情况来看,商业银行的贷款发放都是在信贷额度范围内。

从商业银行贷款利率设定来看,上浮比例也开始下降,可能意味着商业银行主动增加贷款的意愿在逐渐降低。从2005年以来的数据来看,贷款利率上浮比例上升,意味着商业银行增加贷款意愿在不断上升,而同期贷款同比增长率也不断上升。2008年第一季度的上浮比例下降到了23.6%,为2006年第二季度以来的最低水平。这一点值得我们持续关注,如果商业银行设定贷款利率时上浮比例继续大幅下降,说明商业银行对未来预期将发生转变。

综合上述分析,目前商业银行信贷额度受到了央行信贷额度限制,但是采用了一些其他工具来扩大“实际”信贷额度,其扩大的比例要远高于央行本次上调的额度范围。

显然,贷款增长对货币乘数有一定作用,但是如果如上述分析所示,贷款额度上升如果不能带来贷款增长,那么就不会带来货币供应

债券指数(8月12日)

Table with 4 columns: Index Name, Value, Change, and % Change. Includes China Total Bond Index, Shanghai Interbank Bond Index, etc.

上海银行间同业拆放利率(8月12日)

Table with 4 columns: Term, Shibor(BP), Change, and Shibor(%). Shows rates for overnight, 1W, 2W, 1M, 3M, 6M, 9M, 1Y.

人民币汇率中间价

Table with 4 columns: Date, 1美元, 1欧元, 100日元, 1港币. Shows exchange rates for 8月12日.

全债指数行情(8月12日)

Table with 5 columns: Index Name, Value, Change, and % Change. Lists various government bond indices.

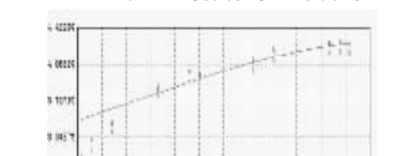
交易所回购行情(8月12日)

Table with 5 columns: Instrument, Bid, Offer, Bid-Ask Spread, and Volume. Shows repo market activity.

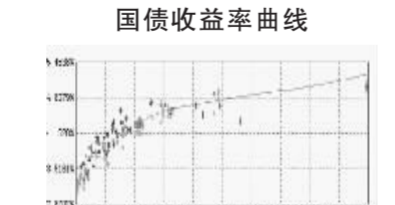
银行间回购行情(8月12日)

Table with 5 columns: Instrument, Bid, Offer, Bid-Ask Spread, and Volume. Shows interbank repo market activity.

上证所固定平台国债收益率曲线



国债收益率曲线



上证所固定收益证券平台确定报价行情(8月12日)

Large table with multiple columns showing fixed income securities prices and yields on the Shanghai Stock Exchange fixed platform.

交易所债券收益率(8月12日)

Table with multiple columns showing bond yields on the exchange market.

Table with multiple columns showing fixed income securities prices and yields on the Shanghai Stock Exchange fixed platform.

(银行间债券收益率)见中国证券网债券频道的行情速递栏目

每日交易策略

把握平衡与灵活之度



○海天

去年以来,金融市场始终处于剧烈波动中,宏观经济存在种种不确定性,通胀成为全球关注的问题。纷繁复杂的市场形势下,如何进行债券资产运营?笔者对此物想如下:

自“9·11”以来,美联储坚持降息政策刺激经济,美国及全球经济自2002年底逐次进入新的增长周期,联储降息政策有效性毋庸置疑。但问题似乎是,在任职后期有政治化倾向的格林斯潘,在2003年6月将联储利率定在史无前例的1%并维持一年之久,其后联储加息的道路则是漫长的台阶之旅。长期持续的超低利率,国际美元流动性迅速扩张,都刺激了美国经济,延长了美国本轮景气周期的长度。但延长景气周期的代价,是透支未来经济的成长。自2007年开始的本轮西方国家经济缓慢下滑,在超低利率的恶果——次贷危机——推动下,很可能已演化为经济衰退。此时,联储所能做的,只有大幅降息,这也正是伯南克去年9月份以来所做的事情。而美国基准利率,在次贷危机的“扶持”下,更是快速下跌至2%。

由于基准利率恢复到相当低的水平,美国国债利率吸引力大大下降,目前4%左右的10年国债收益率相当低。同时,由于经济可能已进入衰退,次贷危机又不断引爆信用风险炸弹,西方国家股票市场、信用产品市场均对投资者失去吸引力。在国债市场、资本市场、信用市场等传统资金投资领域纷纷折翼之际,极低利率带来的过度流动性只有选择非传统领域,以原油为首的商品市场因此出现暴涨行情,资金大量涌入。

被金融化的商品市场的飙升,推动了全球通胀水平的上升,而通胀的上升,却恰恰伴随着西方经济体进入衰退的脚步。这是一种类似滞胀的时局,它产生于既往对经济增长的透支,产生于过度的流动性。从滞胀向正常经济增长秩序的恢复,将可能是一个漫长和艰难的过程。在此种背景下,金融市场可能经常处于躁动不安之中,资本市场、债券市场吸引力仍难尽如人意;如果联储不加息或加息不坚决,商品市场可能处于牛市轨道中。有鉴于此,债券投资的策略应当以求稳为主,保持相对平衡,并加大波段交易力度,衍生品创设和交易力度,这大概是当下复杂环境下的主要运营策略。

笔者认为,以上的讨论不仅仅停留在对外部市场的认识上。事实上,由于国内外经济和金融市场已经通过各种途径互联互通,国内债券市场的投资策略,不妨多参考这一注重平衡和灵活的策略。

央行昨回笼1040亿

○本报记者 丰和

大盘新股发行刚告结束,公开市场再度加大资金回笼力度。昨天,回笼1040亿元,为上周期期的5.2倍。

其中,央行发行了620亿元一年期央行票据,收益仍为4.0583%,继续保持不变。同时,央行还对28天回购品种进行了正回购操作,正回购量为420亿元,比上周同期增加了200%。

至此,央行在周二公开市场回笼了1040亿元资金,而上周同期则为200亿元。