

■交易所债市日报

中长期债出现获利回吐

银河证券 张书东

周四沪市国债市场出现窄幅横盘整理走势,上证国债指数全日围绕前日收盘位置小幅波动,尾盘上证国债指数收于109.81点,与前持平,成交量继续温和放大至12.18亿元。企债市场昨日继续表现强劲,上证企债指数收于120.38点,上涨0.14%。

昨日央行在公开市场依旧延续了05年底的操作习惯,暂停了央票的发行,而是进行了创纪录的1000亿元7天正回购操作,中标利率仅1.46%,较上周继续回落4BP,在操作明显加码的背景下,正回购招标利率不涨反跌,无疑印证了短期货币市场资金极度宽松的现状。这样,本周央行在公开市场共回笼了2100亿

■银行间市场日报

1000亿正回购鱼贯而出

短期利率初现松动

本报记者 徐建华 黄宪奇 北京报道

本周四,央行在公开市场回笼资金1000亿,加上本周二回笼的1100亿资金,央行本周资金回笼规模创出了天量。在央行重拳的轮番出击下,银行间市场资金面略显松动。正是在央行公开市场操作的影响下,全国银行间市场交易结算总量较上日大幅缩减,短期利率也出现小幅提高;但跨市场机构的融资热情丝毫未见减弱。

昨日,3个月和6个月央票继续停发,只进行7天正回购操作。市场认为央票的再度停发无疑对债市是极大的鼓舞,但出乎意料的是7天正回购量达到1000亿元,其利率为1.46%,加上周二发行的950亿元一年期票据和150亿元14天正回购,相对于本周到期的1690亿元央票和正回购,央行完全对冲,实现410亿元的资金回笼。可以看出央行公开市场操作力度有所加强,受此影响,昨日国债指数以平盘报收。而银

港币债券与国内投资者渐行渐近

中央国债登记结算公司 徐真 张鹏娟 于腾

早在2004年,保险资金已被获准投资香港债券市场,而近期由于国内过高的外汇储备急于寻找运用渠道,QDII加速放行也在酝酿之中。作为国内资本市场对外开放的窗口,国内投资者了解香港债券市场十分必要。

港币债券市场主要由政府主导的外汇基金票据及债券市场、半政府机构作为主要发行人的抵押和资产支持债券市场、企业、金融机构等主导的公司债市场构成。在90年代,香港债券市场成为应对金融危机的防火墙,现在港币债券市场已经成为香港经济发展的晴雨表。亚洲国家目前普遍存在货币错配风险,港币债券市场的发展可以更为有效地运用亚洲剩余储蓄资源推动本地经济增长。

相关因素制约港币债券市场发展

长期以来,港币债券市场的有限规模成为制约香港债市发展的最大因素,这基本可以归结为几个因素:(1)香港政府虽然面对的是结构性财赤,但是政府仍然拥有上千亿港元的财政储备,由此在审慎理财原则及联汇和评级的高要求下,政府债券发行量较低。(2)香港实行的是联系汇率制度下的货币发行局制度,因而只有在资金流入情况下外汇基金才可以发行新的票据和债券,这样发行规模每年只能以不足百分之几的速度增长,远远赶不上金融资产增长的速度。(3)香港金管局开始不再把私人机构新发行的债券列入公开市场中回购操作的合格债券之列,从而削弱了银行对这部分债券的需求,使得供应缺乏动力。(4)在市场建设层面,由于香港本土获得较高级别的公司较少,除少数几家公用事业机构外,本港大企业基本由家族控制,企业缺乏向公众披露信息的动力,加之债券发行成本较高,本港企业债券发行需求不旺。

由于香港债券市场的流动性不佳,市场规模扩充后劲不足。近期,香港金融管理局(金管局)推出《CMU债券报价网站》,意在透过提供市场上债券产品及其参考价格的资料,增加零售投资者参与债券市场的机会。

元货币,扣除本周到期的1690亿元前期央票和正回购,净回笼量达到400亿元,创下近几周单周净回笼量新高。后期央行公开市场操作力度的演变趋势值得引起市场密切关注。

从近期债市的强势行情来看,资金推动非常明显。由于目前是各类债券发行的真空期,货币市场上充沛的资金却没有合适的投资渠道,供不应求导致许多资金纷纷抢购二级市场国债、企业债等品种,造成了短期债券收益率水平连续、快速地下降。再加上春节长假利息可观等因素,中长期国债在短暂调整后应该还有进一步上攻的动力,中长期企债近期牛气冲天,短线机会相当不错。因此,建议投资者逢低依然可以介入中长期品种,并且持有到节后。

■银行间市场日报

1000亿正回购鱼贯而出

短期利率初现松动

本报记者 徐建华 黄宪奇 北京报道

本周四,央行在公开市场回笼资金1000亿,加上本周二回笼的1100亿资金,央行本周资金回笼规模创出了天量。在央行重拳的轮番出击下,银行间市场资金面略显松动。正是在央行公开市场操作的影响下,全国银行间市场交易结算总量较上日大幅缩减,短期利率也出现小幅提高;但跨市场机构的融资热情丝毫未见减弱。

昨日,3个月和6个月央票继续停发,只进行7天正回购操作。市场认为央票的再度停发无疑对债市是极大的鼓舞,但出乎意料的是7天正回购量达到1000亿元,其利率为1.46%,加上周二发行的950亿元一年期票据和150亿元14天正回购,相对于本周到期的1690亿元央票和正回购,央行完全对冲,实现410亿元的资金回笼。可以看出央行公开市场操作力度有所加强,受此影响,昨日国债指数以平盘报收。而银

港币债券市场与国内投资者渐行渐近
 香港作为传统金融中心,其金融服务的区位优势、中介服务的功能优势、人才积聚优势、货币的可自由兑换与流动等等特点。正是由于这些传统功能的存在,才得以推动港币债券市场重新朝着服务于国内的方向发展。

2002年以来,香港金管局债务工具中央结算系统(CMU)先后与位于布鲁塞尔的欧洲结算系统、Clearstream Banking Luxembourg建成直接联网,渣打银行也获金管局委任成为欧元结算行,其结算系统与CMU联动,这样,香港港币港元、美元及欧元结算系统的金融基建已基本完成。人民币结算系统初步建立了联网,除香港与广东联手推出了港元支票联合结算服务及香港与深圳即时支付结算系统联网外,2004年4月28日,香港金融管理局与与中央国债登记结算公司签署了债券结算联网协议,建立起香港与内地债券市场中央托管机构的连接渠道,此外,香港还建立了与美元、欧元系统的连接。未来当日元的有关基建也完成以后,香港即拥有区内最完善的有关外汇、债务工具及其他证券的结算系统,对于吸引区内资金,提升香港的区域债券中心地位具有深远影响。到时,如果可经营外汇业务的金融机构能在香港持有和结算港元或他种币种债券,无疑将进一步加强香港的中介地位,更为香港债券拓展内地业务打下基础。

外部因素看,人民币汇率制度改革为香港债券市场规模的扩大、流动性的提高创造了机遇。近些年,国内外外汇储备增长较快,原有机制汇率制度下,人民银行积累了全部外汇,随着结售汇制度的改革,商业银行也承担起部分职责,届时,允许中国内地的外汇资金投资外币债券,对于进一步完善人民币汇率形成机制具有积极的作用。国内目前还未出现供外资机构发行外币债券的场所,这主要是受到流动性和规模这两大因素的制约;如果香港能够拓展美元等币种债券在港的发行,将会吸引并能够满足来自内地的此类投资需求。

股市回暖提升转债期权价值

权证给转债市场注入新动力

本报记者 黄宪奇 北京报道

开年以来,受股市上扬带动,转债市场展开了一波反弹行情。业内认为,股市回暖有助于提升转债的期权价值。近期,已有多家上市公司准备在股改方案中引入权证对价补偿方式,由于权证加上正股的组合被认为是获得超额收益的机会;因此近期具备权证概念的可转债倍受市场青睐。

元旦开盘以来,股市便掀起了一波强劲的上扬行情,从1月4日以来的7个交易日里,上证综指累计涨幅已达5.40%;而同期天相转债指数的累计涨幅也达到4.02%。伴随着股市的这波上涨,转债市场表现出良好的联动效应。转债个股的表现也可圈可点。在开年以来的7个交易日里,24只可流通转债的平均涨幅为3.62%;而包钢、歌华两只转债的涨幅更是超过了10%,云化转债的涨幅也在8.27%左右;另外,邯钢转债和雅戈转债等多只转债的涨幅都在5%左右。经过此番上涨,目前转债市场的平均转股溢价率已经降至19.77%左右,平均的债性溢价率上升到11.01%左右。

业内认为,近期股票市场的反弹使得转债市场的股性再次活跃,转债的期权价值明显得到提升。根据年前有关机构对各转债标的股票的盈利预测以及估值预测对未来转债价格进行了预估,发现万科、歌华、国电等几只转债未来可能在股票价格推动下具有较大上涨空间,另外山鹰、云化、桂冠等转债,其价格在股性推动下也具有一定上涨预期。而近期这些转债的领涨已经充分反映了股市上涨的预期。

2005年的债券市场,无论对于主管部门来说,还是对于投资者和筹资者而言,都是一个“丰收年”。主管部门不仅推出了近期交易、短期融资券和资产支持证券等创新举措,而且,债券市场走出了前所未有的“牛市”行情。

债券发行量快速增长

2005年,债券市场记账式人民币债券发行总量为332期、41782.33亿元(面值),分别比上年增长78.49%和53.07%。以央行票据和短期融资券为主的短期债券发行量增长显著。从发行期限来看,3年期以下的债券发行量占81.69%,其中,1年期以下(含)占67.77%,1—3年期占13.92%。从债券品种来看,发行面额增幅最大的依次是企业债(100.47%)、央行票据(61.19%)、政策性金融债(39.18%)和商业银行债(38.39%)。2005年债券发行总量(面额)依次为央行票据(65.73%)、政策性金融债(14.48%)、国债(12.07%)和短期融资券(3.39%)。与去年相比,央行票据和短期融资券发行量的市场占比分别增加3.31和3.39个百分点,国债、政策性金融债则分别降低5.55和1.45个百分点。

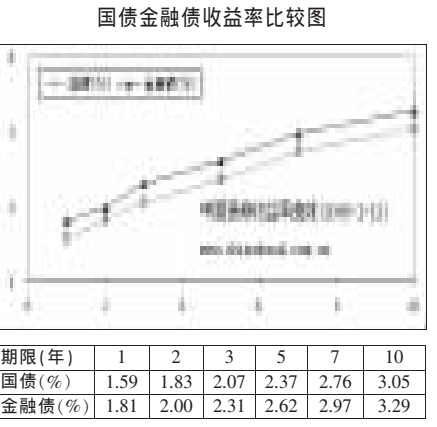
债券存量大幅增长

截至2005年末,我国债券市场债券余额为7.26亿元,比上年增长40.61%。从债券品种来看,商业银行债、央行票据和企业债的增长较快,涨幅分别是206.86%、93.27%和46.17%。2005年末,国债、央行票据和政策性金融债的市场比重分别为37.30%、31.17%和24.38%。与去年末相比,央行票据、短期融资券和商业银行债的市场余额占比分别增加8.49、1.9个和1.33个百分点,国债和政策性金融债分别减少9.53和2.21个百分点。

从债券持有结构来看,保险、基金和四大国有银行的债券持有量增长较快,增幅分别为78.78%、71.18%和58.52%,非金融机构、信用社和中国证券登记结算公司的债券持有量减少较快,降幅依次为60.33%、5.88%和11.01%。2005年末,机构债券持有量依次为四大国有银行(51.55%)、股份制银行(12.72%)、保险公司(6.61%)、城市商业银行(5.77%)、中国证券登记结算公司(5.34%)和基金(4.21%)。与2004年末相比,四大国有银行的债券持有的市场比重增加7.52个百分点,中国证券登记结算公司和信用社的持有比重分别降低了3.11和1.26个百分点。

交易所债市的边缘化特征明显

在债券的流通方面,2005年我国债券市场交易结算笔数有所减少,交易结算面额则明显放大。全年交易人民币债券交易结算总量为



中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)

债券

另外,在前期的调整中,许多转债的价格都出现了严重超跌,转债的债性特征十分明显。而最近一段时间,在极度宽裕资金的追逐下,债券市场的收益率已经出现了严重的透支;一些债性特征明显的转债的收益率优势得以显现,机构也明显加强了对这些转债的吸筹行动,根据申银万国证券研究所的统计发现,近期转债市场的集中度明显提高。

在過去的一年里,转债市场的表现并不尽人意。在股市低迷以及股改环境的双重作用下,转债市场期权价值正逐渐减小。一些股性较强的转债纷纷转股,截止目前市场存量仅占发行总量的66%。在当前较低的期权价值环境下,投资者对未来转债期权价值的回升自然也就充满期待。渤海证券的何翔认为,随着股权分置改革的完成,影响估值的股权风险溢价会有下降的趋势,股市的估值水平也将逐渐回升。根据测算,如果06年沪深股市场能够上涨至1350点,就有可能将转债平均价格提升10元,至116元左右,转股溢价率也将降至13%左右,纯债溢价率会升至17%。从而会使得转债市场可能由一个债性强、股性弱的偏债型市场过渡到一个债性与股性适中的平衡型市场。

不过令业界不安的是,从金牛能源完成股改以来,转债持有人不享有股改对价补偿几乎成为转债上市公司的一致行动。业内普遍认为,如果转债持有人的利益仍得不到很好的保护的话,转债市场的持续低迷将很难避免;强股性、弱股性的格局在短时间内难以根本改变。这也是为什么在本轮上涨行情中,转债市场整体涨幅

年初以来转债市场涨幅榜前10名

名称	收益率(%)	收盘	涨跌幅(%)
包钢转债	-1.5818	125.11	10.8305
歌华转债	-4.7224	137.5	10.5455
云化转债	-34.395	139	8.2734
雅戈转债	-26.4116	113.6	5.7218
招行转债	-1.6918	124	5.6452
万科转债 2	-4.0776	130	5.1615
海化转债	1.7976	106.99	4.879
复星转债	0.8504	109.71	4.1108
厦钢转债	2.4781	105.64	3.5593

资料来源:天相投资顾问有限公司

中央国债登记结算公司信息部 卢遵华

330.25万笔、25.50万亿元,分别比去年降低32.27%和增长43%。其中,银行间债券市场债券成交量为10.66万笔、22.85万亿元,分别比去年增长18.69%和78.69%;交易所市场债券成交量为318.99万笔、2.66万亿元,分别比去年降低32.42%和47.32%。

在债券行情走高的同时,2005年交易所债券市场债券成交量却大幅减少。2005年上海证券交易所共成交293.67万笔、26345.75亿元,分别比去年减少32.18%和47.44%。2005年深圳证券交易所共成交25.97万笔、216.12亿元,分别比去年减少33.42%和26.51%。

央票成货币市场重要参考基准

在国外一般是以国债或联邦基金利率作为基准利率。但由于我国短期国债市场和资金拆借市场不发达,央行票据的发行利率和银行间债券市场的回购利率逐渐成为货币市场的主要参考利率。我国央行每周二、四进行公开市场操作,采用价格或数量招标的方式发行央行票据,涵盖了3个月、6个月、1年期等主要的货币市场品种。由于央行发行量大、流动性好,期限与回购存在互补性,央行票据逐渐成为重要的货币市场流动性管理品种,从而成为判断货币市场走势的重要参考利率。

短期融资券得到较好发展

截至2005年底,共有58家企业,在银行间债券市场发行企业短期融资券76只,总面额为1392.5亿元。由于短期融资券利率较高,1年期融资券的收益率比同期限的央行票据高出约140BP,而且企业短期融资券发行量偏少,因此,市场呈现出供不应求的局面。短期融资券为企业提供了又一直接融资的窗口,企业发行短期融资券手续相对简单,融资成本也比较低。同时,短期融资券也丰富了企业的投资品种,为货币富裕资金提供投资渠道。对商业银行来说,投资于短期融资券也可增加其资产的流动性。

企业债发行增加 流通场所扩大

2005年我国企业债券市场有了较大发展。全年发行企业债37只、654亿元(面值),分别比上年增长94.74%和100.47%。企业债券逐渐成为重要的金融市场投资工具,受到众多投资机构的追捧。从品种创新来看,企业债券市场陆续推出了浮动利率债、含选择权债、保底浮动债,期限20年至30年债和1年期以内的新型债券品种。

2005年12月13日,中国人民银行发布《公司债券进入银行间债券市场交易流通的有关事公告》,简化了公司债券交易流通审核程序,将公司债券交易流通审核从事前审批改为备案制,允许所有银行间债券市场投资者投资公司债券,要

落后于股票市场的原因。

去年11月份以来,转债市场的发展也出现了一些转机。首先是深万科在股改中引入权证补偿方式,接着华菱管线也准备在股改中引入权证概念。从已发行股改兑权证的6家上市公司的情況看,正股加上权证的组合给投资者带来了超额的收益。根据联合证券的测算,这6家上市公司的超额回报都在5.8%以上。业内普遍认为,处于促进转股的目的,含转债的上市公司具有较强的发行权证的冲动。

近期邯钢转债和包钢转债的表现明显走强,究其原因,应该是股改方案涉及权证有关,由于钢铁本身就已经超跌,加上权证的价值,股价自然有所表现。根据股本和转债规模测算,海通证券的研究员文洲认为,还有一些潜在权证发行公司存在套利机会。比如雅戈转债,由于即将到期,转股盘将会很多,公司目前的流通市值加上转股盘,是应该能够满足发行权证的条件的,因此建议重点关注。

名称	收益率(%)	收盘	涨跌幅(%)
包钢转债	-1.5818	125.11	10.8305
歌华转债	-4.7224	137.5	10.5455
云化转债	-34.395	139	8.2734
雅戈转债	-26.4116	113.6	5.7218
招行转债	-1.6918	124	5.6452
万科转债 2	-4.0776	130	5.1615
海化转债	1.7976	106.99	4.879
复星转债	0.8504	109.71	4.1108
厦钢转债	2.4781	105.64	3.5593

资料来源:天相投资顾问有限公司

数据来自:北方之星(α)债券分析系统

全国银行间债券市场债券交易结算行情

求发行人进行持续信息披露和跟踪信用评级,鼓励做市商和承销商对公司债券发行双边报价等,为企业债券市场的发展创造了良好条件。

银行债务主体增加 品种日益丰富

2005年我国商业银行共发行债券14只,1036亿元,发行面额比去年增长38.5%。发债主体除了中国银行、工商银行等国有大银行以外,还有5家股份制银行和1家城市银行,更意味着是,除了银行次级债以外,银行普通债也开始发行。银行发行金融债券有利于提高资产负债管理能力,缓解其短存长贷的问题,化解金融风险;有利于拓宽直接融资渠道,优化金融资产结构;有利于丰富市场信用层次,增加投资产品种类,完善债券市场投资功能,并进一步推动债券市场发展。

“熊猫债券”成功面世

2005年2月28日,人民银行、财政部、发改委和证监会联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。10月14日,国际金融公司、亚洲开发银行在全国银行间债券市场分别发行10年期人民币债券11.3亿元和10亿元。国际开发机构在我国银行间债券市场发行人民币债券,对我国金融市场的发展,减少外汇储备增长压力以及对外开放具有重要意义。