

# 资金面紧张 政策预期变化 地方融资平台隐忧 三股寒流来袭 债市盛夏过冬

□本报记者 张勤峰



Getty图片 合成/韩景丰

## 收益率剧烈调整

进入7月中旬,债市突然迎来疾风骤雨般的调整,无论是银行间现券还是交易所品种,无论是利率产品还是信用产品,其收益率纷纷出现大幅度、快速度的上行。截至上周五,大部分债券品种的收益率创出近两年的最高水平。

就利率产品而言,以银行间国债为例,截至7月22日,银行间固息国债除10年、15年品种之外,其余各期限中债收益率则刷新去年以来的最高纪录。其中,10年国债收益率在7月21日达到4.09%,距今年2月创下的前期高点4.12%仅有咫尺之遥,15年国债收益率则与2月份最高点持平。从上行幅度来看,与7月的低点相比,各期限国债平均上行约25基点。其中,1年国债上行近45基点。在期限分布方面,1-3年品种收益率平均上行约35基点,5-7年品种平均上行27基点,10年以上品种平均上行13基点。

信用产品的调整更加明显。银行间AA+级企业债走势显示,相比7月的低点,中债收益率曲线1年期上行76基点,3年期上行51基点,5-7年期则分别上行33基点、27基点和20基点。即便是信用评级最高的资质较好的AAA级企业债,1-10年各主要期限品种也平均上行了约35基点。目前,信用债各期限收益率基本已达到2010年以来最高位置。

总体来看,此轮债市下跌的剧烈程度堪比今年春节前后,收益率曲线整体呈现平坦化上行的态势,信用产品跌幅超过利率产品。

## 三因素施压债市

近期债市的猛烈调整出乎多数投资者的意料。综合各方观点,此轮收益率上行的主要推手可能有三:其一,资金面持续紧张;其二,经济增速趋缓,市场开始修正对政策面的乐观看法;其三,市场担忧地方融资平台债券信用风险。

其中,资金面应该是最主要的因素。一

一直在“牛皮”格局中纠结的债券市场终于选择了向下突破。7月中旬以来,各期限债券品种收益率出现一波较大幅度的调整,多数债券收益率已刷新年内高点。分析人士表示,钱荒的持久煎熬加上地方债信用风险隐现,成为压垮债市的最后一根“稻草”。

不过,有业内人士指出,在收益率经历如此剧烈修正之后,债券产品尤其是遭遇错杀的部分优质个券的投资价值凸显,现在或是逐步介入债市的较好时机。

个有力的证据是,本轮收益率曲线表现为平坦化上行——由于短债受资金面冲击往往更加明显,因此资金紧张时短债收益率上行幅度通常会高于中长债。今年初以来,政策紧缩与经济减速的局面造就了弱均衡的债市运行格局,收益率曲线整体呈现震荡态势。期间,几次阶段性的收益率波动主要由资金面引起,最近一次是6月因资金极端紧张令收益率大幅上行。到了7月,资金面的持续紧绷更让债市备受煎熬。市场人士表示,目前尽管资金价格绝对水平不如6月峰值,但部分期限资金利率平均水平已超过6月,资金成本长期高企对债市的杀伤力更为明显。部分机构被迫通过减杠杆方式来降低融资成本不断提高所带来的风险,从而加剧债市供求关系的恶化,成为调整的主要触发因素。

市场对融资平台信用风险的担忧也是债市恐慌性下跌的原因之一,这与债市信用产品调整幅度甚于利率产品、城投债产品跌幅大于普通信用债的现象一致。近期,云城投重组的消息加上部分媒体围绕地方融资平台债务的集中报道,引发了投资者对城投

债信用风险的担忧。尽管融资平台信用风险可能不会爆发,但城投债真正感受到了信任危机的冲击,投资者“脚踩投票”,引爆了城投债乃至信用产品的恐慌性下跌。

此外,通胀继续发酵,经济增速趋缓,也让投资者对债市后市转向悲观。从目前来看,7月CPI保持高位的可能性很大,而上半年数据显示经济“硬着陆”风险不大,预计未来一段时间货币政策仍会保持相当的紧缩力度,市场前期对政策面的乐观预期需要修正。

## 债市投资“危中有机”

尽管近期债市调整颇为惨烈,但“危中有机”的道理告诉投资者应辩证看待当前市场行情。部分人士表示,近期集中调整提升了债券的投资价值,此刻或许正是配置力量介入的最佳时机。实际上,城投债真正违约的可能性极小,随着相关解决方案的出台,市场情绪有望逐步恢复理性。信用债在此轮调整中跌幅较深,未来出现修复的可能性也较大。

国海证券分析师段吉华指出,当前对利空因素的集中过度反应可能是市场反转的

前兆。几乎所有的利空都已经释放出来,各品种收益率均出现大幅度抬升,但仔细分析后可以看出,这些利空在下半年都可能迅速化解。首先,这两年经济增长与物价上升主要靠刺激政策,在当前如此紧缩的政策下,物价回落必然是大概率事件,高通胀接近尾声;其次,通胀与经济增速预期的回落必然会带来货币政策紧缩的放缓,资金面紧张或已达极致;最后,对地方融资平台信用风险的担心主要是个案受市场情绪放大所致,风险实际爆发的可能性很小。所以,在绝望中保留一部分希望是非常必要的。

债市正在发生一些微妙的变化。上周,一级市场5年固息进出口债的中标利率虽达到4.6%,但投标倍数高达2.25倍,资金认购踊跃程度明显提升。此外,在二级市场上,中长期国债、中票、短融也开始出现买盘,上周后半段收益率上行幅度明显放缓,可以判断已有部分机构着手入市。段吉华表示,目前还难以确定这些变化是趋势性转折的到来,也无法确定当前的市场寒冬还将持续多长时间,但市场气氛转变非常值得关注。

经与当天的二级市场利率出现倒挂,因此投资者参与一级市场投标的兴趣不高。第三,从发行量看,11铁道CP03”计划募集200亿元,体量较大,而今年6月短融总共发行674.5亿元,11铁道CP03”一只债券的计划发行量就接近6月全部短融发行量的三分之一。在当前需求并不旺盛的情况下,大规模债券募集资金的难度增加。

从上述分析可以看出,11铁道CP03”流标是在当前资金面较为紧张的特殊时期出现的偶发现象,随着资金面缓解,市场需求恢复,此种现象必将消失,无需对此过于担忧。同时,此事对稳定市场利率具有一定的积极作用。目前,铁道债信用资质仅次于国债和央票,其利率对债券市场其他利率的参考性非常强。该债券的发行利率如果上行较多,可能带动其他利率普遍上行,因此铁道债发行利率稳定有助于维稳市场利率。

从历史情况来看,高信用等级甚至政府信用发行人选择招标发行债券而流标的情况多次出现,这充分体现出目前债券市场发行高度市场化的特征。

(作者单位:中国银行间市场交易商协会)

# 铁道债流标属特殊时期偶发现象 债市无需过于担忧

□陈珊

7月21日,铁道部招标发行11铁道CP03”,承销方式为余额包销,债券期限366天,计划发行200亿元,实际中标187.3亿元,中标利率5.18%,流标的13.7亿元由承销商包销。作为信用等级为超AAA的铁道部所发债券流标较为罕见。实际上,这仅仅是当前特定的市场环境中出现的偶发现象,是市场微观主体市场化行为的体现。随着市场环境逐步好转,这种现象将消失,无需过于担忧。

此次铁道债流标由多方面原因共同导致,既受到市场整体资金面和当前投资者心态的影响,也受到债券发行方式、发行条件的限制。

首先,近期资金面紧张是主要原因。自6月下旬以来,资金价格持续上涨,波动剧烈。自6月20日至今,隔夜质押式回购利率超过5%。7月21日11铁道CP03”发行当天,资金价格大

幅上涨,其中隔夜质押式回购利率上涨66.7BP,7天质押式回购利率上涨42.5BP。资金价格上涨带动债券一、二级市场利率普遍上行,尤其对短期债券影响较大。

利率全面上涨的背后是资金的紧张,债券发行难度增加,而近期市场投资者抛售债券以融入资金,进一步削弱了一级市场债券需求。不仅仅是11铁道CP03”流标,实际上,此前已经有三只政府信用债券出现流标甚至取消发行。

其次,近期债券市场对信用风险关注度提高,投资者信心不足,操作较为谨慎。近几个月以来,先后出现几起地方融资平台偿债问题,导致市场对地方政府债务问题的关注度骤然提升,进而提升了对债券信用风险的关注,债券信用溢价逐步攀升,一级市场债券需求非理性上升,加之资金面紧张,导致市场上出现抛售信用债(以城投债为主)的情况,因此近期投资者对信用债券的投资偏谨慎,市场需求较

少。企业债的发行情况正反映了这一趋势,自7月8日11厦门象屿债”发行以来,目前尚无新的企业债发行。尽管铁道部享受超AAA评级,具备政府信用特征,但是由于铁道部高额的负债以及市场对未来高铁运营的担忧,市场投资者对其信用资质有所担忧,铁道债溢价逐步上升。从铁道债二级市场的价格来看,其与同期限其他超AAA债券价差正在逐步缩小。

最后,11铁道CP03”的发行方式与发行条件本身存在一定流标风险。第一,该债券采用招标方式发行,招标方式虽然市场化程度较高,可能获得更低的发行利率,但也存在招募不满的风险。此前,以招标方式发行的国债和企业债都出现过流标的情况,因此流标是选择招标发行必须承担的风险。第二,利率区间不够合理,11铁道CP03”的招标区间为4.68%-5.18%,而当天二级市场1年期超AAA级中短期票据收益率为5.3613%,招标上限已

# “长虹CWB1”认股权证投资价值分析

□招商证券研发中心 罗业华

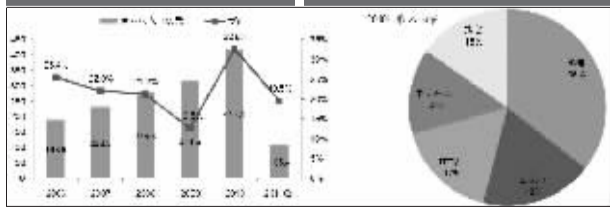
## 一、简介

四川长虹(股票代码:600839)于2009年7月31日发行了30亿元分离交易可转债,附送了57300万份“长虹CWB1”认股权证(交易代码:580027)。“长虹CWB1”认股权证的最后交易日为2011年8月11日(星期四),从2011年8月12日(含该日)开始“长虹CWB1”认股权证将停止交易。“长虹CWB1”认股权证的行权期为2011年8月12日至2011年8月18日之间的五个交易日,行权价格为2.79元/股,行权比例为1:1.87,即投资者每持有1份“长虹CWB1”认股权证,有权以2.79元/股的价格认购1.87股四川长虹A股股票。而当前(2011-7-19)四川长虹收盘价为3.53元/股,因此“长虹CWB1”认股权证是一个价内权证。

## 二、公司发展前景

四川长虹电器股份有限公司(四川长虹)是在国内市场处于领先地位的综合性家电企业集团,也是深交所上市公司美菱电器、华意压缩的控股股东。公司采用多元化战略,业务范围涵盖彩电、空调、冰箱、IT通讯、核心器件等多个方面。至2010年底,四川长虹总资产445.6亿元,净资产146.1亿元,在职员工58万人。公司当年实现收入417.1亿元,其中35.6%的收入来自彩电业务。根据奥维资讯统计数据,公司2010年在国内彩电市场占有率达到13.2%。

图1:2010年公司收入大幅提升 图2:彩电业务是公司收入的主要来源



资料来源:wind,招商证券研发中心

在确保平板电视整机市场占有率的同时,公司重点培育上游核心部件的设计生产能力。目前,公司已经停产CRT电视,通过技改项目将彩电业务的资源集中到平板电视。2010年,公司控股的四川长虹显示器件有限公司开始全面量产PDP屏。2011年,42寸以上高清、全高清等离子显示屏全面投产,综合良品率超过90%,与松下、三星等国际领先厂商实现同等的水平。2009年,公司与友达光电全资子公司景智光电合资,投资液晶电视模组项目,目前已经形成400万片的产能。与此同时,四川长虹通过控股华意压缩,涉足智能冰箱压缩机领域。2010年,华意压缩主营业务收入实现41亿元,较上年同期增长40.79%,市场占有率连续第九年居国内行业第一。按照四川长虹规划,至2013年,冰箱压缩机产销量将突破3000万台,成为全球第一大冰箱压缩机供应商。

未来公司有望受益于3D电视的兴起。如果将平板电视的显示屏由2D升级为3D,LCD需要增加较多成本,而PDP由于其本身技术特点,增加3D制式的成本相对于LCD则低很多。目前,四川长虹的PDP屏已经大部分采用3D制式,未来计划全部采用。随着3D电视的日渐兴起和公司PDP屏生产规模的逐步扩

大,四川长虹有望继续保持在3D电视市场的技术和成本竞争优势。

公司加快渠道拓展速度,增强市场影响力。2010年,公司着力在三四级市场建立长虹美菱专卖店,计划到2011年建成3000家专卖店,2013年建成10,000家专卖店。与此同时,公司的IT产品分销业务发展迅速,直属于子公司长虹佳华已成为IBM、联想、戴尔、苹果、惠普等国际知名产品及解决方案的中国总代理或唯一代理,2010年实现销售收入6.95亿元,增速达到51.9%,2011年预计销售收入将超过100亿元。

依托规模和价值的双向驱动,长虹赢利能力提升空间明显。公司在嵌入式软件、IC芯片等智能技术应用方面已有多年的积累,在三网融合的产业大背景下,长虹制订了清晰的“智能战略”;大力发展以智能电视为中心的智能家居,以智能手机等为主的智能移动终端,以满足消费者对人机对话、智能控制、自动操控等应用,积极参与由终端、运营服务、芯片和软件、内容、消费者共同构成的智能产业生态圈建设,做大市场,强化公司综合赢利能力。

成功行权有助于公司业绩提升。由于当前股价高于行权价,我们倾向于认为投资者在行权期会选择行权,届时公司至多可获得2990亿元的现金流入,有助于公司为提升公司经营广度和深度进行持续投入,长期而言亦将对公司的业绩表现产生正面影响。

## 三、“长虹CWB1”认股权证定价分析

权证是一种可以在规定日期以约定的价格交易一定数量标的证券的权合同。影响权证价值的因素有股票的现价、行权价格、存续期限、股票价格波动率、无风险利率、权证有效期内的红利利率等。其价值分为内在价值和期权价值两部分,内在价值是指正股现价与行权价的价差,一般只有价内权证才会有内在价值,这样权证持有人才会有动力去行权;期权价值是指权证到期之前给持有人带来收益的可能性,一般来说剩余的时间越长,正股波动率越大其期权价值越大,权证到期时期权价值归零。

目前“长虹CWB1”认股权证存续期已不足一个月,根据四川长虹当前的市场价格,以及历史波动率40%-55%左右,考虑到行权新增股份的稀释影响,我们通过Black-Scholes模型测算的权证价格波动区间为1.06-1.53元(参见表1),目前估值中枢在1.4元左右才比较合理。未来正股价格变动及到期期限对其价格影响非常大,投资者必须认真评估其风险,不可盲目追高。

Table with 7 columns: 35%, 40%, 45%, 50%, 55%, 60%, 65%. Rows show theoretical price sensitivity analysis for different volatility and time to maturity scenarios.

注:首行表示股票历史波动率,首列表示股票价格 资料来源:招商证券研发中心

—企业形象—

# 闽发证券有限责任公司 第二次破产财产分配方案执行公告

2010年7月12日,福州市中级人民法院裁定认可《闽发证券有限责任公司第二次破产财产分配方案》(下称“第二次分配方案”)。因第二次分配方案采取“一个方案,多次支付”的方式实施,截至2011年7月19日,管理人已完成本次方案的两次支付工作。其中,第一次支付于2010年7月23日实施完毕,破产债权的清偿比例为12.468%;第二次支付于2010年12月18日实施完毕,破产债权的清偿比例为1.95%。截至2011年6月29日,第二次分配方案已满足第三次支付条件。在完成核对债权人指定的银行账户等准备工作后,管理人目前已完成第二次分配方案的第三次支付。本次支付所用于分配的破产财产

共计150,173,513.29元,参与本次分配及提存的破产债权总额为12,314,396,097.15元,破产债权的清偿比例为1.22%。对于债权金额尚未确定的债权人,其受偿金额将继续提存。通过两次破产财产分配方案的实施,闽发证券有限责任公司破产债权的清偿率目前已合计达到53.548%。特此公告。 闽发证券有限责任公司破产管理人 二〇一一年七月二十五日

# 山东龙力生物科技股份有限公司首次公开发行股票 网上定价发行摇号中签结果公告

保荐人(主承销商):华英证券有限责任公司

根据《山东龙力生物科技股份有限公司首次公开发行股票发行公告》,本次发行的主承销商华英证券有限责任公司于2011年7月22日(T+2日)上午在深圳市红荔路上步工业区10栋2楼主持了山东龙力生物科技股份有限公司首次公开发行股票网上定价发行摇号中签结果公告。摇号仪式按照公开、公平、公正的原则在深圳市罗湖区公证处代表的监督下进行并公证。现将中签结果公告如下:

Table with 2 columns: 末“6”位数, 019353 519353; 末“7”位数, 5095743 0095743

凡参与网上定价发行申购山东龙力生物科技股份有限公司股票的投资者持有的申购配号尾数与上述号码相同的,则为中签号码。中签号码共有75,200个,每个中签号码只能认购500股山东龙力生物科技股份有限公司股票。

Table with 2 columns: 末尾位数, 中签号码. Rows show specific winning numbers for 3, 4, and 5 digit endings.

发行人:山东龙力生物科技股份有限公司 保荐人(主承销商):华英证券有限责任公司 2011年7月25日