

上有顶 下有底 转债区间震荡

□本报记者 葛春晖

周三,转债市场弱势震荡,个券全线收跌。分析人士认为,当前A股市场逐渐进入自我修复阶段,但投资者信心不足等因素导致市场短期内仍缺乏趋势性上涨动力。结合转债稀缺性等因素考虑,预计未来一段时间转债市场仍将延续区间弱势震荡格局,投资者宜轻仓观望为主,逢低适当介入、波段操作。

全线收绿 弹性仍弱

9月23日(周三),转债(含可交换债)市场在正股带动下全线下跌,存量个券悉数收绿,跌幅多小于正股。

昨日A股市场小幅回调。截至收盘,上证综指跌2.19%至3115点,深证成指跌1.04%至10132点;两市个股跌多涨少,6只存量转债所对应的正股悉数收跌。转债方面,格力转债、歌尔转债、航信转债、电气转债等4只传统可转债分别下跌2.99%、1.72%、1.46%、0.46%,2只可交换债14宝钢EB、15天集EB分别下跌0.67%、0.44%。

从盘面表现看,昨日除航信转债跌幅超过正股之外,其他5只个券跌幅均小于正股,延续了近段时期以来的转债市场“比正股抗跌,但涨不过正股”的弱弹性特征。

9月23日转债行情和价值分析								
名称	最新价(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值(元)	套利空间(%)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)
格力转债	132.01	-2.99	-3.89	97.51	-58.66	-4.29	79.97	35.39
歌尔转债	129.71	-1.72	-2.97	97.52	-41.64	-2.60	47.27	33.02
航信转债	127.10	-1.46	-0.87	94.05	-69.09	-2.27	119.11	35.15
14宝钢EB	122.66	-0.67	-3.46	98.50	-34.59	-7.52	39.28	24.54
电气转债	134.39	-0.46	-1.42	95.06	-23.51	-3.51	21.20	41.38
15天集EB	112.40	-0.44	-2.19	91.89	-51.31	-1.52	84.00	22.33

分析人士指出,目前转债个券整体估值依然偏高,与两市存量转债稀缺性依旧突出两项因素并存,是造成转债市场近期弹性减弱的主要原因。一方面,当前两市包括可交换债在内仅剩6只转债,而去年同期转债存量则达到26只。存量个券的稀缺,使得债券型基金等刚性投资者择券范围小、被动性强,进而在下跌过程中对转债价格形成支撑;另一方面,在刚性配置需求推动下,转债估值居高难下,而加上部分资金利于转债T+0的优势博弈短线反弹,导致经常出现转债溢价率在市场上下跌过程反扩大的情况,因此在A股真正反弹时,转债涨幅反而会落后于正股。

值得一提的是,随着转债弹性减弱,近段时间以来转债投资者的交易情绪也

明显下降。WIND数据显示,昨日4只传统转债合计成交为9.44万手或12.62亿元,而6月30日的可比数据为20.09万手或32.19亿元,成交量和成交金额均缩减过半。

信心待修复 轻仓做波段

从6月初开始,转债市场先后经历了从持续下跌到剧烈波动再到区间震荡的过程,9月以来以窄幅震荡为主。分析人士指出,后市来看,A股市场短期内难以重新趋势性走强,而转债市场区间震荡、弹性较差的格局有望延续。

从正股因素看,A股市场经过前期急挫以及多方维稳之后,系统性风险已经基本消除,目前正逐渐进入自我修复阶段,但投资者信心依然不足,做多情况仍有待慢慢恢复,因而短期

美元短期有反复 年底新高不是梦

□北京新工场投资顾问有限公司 张静静

美元升息时点如期推后,利空因素或已消化殆尽。尽管预计美联储首次加息时点将在今年12月,但在非美因素推动下美元指数有望提前回归上行通道,年底创新高不是梦。

美联储9月FOMC会议声明中有三点值得关注:第一、下调近三年核心通胀率预期;第二、提示中国及新兴市场风险及溢出效应;第三、下调2015年底联邦基金利率预期至0.375%。上述声明内容除给出加息时点推后的理由外,也表明加息的必然性以及美联储对待首次加息时点和加息路径的谨慎态度。

据研究,美国的生产者/消费者指标或于2020年后降至1.0以下,随之而来的是通胀水平的走高和潜在实

际GDP增速的回落。尽管美国的平均牺牲率很高,即:压低通胀所牺牲的GDP相对较高,但从人口结构转变后的需求和两次石油危机出现的背景以及随后的应对措施来看,提高利率压低通胀牺牲短期GDP比经济持续处于滞胀阶段更为有利。这是美联储势必要在近两年实施货币紧缩政策的根本原因。

从多重经济指标看,美国也已具备加息基础。就业市场:初请失业金人数四周均值触及15年低点,这比5.1%的失业率更有说服力;房地产市场:9月的全美住宅建筑商协会及富国银行住房市场指数为62,刷新2005年11月以来新高;居民部门:个人收支持续走高,储蓄占可支配收入稳定于5%附近;企业部门:投资总额同比持续稳定在危机前水

平,税后企业利润持续回升。这是今年某次议息会议可以作为美联储首次加息时点的前提。

上周的议息会议后,美联储主席耶伦暗示10月亦有加息可能,但12月或许才是美联储首次加息的更好时机。回顾2013年4月,美联储前主席伯南克先生的一句“有望年内削减QE”引起全球金融市场剧震。当下无论是美联储亦或非美经济体都希望避免类似的市场波动,因此一年多以来美联储不断释放或将加息的信号,并且避免在市场敏感期释放鹰派信号,市场也在慢慢适应美元流动性收紧的影响。即便如此,新兴经济体货币仍大幅贬值。

就在9月美联储不加息的决定公布后,市场的第一反应是欧洲央行可能要在10月推QE2,而此前日本央行于10月扩大

货币政策框架转型 需大力发展银行间债券市场

□姚余栋 杨婕

目前,我国正处于货币政策框架从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型的关键阶段,货币政策传导的主要渠道逐渐从信贷渠道向利率渠道转变。在以价格型调控为主的货币政策框架下,货币政策主要通过调节利率影响总需求,这就对利率体系的定价效率提出了更高的要求,而建立有效的基准利率体系、打造利率走廊以及确保基准利率体系的唯一都有赖于银行间市场主体地位的确立。

建立有效的基准利率体系需要具有良好市场深度的银行间市场。

建立有效的基准利率体系是提高利率体系定价效率、实现货币政策框架转型的必要条件之一。作为整个利率体系的核心,基准利率体系的有效运行既是实现直接对利率进行管制性调控逐步让位于间接调控的前提条件,也是反映货币政策意图和提高货币政策传导效率的重要途径。一般情况下,基准利率体系由众多批发性资金的利率构成,这就天然地决定了以债券市场为渠道的宏观调控应当面向机构投资者为主的银行间市场进行。从国际经验看,中央银行采用市场化手段进行宏观调控时,其交易对手往往是大型机构投资者。与个人投资者相比,机构投资者的单笔交易规模较大,对债券市场的深度要求较高,只有债券市场有足够的深度,批发性交易才不至于导致被交易债券的价格发生剧烈波动。与此同时,出于规避逆选择或市场价格波动等方面的考虑,机构投资者通常不希望其订单信息在市场中公开;而且,在以指令驱动为主的交易所市场上,机构投资者的限价指令往往面临其他小额订单的价格竞争,很难及时在意愿价格水平达成交易。因此,我国债券市场应当以银行间市场为主,这是由机构投资者的内在需求决定的,也是我国货币政策框架转型的必然要求。

打造利率走廊需要中央银行和存款机构共同参与的银行间市场。
在以间接调控为特征的货币政策框

架下,利率走廊机制是中央银行实现货币政策意图的重要保证。与公开市场操作机制不同,利率走廊机制的适用范围更广,既适用于利率高度市场化的国家,也适用于利率市场化程度不太高的国家。近年来,利率走廊机制不仅在除美国之外的大多数发达国家和地区(例如英国、欧元区、新西兰、瑞士、澳大利亚等)取得了成功,在印度等新兴市场国家也得到了越来越多的应用。2008年金融危机后,以公开市场操作见长的美联储也提高了对利率走廊机制的重视程度,不仅通过重新对准备金存款付息在一定程度上建立了利率走廊,还面向不能享受准备金利息的金融机构推出固定利率全额供应隔夜逆回购协议工具,成功地避免了银行及非银行金融机构在此利率之下进行资金借贷,从而大大提高了其对短期利率的调节能力。截至目前,我国的利率管制已经大部分放开,借助利率走廊机制调控利率也已经成为各方的共识。

在存款准备金制度下,存款机构有调节准备金余缺的需求,利率走廊的本质就是存款银行与中央银行资金往来的成本。其中,利率走廊上限是中央银行作为最后贷款人为存款机构提供支持性贷款的利率,利率走廊的下限是中央银行作为“银行的银行”从存款机构吸收存款的利率。因此,利率走廊的建立需要一个有中央银行参与、供存款机构进行资金交易的场所。从我国的实际情况看,银行间市场自成立以来始终是存款机构调剂资金余缺的主要场所。一方面,中央银行通过在银行间市场开展公开市场业务,调节存款机构的流动性。1998年,人民银行建立了公开市场业务一级交易商制度,选择了一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象。此后,公开市场操作逐渐成为人民银行吞吐基础货币、开展货币政策日常操作的主要工具之一。另一方面,全国大部分存款机构都是银行间市场成员。截至2015年7月6日,进入银行间市场参与交易的存款机构超过1200家。相比之下,交易所市场没

有中央银行参与,其投资者主要是个人或企业,而非存款机构,不具备形成利率走廊的基础,因此利率走廊的建立只能依靠银行间市场。

确保基准利率体系的唯一性离不开银行间市场主体地位的确立。
长期以来,银行间市场利率并不等同于交易所市场利率。一方面,银行间市场利率与交易所市场利率之间的利差长期存在。另一方面,由于银行间市场的交易规模远大于交易所市场,而且公开市场操作并不在交易所市场进行,银行间市场利率的波动幅度明显小于交易所市场利率。以债券回购业务为例,2013年以来,银行间市场隔夜回购最高利率仅在2013年6月货币市场利率大幅波动期间9次超过10%,但交易所市场的隔夜回购最高利率曾5次突破30%,极端情况甚至达到57%。

如果有朝一日,存款机构得以进入交易所市场,并成为该市场的主要投资者,就会在相互分割的银行间市场和交易所市场上同时生成两套基准利率——中央银行进行公开市场操作形成的银行间市场基准利率和存款机构在交易所开展场内交易形成的超额备付金利率,即出现双重基准利率体系、两颗心脏。显然,一个健康的利率体系根本容不下两颗心脏。如果这种两套基准利率并存且差异较大的状况长期存在,将不可避免地破坏市场定价机制,导致整个利率体系系统混乱,在国际上也没有类似的先例。此外,两套基准利率之间的相互传导还会加剧利率体系的复杂性,进而增加货币政策决策难度,影响货币政策调控效果。因此,维持以银行间市场为主的债券市场格局,确保基准利率体系的唯一性,是利率体系能够有效定价的前提。

综合而言,分析机构普遍认为,未来一段时间A股市场料延续盘整格局,转债市场难有大作为,与此同时,基于稀缺性以及债底保护特征的考虑,转债市场下跌空间亦将有限,后市大概率将呈现上有顶、下有底的弱势震荡格局。在此判断下,建议投资者以轻仓观望为主,逢低适当介入、波段操作。

华创证券表示,整体预计转债价格在110元左右进入底部区间,130—140元进入顶部区间,一旦进入底部区间,建议逐步配置。

基于上述逻辑,容易得出两个结论:第一、美联储年内加息概率仍然很高,但并非在耶伦提及的10月,而是12月;第二、尽管如此,在10月欧、日两大央行增加流动性释放的预期支撑下,美元指数有望止跌企稳,这一迹象在最近几个交易日已经有所显现。结合基本面和现实需求,预计美元指数此轮涨势速率不及今年3月前,且在98附近或仍有反复,但年底创新高的可能性同样很高。

供求均衡 资金利率持稳 14天逆回购或登场

23日,银行间市场资金面依旧均衡偏紧,各期限回购利率波动不大。市场人士指出,资金面尚无大碍,市场流动性也相对稳定。此外,央行公开市场新添14天逆回购询量,直接面对跨季需求,若操作期限如期拉长,将有助于保持季末流动性平稳。

昨日银行间质押式回购市场上(存款类机构行情),各期限利率走势平稳,隔夜回购利率持稳在1.91%,7天利率则下行3bp至2.38%,已经跨季跨节的14天和21天回购利率稳中略降,更长期限的1个月和2个月回购利率分别下行8bp、10bp。

交易员表示,隔夜资金仍是需求关注的重点,交投活跃,但利率持稳,供求总体均衡偏紧。另外,机构倾向于借隔夜资金滚动,本身也说明市场对未来流动性不悲观。而7天以上资金供给好转,14天资金亦有融出。



美元逞强 人民币三连跌

在美元短线走强的背景下,23日人民币兑美元汇率中间价、即期汇率双双继续走软,为连续第三个交易日出现下跌,而香港离岸人民币汇率也出现了较明显下行,再度拉大了与境内即期汇价之间的价差。

据中国外汇交易中心公布,9月23日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价设在6.3773,较前一日下调52基点。由此,该中间价自本周以来已连续三个交易日下调。即期市场交易方面,23日人民币兑美元即期汇价收于6.3839元,较前一交易日跌79基点或0.12%,同样连续三日走软。

离岸汇价方面,23日香港市场上人民币兑美元CNH汇价整体也出现较明显下行。截至北京时间9月23日18时,该即期汇价报6.4298,较周二收盘价下跌122个基点或0.19%,与境内银行间外汇市场即期汇价之间的价差拉大至459基点。

市场人士表示,美元连续上涨,令包括人民币在内的非美货币蒙受一定下行压力。同时,23日最新公布的财新中国9月制造业PMI初值创6年半新低,市场担忧中国经济增长进一步放缓,也对人民币汇率有不利影响。不过整体而言,目前人民币汇率仍未打破近阶段的盘整格局。(王辉)

增发农发债招标表现一般

农业发展银行23日对2015年第五期、第十二期和第二十期金融债进行了新一次增发,分别为10年、7年和5年期固息品种。发行结果显示,这三期债券中标收益率均接近二级市场估值水平,投标倍数一般,整体需求一般。

据市场人士透露,农发行本次增发的10年期债券中标收益率为3.8934%,投标倍数2.15倍;5年期债券中标收益率为

3.5731%,投标倍数2.79倍;7年期债券中标收益率为3.8515%,投标倍数2.68倍。22日,5年、7年和10年期固息农发债在二级市场的参考收益率分别在3.58%、3.865%和3.875%左右。

市场人士表示,随着季末渐近,资金面不确定性上升,市场机构倾向于多看少动,配置节奏或暂时放慢。本次农发行招标的三期金融债中标结果一般,即传递出一定的谨慎心态。(王辉)

大公将中信证券纳入观察名单

大公23日发布公告,将中信证券纳入信用评级观察名单。大公指出,关注到中信证券于8月30日发布公告,表示“公司有几名高级管理人员和员工被公安机关要求协助调查有关问题”;于9月15日发布公告,表示“公司总经理程博明、经纪业务发展与管理委员会运营管理部负责人于新利、信息技术中心汪锦岭等人因涉嫌内幕交易、泄露内幕信息被公安机关依法要求接受调查”。大公与中信证券就上述事项进行沟通,并了解其经营及到期债务

情况。中信证券回复称目前各项业务正常开展,流动性充沛,资产负债运营稳健,正在积极采取措施认真查找各项业务中存在的问题。

大公表示,鉴于上述事项对中信证券经营存在不确定性,为保护投资人利益,将中信证券纳入信用评级观察名单,并将继续关注上述事项的进展情况,并及时披露上述事项对中信证券经营和信用状况带来的影响。在今年3月及4月的两次跟踪评级中,大公维持对中信证券AAA的主体信用评级。(张勤峰)

大公调升扬中城投主体评级

大公日前发布了扬中市城市建设投资发展总公司主体与相关债项2015年度跟踪评级报告。

大公指出,2014年,扬中市经济实现较快发展,财政收入持续增长,随着公司承担扬中市基础设施建设工程和土地收储规模的扩大,以及扬中市城市化的推进,公司作为扬中市重要的基础设施投资和运营主体,在扬中市社会经济发展和城市化进程中仍具有重要地位,并继续得到扬中市政府在土地出让和财政补贴等方面有力支持。基础设施工程项目建设业务仍为公司主

营业务收入的重要来源。随着基础设施建设规模的扩大,公司负债规模增长较快,有息债务规模较大,资产负债率有所提升。公司以其合法拥有的对扬中市人民政府的应收账款为“10扬中城投债”提供的质押担保仍具有一定的增信作用。预计未来1—2年,公司得到扬中市政府的支持力度将不会减弱。

综合分析,大公维持公司“10扬中城投债”信用等级为AA,将主体信用等级由AA—调整为AA,评级展望维持稳定。(张勤峰)