

4月汇丰PMI跌至一年新低 稳增长政策亟须加码

汇丰昨日公布的数据显示,4月汇丰中国制造业PMI终值跌至一年新低48.9,这是该指数连续第二个月低于荣枯线。分析人士指出,国内制造业仍在萎缩区间,经济下行压力仍存,稳增长政策亟须加码。

从分项指数来看,新出口订单有所改善,较上月上涨0.5个百分点至50.3,但整体新订单继续回落至一年新低48.7,显示内需疲弱加剧;以新订单减产成品库存衡量的增长动力指标也创下一年新低,投入和产出价格指数持续回落。汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌表示,内需疲弱,经济下行压力未缓解。

中信证券首席经济学家诸建芳也指出,数据反映经济增长依旧低迷,且目前库存仍处高位,企业补库存需求意愿低,抑制内生经济增长动能的提升。

此前,国家统计局、中国物流与采购联合会共同发布的4月PMI为50.1,与3月份持平,连续两月高于50的临界点。民生证券研究院执行院长管清友分析,近期生产指数和原材料库存指数出现回升,用电量小幅增长,部分原材料价格止跌回升,经济运行已释放出企稳的积极信号,加之中共中央政治局上周四召开会议分析当前经济形势,提出要高度重视应对经济下行压力,加大定向调控力度。

管清友指出,稳增长政策亟须加码,重大基础设施项目投资、货币政策、扩大消费、房地产健康发展、京津冀协调发展等成为二季度稳增长的措施,降息、再贷款料成下一步宏观调控的重要工具。(程丹)

转融通标的证券范围 扩容至893只

为满足转融通业务发展需要,中国证券金融股份有限公司决定自5月6日起将转融通标的证券范围由625只股票扩大为893只股票,本次转融通标的扩容距上次调整不到一年时间。

据悉,此次转融通标的证券范围扩大后,标的股票数量将达893只,与现有融资融券标的证券范围基本一致。(程丹)

杨剑波状告证监会案 二审败诉

昨日上午,北京市高级人民法院宣判杨剑波状告证监会案二审败诉,驳回杨剑波提出的撤销北京一中院行政判决书、撤销证监会所做出的行政处罚决定书等相关处罚决定的请求,维持北京市一中院的判决,维持证监会对杨剑波的行政处罚决定及市场禁入决定。杨剑波的代理律师——中兆律师事务所合伙人李江表示,二审败诉后,将到最高人民法院申请再审。(曾福斌)

上海楼市有望迎来红五月

证券时报记者 姜云起

今年“五一”,上海的楼市终于火了。

受近来不断推出的刺激政策影响,上海楼市在刚刚过去的“五一”期间摆脱了今年以来逢节日就萎靡的“节日综合症”,新房、二手房市场的成交水平均明显上升。

上海中原地产研究咨询部的数据显示,“五一”小长假的三天恰逢房展会,上海新建商品住宅成交面积积达7.2万平方米,同比涨幅高达176.9%。同时记者了解到,“五一”期间,一些刚需项目选择推出假期特别优惠,粗算下来使房价打了九六折,吸引了不少拥有购房意向的消费者,进一步加快了去化速度。

而在二手房市场上,尽管假期不少消费者选择出游,使得房地产中介的到店量有所下滑,但二手房的成交量反倒有所增长。据中原地产介绍,“五一”期间上海各门店的到客量较节前平均下滑20%-30%,但全市的二手房成交量较去年同期增加11.4%,达2171套。

不仅如此,记者从几家房产中介获悉,在楼市回暖的背景下,不少业主甚至连续上调了所挂二手房的价格。例如,上海一套位于浦东地铁沿线的住房,4月下旬最初挂牌490万,至月底上调10万,而“五一”期间再调至510万。附近另一套复式住房则在短短一周内连续调价3次,价格上浮60万元。

据统计,4月上海新建商品住宅成交均价29422元/平方米,环比上涨5.4%,创出今年以来新高。新建商品住宅成交面积124.2万平方米,环比增加59.2%,同比增加超过一倍。尤其是最后两周,新房成交量

连续保持在30万平方米以上,市场热度堪比2013年。

在结构上,商品住宅成交也不再主要集中在刚需项目上。从成交前十的项目来看,刚需项目占到6席,其余则是中高端产品。房企的推盘结构中,刚需产品也只占四成左右,显示房企对中高端项目开始抱有更多信心。

上海中原地产研究咨询部经理卢文曦表示,“五一”期间上海楼市延续了4月的回暖势头,购买意愿得到强化,市场热情再上一个台阶,房企为去库存存在营销手段上也予以配合,这些都有助于释放购买力。

另外信贷政策上,预计5月会有更多银行落实贷款新政,同时货币政策或有进一步宽松的条件,因此上海楼市“红五月”的出现是大概率事件。”卢文曦说。

深圳楼市五一量价齐升

证券时报记者 蒙湘林

3·30新政“满月”之际,深圳楼市也走向了高潮。4月份深圳楼市火热的行情“燃烧”到了5月,以至于今年的“五一”楼市格外热闹,深圳本地连续推出的新盘均获得了“量价齐升”的效果。

据深圳市规土委公开数据显示,今年“五一”三天小长假,深圳一手住宅共备案成交293套,成交均价达到了26564元/平方米。而去年“五一”假期深圳一手住宅仅成交



CFP/供图

49套。换句话说,今年的“五一”假期,深圳一手住宅成交套数同比增加了500%。刚刚过去的4月份,楼市的表现也非常不错,4月深圳二手住宅成交10450套,为近两年首次“破万”,环比涨幅48.9%,同比大涨73.4%。

记者“五一”假期走访深圳多个一手楼盘了解到,深圳一手新房呈现出“一路涨一路卖”的火爆情况,部分楼盘一个月的价格涨幅超过30%。

事实上,除了深圳楼市,全国其他重点城市的房地产升温趋势明显。“五一”前夕,广州10区2市共有20个楼盘拿到预售证,为“五一”广州楼市新增4948套住宅房源。在南京,“五一”期间有4家楼盘开盘,和以往的冷清相比,各个售楼部的人要多了许多,个别楼盘在小长假首日便售出九成。佛山取消了限购政策,本地或外地市民在佛山买楼套数不受限制。借此东风,开发商推出多重促销吸引客户。“五一”期间,北京、上海的楼盘人气也急剧增加。

随着楼市新政陆续出台,房地产市场的成交量复苏非常明显。购房者对购房行为的决策除了居住需求外,最主要的是对房价的预期。日前,降准降息传闻继续发酵,不少业内人士和机构都认为二季度货币持续放松的概率很大,这种情况下,购房者入市的积极性的确在提高。

不过,中原地产研究总监张大伟认为,全国以一二线城市与三四线城市划分的房地产市场已经出现了两种完全不同的走势,一线城市在本轮市场复苏中成为领头羊。

降息脚步真的临近了吗?

证券时报记者 孙璐璐

五一节假日的最后一天,财经记者和券商分析师们过得很忐忑。4月30日中央政治局会议召开后,有关央行近几天要降息的传闻就铺天盖地,加之央行一贯的休息日“放大招”的作风,让不少人揣测不安。

降息传闻拆解分析,包含着两层信息,一是会降息,二是时点就是近期,甚至近一两周之内。业界都认为目前有降息的必要。

从刚公布的4月PMI数据看,虽然较今年前几个月略有改善,经济阶段性底部或已出现,但仍创历年同期最低,说明稳增长依旧十分重要,要加快利好政策释放的速度。预计二季度将有一系列稳增长的政策措施出台,其中,货币政策肯定不会缺席。

更为重要的是,当前实体经济融资成本居高不下,降息确实是一个直接而有效的手段,因为降息实际上是影响银行贷款的

利率,而银行贷款占社会融资规模的比例接近2/3,降息对于实体经济融资成本的传导效果更快更明显。

虽然自去年11月以来,央行已经两次降息、两次降准,有效降低货币市场利率至3年低点,但长端的海债利率、信贷利率依然高企难下。国通证券首席宏观分析师姜超就认为,近半年来人民币贷款加权平均利率并未显著下行,仍维持在7%左右高位,而目前名义GDP增速也才

5.8%,意味着整个社会的平均回报率低于资金成本,经济难以承受如此高的利率。利率不降,经济增速下行难止。

因此,诸如降息、降准等常规货币政策的操作空间肯定还存在。只是其蕴含了太多宽松的信号,而央行又一再强调货币政策要稳健、适度,频繁使用的可能性并不高。

预测政策的方向可能比较容易,但猜测政策出台的具体时点则难度较大。根据近期和前期多数机

构的普遍预测,下一次降息或在6月底前出现。近期召开的中央政治局会议要求,“稳健的货币政策要把握好度,注重疏通货币政策向实体经济的传导渠道”,预计为公共部门投资供血、助力地方债置换而祭出的结构性货币政策才是近期更值得期待的观点。中国央行对于“定向爆破”似乎情有独钟,近日有媒体报道称,央行有计划通过国开行等政策性银行,以类似定向再贷款的方式注入一定的流动性,解决地方债的置换问题。

国投瑞银瑞利基金上市定价分析

——海通证券金融产品研究中心

1.国投瑞银瑞利基本情况介绍

国投瑞银瑞利(161222)是目前市场上首批公募定增基金产品。该基金优势在于:

(1)基金封闭期18个月,在封闭期内不开放申购、赎回业务,但投资人可在本基金上市交易后通过深圳证券交易所转让基金份额,因此确保了基金的流动性。

(2)该基金投资起点为1000元,使投资者能以较低门槛享受定增投资收益。

2.简单定价

2.1 不考虑未来项目预期下的简单定价

无套利定价是封闭式基金上市定价的核心逻辑,即对基金价格不应该给市场有无风险的套利机会。

封基折价的核心逻辑在于当前净值的不可得性。上市开放基金折价小的原因在于其单位净值即为投资者可兑现价格,而不可赎回的封闭式基金则不然,只能在到期日才可赎回,因此投资者需要有折价保护。

无套利定价的核心在于构建一个投资组合,能规避波动风险。在存在做空工具的背景之下,投资者完全可以通过做空组合标的券的方式,对冲基金净值风险。如果封基二级市场折价过大,则可以通过二级市场买入封基,同时做空一定数量股票的方式,获取无风险利润。鉴于此,做空组合的成本,即构成封基二级市场的价格下限。具体定价公式如下:

$P >= NAV * (1 - C) / (1 + r) * t$

其中:

P:封基二级市场价格;

NAV:基金当前单位净值;

C:基金赎回费率;

r:总资金成本,包括做空成本、交易费用和交易冲击成本;

t:上市日距离基金到期转型日的时间。

式中的4个变量要不是已知量,要不是可以估算的变量,将其代入方程,即可得到上市首日的理论价格下限。低于该价格,投资者即可以通过买入份额,并卖空成分股的方式,获取无风险利润。

2.2 考虑未来项目预期下的简单定价

实际定价比理论定价要略复杂一点,主要体现在以下两个方面:

(1) 定增估值采用利润分摊的方式,并未完全体现折价收益;

(2) 未来基金还会参与其他定增计划,价格会反映定增收益的预期。

3.参数估计

3.1 当前待摊销收益

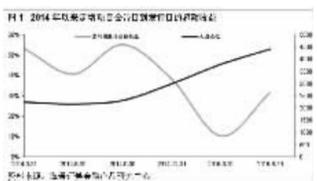
目前基金参与了5个定增项目。我们可以根据当前到每个项目解禁的剩余天数占整个定增时间的比例,计算其待摊销收益,再按照每个项目占基金净值比例,测算整体待分配收益。

根据上述逻辑,目前基金已参与项目的待摊销收益为3.75%,平均剩余天数为350天。

3.2 未来定增项目收益预期

这块收益是最难估计的,既取决于每个项目的收益预期,也取决于基金公司参与定增的仓位比例。

√ 未来定增项目收益预期



定增项目的收益来自于两块:

(1) 发行价格相对于二级市场价格折价;

(2) 发行人为了使发行日定增成功,在定增公告日到定增发行日做多正股,超越市场平均水平的动力。

我们统计了2014年1月以来662个定增项目的这两块收益,发现折溢价率与大盘点位直接相关,即市场涨幅越大,发行折价越深,不能一概而论,而发行人做多意愿导致的超额收益则与市场没有明显的相关性。(见图1)

考虑就连人民日报都认为4000点才是本轮牛市的起点,因此我们选择今年以来市场定增计划的平均折价率,作为未来折价率的估计。发行前的超额收益,则用2014年以来的大样本来进行估计。由此可得,未来定增项目的平均折价率的期望值为35.15%,发行前超额收益的期望值为36.99%。

√ 定增项目仓位估计

截至最新公开信息,瑞利的权益资产仓位为47.94%,其中已有定增项目估算仓位为18.45%,其他股票仓位为29.49%,债券仓位为4.47%。

我们无法揣测未来基金经理的意图,尤其是在牛市背景之下,因此我们将采用敏感性分析的方法,将定增仓位

作为一个变量,考察不同假设下的二级市场折溢价水平。不过鉴于本基金权的比较基准为50%的权益收益+50%的固定收益,同时投资目标中有较强的绝对收益思想,因此我们认为基金经理也不会对基准偏离太多,测算中将以前定增仓位为下限,50%的定增仓位和25%的其他股票仓位为上限。

3.3 其他参数估计

其他参数包括卖空资金成本、交易费用和交易时的流动性冲击。

√ 卖空资金成本

目前卖空对冲有两种方式:1)融入成分券卖空;2)直接卖空股指期货。前者对冲精度高,但是融券难度大,且无法精确知晓基金持仓,同时融券资金成本较高,后者贵在成本较低,但如果持券中小票居多的话,其对冲精度一般,不过中证500期货的出台让这个问题缓解不少。

实际当中的对冲必然是两种方法的组合。前者目前成本为6个月贷款利率+3%,约为8.35%/年,后者则为无风险利率,目前约在3.55%/年。取两者平均作为实际卖空资金成本,即5.95%/年。

√ 交易费用

交易费用占比较小,在此设为0.10%笔。

√ 流动性冲击

流动性冲击需要有利差保护,关于这块并没有明确的估计方法。由于定增具有大宗交易的部分特性,与债券交易具有相似的地方,因此我们选择高等级债券相对于利率债的利差,作为流动性冲击所要求的利差保护。

从历史来看,流动性利差与利率的

相关性一般,且2010年以来的波动幅度较小,因此我们以该时段的均值作为流动性补偿的估计,为0.67%/年。

4.上市折溢价分析

瑞利封基将于2015年5月4日上市交易,距离其基金到期日/转型日(2016年8月5日)还有1.26年。如果不考虑未来收益预期的影响,按照最新净值(1.115元,2015年4月30日),基金份额上市后的价格计算如下:

1.115 * (1+3.75%) * (1-0.25%) / (1+5.95%+0.10%+0.67%) * 1.26 = 1.063元

折溢价为:1.063/1.115-1=-4.64%

但如果考虑未来定增收益的期望,在1.5%/年的管理费和0.25%/

表1 不同仓位假设下上市定价结果

未来定增项目仓位	30%	35%	40%	45%	50%
上市折价(无预期)	-1.24%	-1.20%	-1.34%	-1.34%	-1.37%
折溢价率(含预期)	11.43%	14.41%	17.39%	20.37%	23.35%
上市折价(综合)	1.15%	1.18%	1.26%	1.21%	1.21%
折溢价率(综合)	3.40%	4.89%	6.38%	7.87%	9.36%

资料来源:海通证券金融产品研究中心

瑞利简介

基金代码	161222
基金名称	国投瑞银瑞利灵活配置混合型证券投资基金
基金成立日	2015/2/5
上市日期	2015/5/4
基金到期日	2016/8/5
最新净值(元)	1.115元(2015/4/30)
已公告参与定增项目	金瑞矿业(600714.SH)、苏州东山精密(002384.SZ)、锋源科技(300369.SZ)、拓日新能(002218.SZ)、太阳纸业(002078.SZ)
已参与定增项目	泽源
业绩比较基准	沪深300指数收益率*50%+中债综合指数收益率*50%
运作模式	本基金封闭期为18个月,在封闭期内不开放申购、赎回业务,但投资人可在本基金上市交易后通过深圳证券交易所转让基金份额。封闭期结束后,本基金转换为上市开放式基金(LOF)。