

重结构抓局部 转债等待二次起航

□本报记者 张勤峰

26日,正股下跌带动可转债多数回调,转债指数止步于五连阳。市场人士指出,自去年12月以来,转债市场逐渐转入正股驱动模式。目前经济复苏基调未改,转债仍有博弈正股行情的价值,但经历前期中上涨后,股市正面临行政政策和企业盈利的考验,短期不确定性上升,转债暂时宜主抓结构性机会。

驱动模式切换 今年依托正股

受正股下跌拖累,26日转债市场未能延续升势。当日中证转债指数跌0.69%,止步于五连阳;市场上接近7成转债出现调整,美丰、石化、工行和国投四只债性较强的转债全价跌幅超过1%;少数逆势上涨的转债中,除同仁转债受益于正股强势外,多为债性较强的品种,如新钢、博汇和海运。偏股和偏债品种之间的分化,再度应验了市场由正股主导的逻辑。

去年底以来,转债市场逐步过渡到由正股驱动的模式。观察过去一年半上证指数与中证转债指数叠加图不难发现,2011年10月到2012年11月底,两者走势关联性不强,转债指数期间累计上涨5.2%,上证指数则下跌16.2%。这一阶段转债行情主要围绕基准债券市场展开,估值上依赖债底托举。而自2012年12月以来,转债指数与上证指数同步走强,此后运行步调基本一致,转债表现开始更多由正股行情所主导。截至3月26日,中证转债指数上涨12.3%,上证指数则上涨1.2%。

目前来看,过去一段时间的市场表现,几乎完美展现了经济复苏初期通过转债战略性布局股市反弹行情的价值。而随着债性估值的提升,目前转债尤其是偏股品种债底保护不足,未来行



情能否更上层楼,需更多依靠正股行情的推动。市场人士指出,虽然预期强弱有别,但是经济延续复苏已是市场共识,经济向上、政策维稳、资金偏松的格局短期内不会发生改变,风险资产估值提升不会轻易结束,转债仍有博弈正股行情的价值。

不确定性上升 主抓结构机会

不过,从正股市场的角度看,短期不确定性有所上升,转债市场经历前期中上涨后,尚欠缺启动新一轮系统行情的足够动力。

2月下旬开始,A股出现震荡调整的态势。这一方面是由于市场期盼的政策及改革红利迟迟未获兑现,而加强房地产调控的“国五条”及后续细则的相继落地,在一定程度上打压了市场对经济的乐观预期;另一方面,也隐含IPO重启预期、影子银行清理、欧债问题的影响。海通证券认为,二季度股市将大概率维持震荡,转债市场将主要体现为结构性机会。

海通证券分析师表示,2013年资源价格改革有加快推荐的趋势,可能为相关转债带来投资机会,主要体现在石化和电力转

债上。中国石化拥有国内约15%的天然气的产量,直接受益于天然气价格改革。此外,电力供不应求,给发电企业盈利改善提供较大空间,加上煤电联动机制加强,电价市场化改革有望继续推进,奠定了电力在本轮经济复苏中将较产能过剩行业明显受益。国投、川投和国电三只电力转债具有较好的防御性并兼具进攻性特质。

在触发转股价下修概率较底的背景下,转债市场的另外一结构性机会可能来自于潜在的触发赎回的品种。这一方面,美丰转债已为市场树立了示范效应。在去年底以来的上涨行情中,美丰转债正股四川美丰股价不断走高,美丰转债在跟涨过程中转股溢价率仍持续下行,目前已降至负值区域,并于3月12日触发赎回。尽管上市公司已公告将赎回未转股的转债,但依靠正股强势行情,美丰转债成交至今,仍十分活跃,26日盘中一度涨至184元,给转债投资者带来丰厚回报。海通证券分析师表示,尽管目前正股走差破坏了赎回这条选券的主线,但不排除后续仍有结构性机会,目前巨轮2、国投均接近触发赎回,可适当关注。

■ 机构观点链接

申银万国:转债基金发行带来增量资金

近期转债基金扎堆发行。中海可转债基金刚成立,发行规模略超10亿元,将给转债市场带来显著的增量资金。融通标普中国可转债基金是指数增强型基金,目前已完成募集,规模暂不知晓。指数基金转债仓位不低,建仓相对较快。该基金管理费较低,且市场上原没有转债指数基金,将有利于其吸引长期配置型资金。此外,民生加银转债优选基金本周开始募集,估计四月下旬成立,天治可转债增强基金预期也将在二季度完成发行。然而,尽管转债基金数量越来越多,但总量自2011年以来一直保持在百亿元级别。如今,一方面转债市场的扩容为转债基金规模的增长创造了更有利的条件,另一方面,我们也期待转债产品本身的创新为转债市场需求的有效增加添砖加瓦。

平安和石化转债2期共计560亿元,如果都在二季度完成发行,对转债市场的冲击可想而知。整体上建议投资者控制仓位,关注止盈,品种上相对偏好石化、国电和重工。

齐鲁证券:等待供给压力释放

预计平安一旦过会并顺利拿到批文之后可能会尽快发行。A股中期相对乐观,这是大盘转债顺利供给的必要条件。受平安转债的供给影响,民生转债难以超过10%转股溢价率,中行转债受修正预期大概率维持在103元左右,工行的转债转股溢价率短期将不会超过3%;石化转债短期预计转股溢价率将保持在5%之内,由于正股基本面向好,加之行业稀缺,我们继续看好。对于其他转债,无条款博弈可能的债性转债的到期收益率将难以下行;股性转债的转股溢价率收窄。

目前大多数转债防御性不够,转股溢价率一般。年初以来由于市场对信用债预期获利空间不大,使

得持有转债的机会成本较低,部分转债表现甚至超过正股,有透支之嫌。建议等待市场供给以及A股的变化。我们仍然看好A股的逻辑在于1-2月份数据大概率向好,但需要3月份数据验证。目前转债仓位仍然建议标配,等待供给压力释放后,建议超配转债。短期仍然看好基本面有支撑的转债:石化、电力、同仁,小转债继续看好巨轮、海直等。美丰建议卖出或转股。

华泰证券:短期机会来自正股上涨和转股溢价率提升

转债获利机会主要来源于三方面。首先是股市上升带来的转债系统性提升机会,包括正股上涨带动转债价格上升和对股市前景预期转好带来的转股溢价率提升;其次是回售套利或转股价下调等条款博弈机会;第三则是纯债性抬升机会。就当前而言,转股溢价率仍然处于较低位置,即使股市表现不理想,转股溢价率的提升也会使得转债下跌空间较小,同时目前股市点位也处于较低位置,第一类获利机会有一定可能;当前时点上市场上交易的22只可转债条款博弈机会较少,第二类机会仍需等待;目前22只转债中价格最低的也超过94元,到期收益率最高也不足4%,第三类机会还很有限。因此,我们判断短期内转债市场主要机会来自于正股上涨带动转债上涨和转股溢价率提升两方面。

投资策略方面,建议以继续持有为主,可逐步增加正股预期较好且估值较为合理的品种配置;个债选择方面,推荐正股预期较为稳定的南山、川投,大盘转债推荐“工行+石化”转债组合,建议暂缓配置中行。美丰转债已经满足赎回条件,提醒投资者尽早卖出或转股,以避免被以103元/张价格强制赎回。国投转债短期仍建议持有,待135元以上再择机抛售或转股。

央行周二开展320亿元正回购操作

季末资金供需两旺 回购利率稳中略升

□本报记者 葛春晖

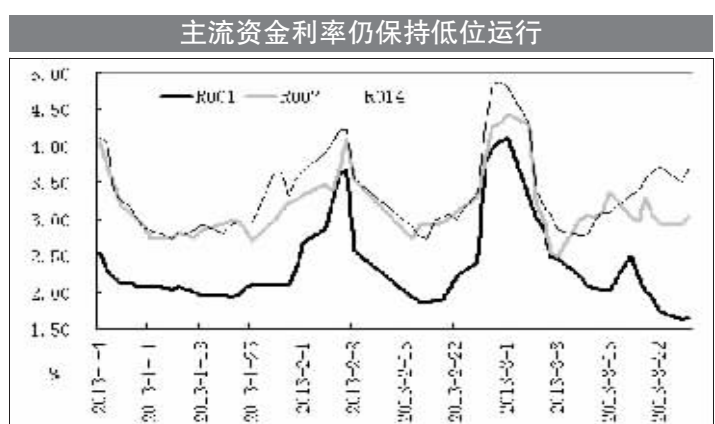
尽管受到央行继续正回购和季末因素的双重挤压,银行间市场资金面仍保持了宽松“本色”。本周二(3月26日)银行间质押式回购市场呈现供需两旺格局,各期限资金利率均有所反弹,但隔夜、7天等主流交易品种利率仍处于相对低位水平。

央行公告显示,央行昨日在公开市场开展了320亿元28天期正回购操作,中标利率持平于2.75%。由于周二有50亿元正回购到期,当日公开市场实际上实现了270亿元的资金净回笼。交易员表示,当前银行间市场流动性仍较为充裕,央行继续暂停逆回购、开展正回购符合预期,对资金面的负面影响不大。

除了央行回笼之外,跨季需

求是影响本周资金面的另一个重要因素。从资金利率走势看,周二7天、14天回购利率的上行显然受到了这一因素的扰动。数据显示,当日隔夜回购加权平均利率收于1.64%,仅较周一的年内最低水平微涨不到3BP;全天成交5693.9亿元,较周一放大370.3亿元。跨季末的7天回购加权利率上涨了12BP至3.04%,但仍低于今年以来的均值水平,而跨季末和清明小长假的14天品种则上行20BP至3.70%。不过,由于14天与7天品种利差明显,跨季需求主要涌向7天品种,最终该品种全天成交9315.3亿元,较周一增加164.4亿元。此外,其他期限回购利率均有不同程度上行,但成交多有萎缩,显示短期资金面宽松背景下,融入需求向短端集中。

分析人士指出,市场资金面



在央行回笼和季末扰动的因素下仍保持稳中偏松格局,或是缘于外汇占款持续增长带来了更多流动性增量。这一背景下,本周央行公开市场操作延续之前五周的净回笼格局的概率较大。但鉴于季末和清明小长假相继而至,

回笼力度会有所收敛,资金面也有望保持平稳。不过,跨季跨节之后,如果外汇占款增长趋势仍未有明显改变,预计管理层将适度加大公开市场回笼力度,从而使资金面回归到相对“紧平衡”的中性状态。

二季度货币政策仍处于中性期

□海通证券 姜超 倪玉娟

2013年2月19日,央行重启正回购。结合银行超储率仍高、热钱重新流入以及央票到期将投放货币等因素来看,目前流动性充裕大局局未变,因此重启正回购只是为了回笼过多的流动性。而且正回购招标利率保持稳定,进一步证明央行的态度仅是由偏松转为中性。那么,中性政策是否会持续呢?就这个问题,我们可以以史为鉴,从通胀和经济两个维度来寻找答案。

货币政策由中转紧的历史经验

从2005年至今,货币政策经历了两次收紧时期,一次是2005年11月到2008年6月,另一次是2010年1月至2011年7月。这两次货币政策收紧有以下几个特点:首先,公开市场操作最先做出反应,其后才是法定存款准备金率或基准贷款利率。

其次,货币政策转向收紧时,通胀从底部持续上升,经济增速已经恢复到历史高位水平。第一次开始收紧时通胀虽然在2%左右,但

经济增速已达到12%的较高水平。第二次开始收紧是通胀略低于3%、经济增速也处于12%水平。

第三,这两轮货币政策收紧之前都有一个货币政策中性期,即货币政策由宽松转为中性的时期。

货币政策中性期的特点是:在宽松政策之后,央行维持公开市场操作利率于底部,并且保持稳定。第一次货币政策收紧前的货币政策中性期是2005年8月-10月,期间央行重启正回购,但公开市场利率(回购招标利率和央票发行利率)保持稳定,存贷款利率和法定存款准备金率也保持稳定。第二次货币政策收紧前的货币政策中性期为2009年7月-12月,期间公开市场操作利率、存贷款利率和法定存款准备金率均保持稳定。

何时收紧需看通胀和经济增长

目前货币政策中性,未来什么时候收紧,要看通胀和经济的走势。

前两次货币政策由中性转向收紧的拐点都是通胀回升、经济复苏水平至历史高位。我们判断货币

政策如果要收紧,那么前提条件可能是通胀呈现持续上升趋势,超过3%,或者通胀虽未超过3%,但上升趋势明显,并且此时经济增速已经恢复到历史较高的水平。

通胀方面,通胀波动下降,2季度通胀风险不大。货币是决定短期通胀的重要因素,其中M1领先CPI约半年,M2领先CPI约一年。上半年通胀压力应有限,因为去年未放货币,对今年上半年传统的传导力有限;目前央行着手回收1月以来过剩流动性,则助于稳定下半年通胀预期。2013年2月M1显著回落,意味着下半年通胀失控的风险下降。虽然2月通胀水平已经达到3.2%,但考虑到2月起超预期是因为春节因素,2月下旬以来食品价格已经快速回落,预计3月CPI同比涨幅不会超过2.5%,上半年有望保持在3%以内。

经济增长方面,经济波动下降,弱复苏将持续。2013年1-2月累计发电量同比增3.4%,2012年累计发电量同比增5.2%。工业增加值与发电量增速的同步性较高,发电量增速下滑反映经济弱复苏态势。预计未来数月工业生产平稳,3月工

业增速为10.3%。而前两月房地产销售大增、加上融资总量的上升,意味着服务业增速仍在上升,对应一季度GDP增速应略有回升。我们预测一季度GDP增速为8.1%,二季度将继续回暖,幅度会较小,预计为8.3%,因此本轮经济复苏温和而不致过热。

从历史经验来看,公开市场操作利率是货币政策转向的指示器,它最早反映央行的意图。加之目前我国法定存款准备金率已经处于历史的高位,限制了上调的空间,因此观察公开市场操作利率成为判断央行货币政策走向的最重要指标。

根据以往经验,在通胀从底部回升、未达3%之前,央行公开市场操作利率已然上升,以传达央行货币政策收紧的意图。目前通胀水平虽已接近前两次政策收紧时点的水平,但经济增速低于当时的水平。预计二季度通胀较大概率仍然在3%以下,三季度略升但大幅突破4%的概率不大,考虑到经济复苏仍然较弱,为了巩固经济复苏,预计央行在二季度将继续维持中性政策。

国开行福娃债增发招标平稳收场

消息称国开行将非公开发行200亿元私募债

国家开发银行3月26日第五次增发了2013年第一期至第五期金融债券,分别为1年、3年、5年、7年和10年期固定息品种,各期发行量均不超过60亿元。

发行结果显示,此次增发的五期“福娃债”中标收益率分别为3.2974%、3.7894%、3.9919%、4.2100%和4.3165%,都基本符合市场预期。相较而言,1年等短期限品种中标收益率略低。来自交易员的消息进一步显示,五期福娃债的认购倍数分别为1.82倍、2.06倍、1.74倍、1.41倍和1.63倍。而此前国开行“福娃债”第4次增发时,各期认购倍数大多降至2倍以下,中标利率较二级市场也有不同程度走低。

市场人士普遍认为,本次国开行福娃债增发招标情况基本符

合预期,在资金面仍有收紧预期的背景下,主流机构配置需求有所下降,但市场对于国开债的投资价值认可度仍较高。

此外,有最新市场消息称,近日国开行将再度非公开招标发行200亿元私募债券,当日有一线机构交易员证实了上述消息的真实性。该交易员表示,此次私募债的发行将不会公开披露募集资金主要用于对国开行进行资本金补充。

资料显示,国开行上次进行私募债发行是在2012年9月,当时国开行以5.18%的发行票面利率完成本年度第二期50年期私募金融债券发行,发行规模为211亿元,主要以定向方式面向大型保险公司等金融机构。(王辉)

2年期农发债中标利率符合预期

农业发展银行3月26日招标发行了2013年第五期金融债券。发行结果显示,本期基础招标总量150亿元、期限2年的固定金融债中标利率为3.58%,首场认购倍数则为1.48倍,追加发行量为23.2亿元。

此前,包括国信证券、国海证券等多家机构为本期农发债给出的中标利率预测区间在3.51%-3.59%,实际中标利率基本符合预期。而中债收益率曲线数据显示,当前银行间2年期固定利率政策性金融债的到期收益率为3.62%左右。

平安证券29日招标14亿元短融

平安证券有限责任公司26日公告,将于3月29日招标发行2013年度第一期短期融资券。本期短融券共发行面值14亿元人民币,期限90天,发行主承销商为中信银行股份有限公司。截至发行公告签署日期,发行人待偿还短期融资券余额为零。

本期短期融资券采取固定利率,票面利率通过招标系统

招标决定,单利按年计息,不计复利。经联合资信评估有限公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,评级展望为稳定,本期短融券的评级为A-1。时间安排方面,本期短融起息日和缴款日均为2013年4月1日,交易流通日为2013年4月2日,到期兑付日为2013年6月30日。(王辉)

华电集团今发40亿元超短融

中国华电集团公司26日公告,定于3月27日发行2013年度第三期超短期融资券。中国工商银行股份有限公司担任本次发行的联席主承销商及簿记管理人,联席主承销商为招商银行股份有限公司。

本期超短融发行金额40亿元,期限180天,固定利率,票面利率根据簿记建档中配售的方式确定。时间安排上,发行日2013年

3月27日,起息日、缴款日、债权登记日2013年3月28日,上市流通日2013年3月29日,付息日、兑付日2013年9月24日(如遇法定节假日则顺延至其后的第一个工作日)。本期超短融无担保。经大公国际资信评估有限公司综合评定,企业主体长期信用评级为AAA,展望为稳定。本次发行所募集的资金主要用于归还公司本部到期资金。(葛春晖)

■ 外汇市场日报

风险情绪回落 欧元继续承压

□中信银行资金资本市场部 胡明

26日亚欧交易早盘,市场走势相对平静,主要货币对基本上呈现出整理走势。市场情绪依然因塞浦路斯事件的影响而受压,交投交表现使得比较低迷。

欧元兑美元前日一度因塞浦路斯援助协议达成而走高至1.3050附近,但随后却急转直下,昨日亚欧早盘维持低位震荡。因欧元集团主席德塞尔布洛姆表示塞浦路斯救助方案将成为今后处理欧元区银行业危机的范例,其它国家将必须重组自己的银行业,市场的风险情绪快速回落,欧元汇价受到持续压制。

虽然德塞尔布洛姆随后完全推翻了她的表态,强调援助方案系于塞浦路斯的特殊性,并不能成为其他国家的模板,但他此前表态还是清楚的向市场阐述了一个未来可能的债务危机救助思路:今后如果还有欧洲银行经营出现困难,欧盟将不会先伸出援手,帮助银行的优先顺序应该是,先银行高管,再股东,接着债权人,最后无保险储户。也就是说,在上述各方都负担损失之后,该银行所在的国家或者欧盟的机构才会参与救助。

这意味着,欧元区对前期迅速切断“银行危机”与“政府债务危机”传染通道的做法予以了修正。现在政策倾向是,不把银行债务转移到政府身上,私人部门将更多的承担更多的损失。毫无疑问,这将会对其他欧元区国家较弱银行的债权人形成负面影响,特别是在财政

状况不佳国家的银行。边缘国家与核心国家的分裂将进一步体现,储户资金将流出边缘国家,流入核心国家。更糟糕的可能是,银行债券将遭到抛售,甚至ESM、EFSF等救助组都会遭到抛弃。所以,在目前的潜在风险放大的背景下,欧元的弱势仍将持续。

26日亚欧交易早盘,美元兑日元一度因好于预期的企业价格指数小幅贬值至93.90附近,但随后日本央行行长黑田东彦的宽松表态刺激美元兑日元升至94.30附近。黑田东彦再次强调了要不惜一切代价对抗通货紧缩、达到2%通胀目标的承诺。他表示,仅靠增加基础货币还不足以达到2%的通胀目标,下周政策会议将讨论详细的具体政策步骤,会考虑经济、价格等因素。他称,1月份的宽松决议不够充分,值得考虑结合资产购买及长期国债购买计划,取消日本央行设定的公债持有量占流通中现金额比例上限也是可选项。虽然黑田此番言论并未给市场指明具体交易方向,但显然宽松倾向非常明显。在目前的关键是4月初的政策是否能够超出市场预期,此前交投依然会谨慎。

总结而言,目前市场受限于欧洲债务危机再次凸显的不确定性,整体情绪较为低迷,预计风险货币,特别是欧元在短期内仍会受到较为明显的压制。不过,由于市场事件驱动型特征日益明显,市场未来的波动性可能进一步加大,交易可操作性将会降低。