

# “后院”火势渐息 转债机会临近

□本报记者 葛春晖

正股涨幅均超过5%的背景下悉数逆势下跌。

对于这段时期转债市场的异常表现,海通证券指出,作为转债市场坚强后盾的纯债市场“后院起火”,应该能够为此做出解释。该机构分析师表示,2009年以来,无论是资金面紧张、供给冲击、加息还是信用风险,三季度都成为了债市的魔咒,均表现为收益率大幅上升,而在此过程中,转债就成为了债券市场的“亲密垫背”;或者为了应付赎回压力充当流动性的模子,或者受投资者谨慎情绪影响而遭受冲击。数据显示,三季度以来,债券市场持续调整,熊态毕露,10年期国债收益率在上周二创下4.08%的近两年来新高,各类信用债收益率也同步走高。这一背景下,转债市场旧戏重演也就顺理成章。

值得庆幸的是,自从上周三以来,伴随资金面好转以及一级市场招标好于预期,债券市场已经出现企稳迹象,收益率亦出现小幅下移。8月27日,10年期国债收益率已经连续三个交易日位于4%下方水平。目前来看,尽管机构普遍对于利率市场化背景下的债券市场趋势性投资机会抱有怀疑,但在货币政策保持中性、央行维护短期资金面适度宽松的背景下,机构对于债券收益率上行空间有限、4.08%或是10年国债顶部也已形成一致预期。纯债预期的稳定,则为转债市场重新盯住股市提供了可能。

然而,自从进入三季度以来,沪深转债市场的表现却与上述逻辑相差甚远,整体呈现为与正股跟跌易、跟涨难的运行特征,多数个券涨幅远远落后正股、跌幅则显著超过正股。据WIND统计,从7月初至8月27日,上证综指累计上涨6.28%,中证转债指数仅微涨0.34%;两市18只可转债对应的正股平均涨幅达到8.62%,而转债平均仅上涨1.29%,其中,石化、深机、恒丰、中海等四只转债甚至在

## 显现投资机会

债市现企稳迹象时,债市对于转债的关联影响会逐步减弱,那么在选择未来转债的投资机会时,对于股市方面的判断就显得至关重要。在这一问题上,综合多家机构观点来看,尽管大家仍对美联储退出QE等因素可能会对三季度末市场带来一定冲击,但从中长期的角度来看,转债市场的投资机会已经显现。

国泰君安证券指出,汇丰中国8月PMI初值大超预期,经济复苏早期迹象初显,基本面将对市场形成支撑,虽然QE退出预期将在9月不断发酵,短期或不利于权益市场,但实际打击可能有限,反而恰好形成全年权益市场较好的集中增持时点。就转债市场而言,该机构表示,当前收益率超过3%个券共有5只,转债整体估值仍在6月末的低位水平,正股、估值、价格均处于低位的三重支撑下,年内转债机会值得坚定看好。

宏源证券亦表示,随着中报披露工作接近尾声,上半年公司业绩对转债负面影响的最坏期将翻过,在8月底中报公布结束后和9月中旬趋势明朗化前,进行一定仓位配置是以不变应万变之法。

就具体投资策略及券种选择而言,中信证券分析师表示,对于1年左右的中期配置型资金来说,银行转债具有良好的配置价值,为加仓首选。理由是:其一,成长股估值达到高位,风格转换将提升银行估值;其二,未来优先股推

出将提升银行股估值;其三,当前银行转债攻守兼备,如中行转债到期收益率高达3.63%、转股溢价率5.75%,下跌空间最多2%,高弹性和下修空间也使得民生转债在

其面值附近获得较强支撑。此外,民生转债亦为国泰君安证券的首推品种,而宏源证券则更看好石化转债的配置价值以及中鼎、东化转债的交易机会。

## 部分可比可转债行情与价值分析

证券简称	最新 收盘价(元)	7月以来 涨跌幅(%)	同期正股 涨跌幅(%)	到期 收益率(%)	纯债 价值(元)
川投转债	133.00	9.92	18.39	-4.44	95.187
中鼎转债	116.51	4.94	12.70	-2.68	97.634
同仁转债	134.28	3.40	7.10	-4.60	88.986
国电转债	110.33	2.33	1.32	1.07	94.413
燕京转债	105.74	1.87	6.66	-1.06	94.341
歌华转债	99.88	1.74	25.08	2.76	93.221
工行转债	111.75	1.61	-2.99	-1.03	94.009
民生转债	105.15	1.02	8.05	0.97	83.737
海运转债	105.75	0.68	10.46	-0.14	94.820
海直转债	112.73	0.66	10.27	0.05	86.692
博汇转债	105.57	0.26	3.34	2.80	104.701
泰尔转债	105.60	0.19	10.11	0.15	85.431

## 川投领衔 转债多数上涨

得益于股市上涨、债市企稳,27个交易日所转债多数实现收盘上涨,但整体涨幅比前一天有所收窄。

27日,中证转债指数上涨0.06%,涨幅低于前一天的0.59%。个券多数延续反弹态势,沪深市场18只正常交易的转债中有12只上涨,5只下跌,1只收平。川投转债以全价上涨1.16%夺魁,也是当日涨幅唯一超过1%的可转债,其正股川投能源上涨2.29%。偏股型的同仁转债、偏债型的深机转债和平衡型的国电转债涨幅在0.2%-

0.9%之间,分别列涨幅榜第二到第四位。昨日转债走势主要受正股牵引,正股收跌的燕京、中鼎、工行和石化等转债品种亦出现调整,其中跌幅最大的燕京转债全价下跌0.40%。

市场人士指出,随着经济增长预期改善,权益市场行情逐渐具备想象空间。与此同时,经历前期收益率持续上行,纯债市场在试水买盘介入下企稳,减少了转债市场的后顾之忧。总体来看,转债调整充分,埋伏价值在显现,但是仍需注意QE退出等可能造成的不利影响。(张勤峰)

# 经济面“多翻空”限制收益率下行

□中信银行 庞爱华

就在汇丰制造业PMI预览值从7月份的47.7一举跃升至8月份的50.1,迅速扭转了市场对经济增长的悲观预期。如果说在8月份之前,经济基本面还能作为债市收益率上调的“心理天花板”的话,那么进入8月份,这种“心理天花板”的性质已经彻底发生变化,基本面和资金成本一起,成为了债市收益率上调的推动力。

最近债券收益率上调,主要表现为一级发行利率不断创出新高,推动二级利率上行。8月21日发行的10年期国债中标利率4.08%,低于机构预期,鼓舞了市场信心,并带动类似期限的国债收益率报价从4.15%回落到3.95%

附近,说明投资者心里“有杆秤”,即目前的债券收益率水平,已经进入合理投资区间,并且继续上调的空间已经不大。至于目前能否进行大规模的配置,同业调研的答案依然是否定的,这其中除了资金成本高企、机构可投资头寸较少等原因外,对下半年经济基本面的忌惮是最重要原因。

以目前情况来看,下半年经济增长可能提速,欧盟经济先行指标也在改善。国内方面,地方城市建设、铁路投资的相关项目上马,带动用电量在7月份出现显著反弹;建材、交运设备、高端酒等价格企稳反弹,造船业最近订单也在增加,显露复苏迹象。另外,有消息称,下半年新一轮投资将启动,总体规模达万亿级。其中,重头戏是铁路投资。按照年初规划,今年铁路要完成6500亿元的投资,1-7月份仅完成规划的40%,后面的5个月内要完成投资4000亿元以上,其对经济发展的拉动作用毋庸置疑,对市场投资者的心理冲击不言而喻。近期已有部分机构上调下半年经济增长预期至7.6%-7.7%,意味着第二季度是全年经济增速的最低点。在这种大背景下,虽然债券收益率已进入投资者所认为的合理投资区间,但期望其出现持续下行是不现实的,市场投资者需等待来自经济基本面的利空压力逐渐释放。

近期,美元指数表现可谓乏善可陈,即使是在美联储7月货币政策会议纪要表现出明显“鹰派”的状况下,其走势也未能摆脱疲弱的态势。似乎投资者对于美联储退出宽松政策已经“不感冒”,市场进入到新的交易逻辑。但是,美国股票市场的连续下行、各期限债券收益率的飙升以及新兴经济体股票市场的连续大跌、汇率大幅贬值却告诉我们,投资者日益感受到美联储退出宽松政策的压力,流动性紧缩预期导致相对风险”资产遭到了抛售。

那么是什么因素导致了外汇市场的“异常表现”?关于美联储缩减债券购买规模的预期已经反映在前期的美元指数表现之中是首先能够想到的一个解释。虽然美联储退出宽松政策总体对美元有利,但是如何退出才是市场这一阶段关注的根本。如果退出步骤和规模在市场预期之中,那么退出对美元的支撑力度将会削减。而近期美国经济数据的摇摆不定可能加深了市场对于美联储退出过程谨慎的预期,虽然可见的退出时间比市场预期的早一些。

显然,“价格已经反映预期”是对现有局面的一种市场行为推测,而从基本面来看,美元目前最大的上行阻力来自于欧洲经济的复苏态势。随着央行长期宽松政策的正面效果持续发酵,欧洲信贷紧缩的局面逐步改善,经济信心指标也不断攀高。虽然还不能确认信心改善到经济增长的正循环过程能否真正形成,持续时间有多长,但是此

阶段,相较于美国经济的好坏参半,总体持续超出市场改善预期的欧洲经济表现还是促使“先知先觉”的投资者开始布局欧洲“相对便宜”的资产。从近期欧洲股票市场的表现就能窥探出资金流向欧洲的迹象,在亚洲股市大跌、美国股市回调的大背景下,欧洲主要股指却上涨超过10%。

不过,这种资金流入欧洲的局面也是受到了欧洲债务危机逐渐淡出投资者视野的正面影响。

但是,此阶段欧洲债务危机并没有得到实质性的改善,市场无视债务危机的负面消息可能还是缘于边缘国家融资成本仍保持相对稳定。不过,我们仍不能忽视债务危机可能带来的市场扰动。

此外,阻碍美元上行的另外两个不可忽视的因素在于:美国

## 美元低位运行 中期机会犹存

□中信银行 胡明

近期,美元指数表现可谓乏善可陈,即使是在美联储7月货币政策会议纪要表现出明显“鹰派”的状况下,其走势也未能摆脱疲弱的态势。似乎投资者对于美联储退出宽松政策已经“不感冒”,市场进入到新的交易逻辑。但是,美国股票市场的连续下行、各期限债券收益率的飙升以及新兴经济体股票市场的连续大跌、汇率大幅贬值却告诉我们,投资者日益感受到美联储退出宽松政策的压力,流动性紧缩预期导致相对风险”资产遭到了抛售。

那么是什么因素导致了外汇市场的“异常表现”?关于美联储缩减债券购买规模的预期已经反映在前期的美元指数表现之中是首先能够想到的一个解释。虽然美联储退出宽松政策总体对美元有利,但是如何退出才是市场这一阶段关注的根本。如果退出步骤和规模在市场预期之中,那么退出对美元的支撑力度将会削减。而近期美国经济数据的摇摆不定可能加深了市场对于美联储退出过程谨慎的预期,虽然可见的退出时间比市场预期的早一些。

显然,“价格已经反映预期”是对现有局面的一种市场行为推测,而从基本面来看,美元目前最大的上行阻力来自于欧洲经济的复苏态势。随着央行长期宽松政策的正面效果持续发酵,欧洲信贷紧缩的局面逐步改善,经济信心指标也不断攀高。虽然还不能确认信心改善到经济增长的正循环过程能否真正形成,持续时间有多长,但是此

阶段,相较于美国经济的好坏参半,总体持续超出市场改善预期的欧洲经济表现还是促使“先知先觉”的投资者开始布局欧洲“相对便宜”的资产。从近期欧洲股票市场的表现就能窥探出资金流向欧洲的迹象,在亚洲股市大跌、美国股市回调的大背景下,欧洲主要股指却上涨超过10%。

不过,这种资金流入欧洲的局面也是受到了欧洲债务危机逐渐淡出投资者视野的正面影响。

但是,此阶段欧洲债务危机并没有得到实质性的改善,市场无视债务危机的负面消息可能还是缘于边缘国家融资成本仍保持相对稳定。不过,我们仍不能忽视债务危机可能带来的市场扰动。

此外,阻碍美元上行的另外两个不可忽视的因素在于:美国

## 全球利率体系中枢面临抬升

□国泰君安 周文渊

与其后变暖导致全球海平面不同,美联储从刺激政策中后撤的预期正慢慢降低全球流动性的海平面,利率体系中枢面临抬升的趋势。

8月26日,美国10年期国债收益率报2.79%,2012年末为1.78%,今年以来收益率已经上涨100BP。美债收益率上行源于美联储退出QE的预期升温及经济基本面的实质改善。

欧洲的情况则出现一定的分化,核心国家如德国、法国的国债收益率在回升,而非核心国家如西班牙、希腊的国债收益率从高位回落,基本上反映了欧洲债务危机初步得到控制,经济下滑的势头终止。考虑到欧洲距离退出宽松政策的时间尚

户将步履维艰,银行业的外部负债和内部资产坏账将迅速上升;其次,随着货币贬值,出口商可能受益,但随着进口价格上涨,重要的进口商品、特别是燃料的价格可能受到严重影响,通胀将是新兴市场国家最大的敌人;第三,新兴市场资产贬值导致投资者对市场失去信心,会造成更大范围的恐慌,资产通缩将使得危机在金融机构杠杆收缩,金融市场将进一步紧缩。从美国的次贷危机到欧洲的债务危机,新兴市场似乎也难独善其身。至少目前新兴市场的货币已经出现明显贬值,部分国家甚至已经开始采取资本管制措施。9月份量化宽松政策明确之后,新兴市场的波动可能继续加大,新兴市场债券收益率有可能继续攀升。

中国作为全球最大的新兴市

场,市场收益率最近3个月明显上行,但中国金融市场的波动和其他新兴市场国家明显不在一个体系。

中国目前面临的是一般账户顺差和资本项目的基本平衡,特别注意的是资本项目的变动主要是内部主动调整。如果9月份联储开始退出宽松,中国金融市场有望和其他新兴市场脱钩,但市场收益率的上行仍会延续下去。一是,利率市场化的大趋势将阶段性地提升资金成本;二是,国内金融机构资产配置转换会改变国内金融市场的信用结构,国家信用向企业信用的转换已经开始,银行类金融机构可能面临减少利率持仓的压力。

综合多方因素来看,尽管各主要经济体面临利率上行的逻辑各不相同,但利率体系的上行正在成为现实,未来仍会继续。

## 昨日净投放715亿元

资金面较宽松 回购利率仍高企

单日净投放量较大的一次。

□本报记者 王辉

尽管央行坚持“放慢步伐”,继续对到期3年央票续做,且逆回购操作力度意外降低,但在单日净投放的作用下,昨日银行间市场资金面仍相对宽松,全天各期限资金均有融出,需求基本都能够得到满足。

Wind数据显示,周二隔夜质押式回购加权平均利率报3.02%,比前一日下跌3个基点。市场人士表示,

机构此前对央行到期续作3年央票已有充分预期,因此对市场影响不大,加上本周资金扰动因素不多,市场信心在继续缓慢改善。

不过,也有交易员指出,中长期限资金价格继续高企,以及周二隔夜质押式回购利率上行,显示资金面的改善比较艰难,市场谨慎预期依旧占据主导。

## 单日净投放量大

周二,财政部与央行进行了500亿元3个月期国库现金管理商业银行定期存款招标,中标利率为4.75%,比前一期同期限国库现金定存利率有小幅上行。最近一次同期限国库现金定存招标是在8月15日,利率为4.69%。分析认为,国库定存利率走高,主要受到银行机构积极吸收存款的推动。据悉,“620钱荒”发生后,银行同业业务扩张受到抑制,同业存款吸收难度加大后,国库现金定存的吸引力明显提高。

兴业证券最新报告指出,当前银行体系对未来流动性悲观的预期主要源于银行负债端的巨大

流动性管理压力产生的资金需求,而不是超储资金的不足。导致

这种局面发生的根本原因在于融

资结构和经济结构的失衡,而这

正是监管层希望纠正的。因此,一方

面央行仍不意愿大幅放松货币政

策、通过提高资金供应的角度去缓解银行调整的进程;另一方面

当前过度脆弱的资金面,依然

需要央行持续维护短期利率稳

定,以防止钱荒再次来袭。

综合计算,当日实现向市场净投放资金715亿元,是近段时间

单日净投放量最大的一次。

谨慎预期仍占主导

尽管央行坚持“放慢步伐”,继

续对到期3年央票续做,且逆回

购操作力度意外降低,但在单日净

投放的作用下,昨日银行间市场资

金面仍相对宽松,全天各期限资金

均有融出,需求基本都能够得到满

足。Wind数据显示,周二隔夜质押

式回购加权平均利率报3.02%,比

前一日下跌3个基点。市场人士表

示,机构此前对央行到期续作3年

央票已有充分