

“后院”火势渐息 转债机会临近

□本报记者 葛春晖

三季度以来,可转债市场走势与A股市场明显背离,呈现出跟跌易、跟涨难的反常特征。分析人士指出,这段时期可转债走势异常,主要与纯债市场持续走熊有关,而随着纯债市场出现震荡企稳迹象,在正股、估值、价格均处低位的三重支撑下,年内转债市场的投资机会已经值得期待。

转债“后院”起火

作为横跨股市和债市的特有品种,可转换债券兼具债性和股性,其市场运行也有其自身逻辑。即,在债性和股性之间,转债走势主要以跟随股市变化、显现股性特征为主,而债性仅在触发保护条款及债底时提供安全保护,若向上碰到提前赎回条款,则会牺牲进一步跟随上涨的空间。这意味着,理论上转债应与正股走势一致,涨跌幅度则小于正股。

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只可比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

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“紧密垫背”;或者为了应付赎回压力充当流动性的模式,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,转债市场持续调整,熊态毕露,10年期国债收益率在上周二创下4.08%的近两年以来新高,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年国债顶部的稳定,则形成一致预期。纯债预期的稳定,则为转债市场重新盯住股市提供了可能。

显现投资机会

债市初现企稳迹象时,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,对于股市方向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,经济复苏早期迹象明显,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月中旬趋势明朗化后,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(元)	7月以来涨跌幅(%)	同期正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转债价值(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日交易所可转债多数实现收盘上涨,但整体涨幅比前一日有所收窄。

27日,中证转债指数上涨0.06%,涨幅低于前一日的0.59%。个券多数连续反弹态势,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,正股下跌的燕京、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,转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)

■交易员札记

现券收益率

先抑后扬

□长江证券 斯竹

周二资金面较为宽松,银行间质押式回购隔夜品种继续下跌至3.02%附近,7天及14天品种利率维持高位,成交缩量。央行公开市场进行了7天290亿元的逆回购操作,中标利率3.90%,持平于上期。续发三年期央票515亿元,利率3.50%,此外还进行了500亿元3个月期的国库现金定存招标,中标利率4.75%。加上当日到期逆回购360亿元及到期央票800亿元,相当于净投放资金715亿元。

早盘国开行招标的新一轮的1、3、5、7、10年期限的固息债,中标利率分别为4.37%、4.50%、4.58%、4.69%、4.72%,中标结果略低于市场预期。受此影响,二级市场上,中短期债券交投较为活跃,收益率呈现先抑后扬走势。

国债方面,3年期成交在3.79%,7年期多笔成交在3.95%;政策性金融债方面,1年期国开债成交在4.45%,非国开债成交在4.40%,3年期非国开债成交在4.50%,国开债成交在4.56%,5年期非国开债成交在4.56%,10年期国开债成交在4.73%;短融方面,成交券种以AA+以上为主,如1个月多的AAA券种13铁物资SCP01多笔成交在4.80%,2个月的AA+券种12酒钢CP01成交在5.35%,1年附近的13光明CP01则成交在4.90%;中票方面,短端收益率有所上行,整体收益率涨跌互现,成交活跃券种以短期限的AA附近为主。如1年附近的AA券种11农六师MTN1成交在5.75%,4年附近的12中石油MTN1成交在4.85%;企业债方面,券商及基金推动的买盘有所显现,整体收益率略有下行。6年附近的12包国资债成交在6.60%,下行约8bp。

机构对于信用债仍偏谨慎,毕竟利率债超调后的修复性回暖并不具备长期趋势,再加上信用债的供给压力逐步释放,趋势仍不看好。资金面偏紧预期也给债市带来了较大的压力。债市短期内虽有所企稳,但基本面临空尚未所尽,当前政策基调不变,资金利率易上难下,债市上涨动力不足。短期限品种仍是机构首选。

经济面“多翻空” 限制收益率下行

□中信银行 庞爱华

2013年的债市可谓“命运多舛”。年初,出于对城镇化建设可能引发投资热潮的初步判断,机构操作谨慎;随后管理层对地方融资平台贷款及债券融资进行规范、清理,相关债券品种投资需求也受到影响;到4月份监管风暴席卷市场,银行间市场日成交从4500亿元左右持续萎缩至目前的650亿元左右;6月中上旬,史上罕见的“钱荒”,更是令投资者至今仍心有余悸。

然而,在上述诸多负面因素背后,经济基本面一直为债市的维稳提供默默支持。不过,这一局面到8月份出现了急剧转变,原因

就在于汇丰制造业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%回落至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的原因。

以目前情况看,下半年美国经济增速可能提速,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,其对经济增长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。

美元低位运行 中期机会犹存

□中信银行 胡明

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,但是如果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性的预期,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,而从基本面的来看,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成行,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

即将触及的债务规模上限以及可能的“叙利亚战争”。如果国会不提高联邦政府债务上限,美国可能于10月份面临财政违约的窘境。而一旦美国决定武力打击叙利亚,那么财政赤字将再度增加。显然,两者对于美元的打压作用明显。不过,目前来看,前者触发的概率较小,后者则难以评估。

总体而言,在经济优势预期对比减弱以及美国自身问题隐现的背景下,市场对美元的看法出现了分歧,美联储退出宽松政策对美元的支撑力度降低。短期来看,市场或将仍受限于此,美元低位徘徊将延续。但是,中期来看,美国经济优势预期回归概率较大,欧洲债务危机隐忧不可忽视,美联储退出宽松政策对美元的支撑依旧存在,美元中期仍有机会。

全球利率体系中枢面临抬升

□国泰君安 周文渊

远,而经济数据在逐步好转,预计目前核心国家收益率上行和债务国收益率下行的势头会维持下去。

日本的量化宽松政策很坚决,但市场在美国债退出QE的预期下,对日本单独行动的政策信心正在动摇,如果非常规的货币和财政刺激不能很快地配合结构性改革,日本经济将再次陷入困境,而此时金融市场对日本巨大财政赤字和庞大的债务规模的担心情绪正在逐步上升。

新兴市场的国债收益率最近明显上行,伴随而行的是经济下滑、贸易赤字和货币贬值、赤字规模和金融资产价格下降。美联储退出QE将可能造成新兴市场资产价格跳水,货币以自落体式贬值,而后续的连锁反应将更糟糕。首先,对新兴市场而言,借款成本会明显抬升,债务较高的企业和居民

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贵得产生严重影响,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

昨日净投放715亿元 资金面较宽松 回购利率仍高企

□本报记者 王辉

在周一对部分到期3年央票进行续做后,周二央行通过公开市场逆回购与国库现金定存操作,双管齐下,向市场注入流动性,抵消了央票续作的不良影响,银行间市场资金融入难度继续降低,但资金价格水平依旧高企。分析人士指出,市场机构对流动性的谨慎预期限制资金价格有效回落,除非央行采取更主动更积极的动作,则资金面难改紧平衡格局。

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。

与此同时,周二央行在公开市场进行了290亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于3.90%,操作量则较上周二的360亿元减少70亿元。此前一天,央行在公开市场上对周二到期的800亿元三年期央票进行了部分续做,规模为515亿元。另据数据显示,周二还有360亿元逆回购到期。

综合计算,当日实现向市场净投放资金715亿元,是近段时间

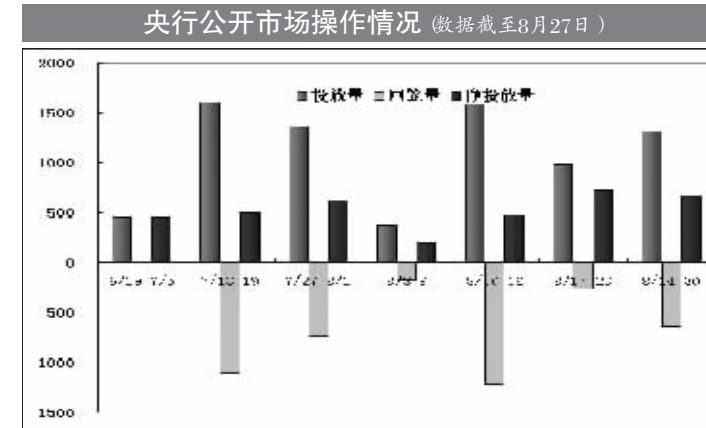
单日净投放量较大的一次。

谨慎预期仍占主导

尽管央行坚持“放短控长”,继续对到期3年期央票续做,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,全天气期限资金均有融出,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,以及周二国库现金定存中标利率上行,显示资金面的改善比较艰难,市场谨慎预期依旧占据主导。值得一提的是,尽管昨日隔夜利率出现小幅下跌,但代表性的7天品种加权利率上行19基点至4.25%,14天及以上期限的质押式回购利率仍处于5%左右的高位。

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,一方面央行仍不愿意大幅放松货币政策、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。



配置需求继续回暖

“福娃债”中标利率低于预期

国家开发银行27日招标发行了五期固息债,分别为该行2013年第36、37、38、39、40期债券,期限依次为1、3、5、7、10年期。招标结果显示,在近两周市场资金面及投资者情绪有所修复的背景下,五期债券中标利率普遍略低于此前市场预测均值。

来自交易员的消息显示,国开行本次招标的五期“福娃债”中标利率分别为4.37%、4.50%、4.58%、4.69%、4.72%,多数较之前多家机构给出的预测均值低3至4个基点。认购倍数方面,分别为1.66倍、2.45倍、2.21倍、1.47倍和

2.27倍,整体属于中性略高水平,其中3、5、10年期品种需求较好。

市场人士表示,近期债市从悲观氛围中略有回暖,本周利率债发行量为近段时间的低点,新债需求力量也有所抬升。此外,国开行在投标书中限制了7年和10年品种单一标位的最高投标量,传递出不希望过多博取边际,进行投机性投标的意图,这也在一定程度上制约了相关债券中标利率的定位。整体来看,国开行本次五期债券的招标情况,再度显示出一级市场呈现回暖的迹象。(王辉)

260亿元地方债9月2日招标发行

财政部27日公告,根据2013年地方政府债券发行安排,定于9月2日代理发行2013年地方政府债券(九期)。本期地方债通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行,为3年期固定利率附息债,计划发行面值总额为260亿元。其中江西、贵州、北京、内蒙古、山西等(区、市)额度分别为63亿元、50亿元、46亿元、56亿元、45亿元。各省(区、市)额度以2013年地方政府债券(九期)名称合并发

行、合并托管上市交易。

时间安排方面,本期地方债9月2日招标,9月3日开始计息,9月3日至9月5日进行分销,9月9日起上市交易。兑付安排方面,本期地方债利息按年支付,每年9月3日(节假日顺延,下同)支付利息,2016年9月3日偿还本金并支付最后一次利息,财政部代为办理本期债券还本付息。本期地方债招标总量260亿元,采用单一价格招标方式,标的为利率。(王辉)

交易所债涨跌互现

利率回调后机构趋谨慎

交易所信用债周二延续震荡走势,个券涨跌互现。市场人士指出,交易盘浅尝辄止,在收益率出现一定回调后再度变得谨慎,使得市场难以形成反弹的合力。

企业债收益率整体变化不大,活跃城投有小幅下行,如11丹东债(AA-)到期收益率下行3.22BP,08铁岭债(AA+)下行4.64BP。产业类如10凯迪债(AA+)收益率上涨4.03BP,12春和债(AA)上涨1.18BP。

公司债收益率亦互有涨跌。成交活跃的高收益品种中,12湘鄂债(AA-)上涨4.51BP,11安钢01(AA-)下行2.20BP,11新筑债

(AA-)下行2.81BP,10银鸽债(AA-)上涨1.52BP。

分离债存债延续反弹走势,08宝钢债(AAA)收益率继续下行2.59BP,08江铜债(AAA)下行3.93BP。

申银万国的最新报告指出,对目前信用债市场持谨慎态度。首先,近期信用债市场回暖得益于利率债的回暖。但利率债的回暖趋势仍不看好。其次,近期信用债供给开始逐步出现,可能对二级市场带来较大压力。最后,后期资金面的压力将给处于较低的信用利差带来压力。(张勤峰)