

# 风险偏好上升 转债小牛扬蹄

□本报记者 王辉

5月下旬以来,转债市场迎来一波持续上攻走势,在市场整体走强的同时,个别转债品种区间涨幅甚至超过20%。分析人士表示,前段时间转债市场整体上涨主要缘于纯债市场的持续走牛,下一阶段,从债底估值、市场配置需求以及资金面预期等因素看,转债市场安全性边际仍较为坚挺,而随着经济基本面转暖和市场风险偏好上升,A股反弹有望成为转债市场进一步走牛的重要支撑。

## 纯债长牛推升转债

随着债券市场5月以来再度走牛,可转债市场自5月下旬起也迎来了一波较大幅度的持续攀升行情。数据显示,以6月11日上证转债指数283.05点的收盘点位计算,5月下旬以来该指数累计涨幅达到3.01%,明显强于上证指数、沪深300等主要股指的同期表现。

个股方面,WIND统计数据显示,5月21日至今,按全价计算,沪深两市正常交易的27只可转债全部录得不同幅度的上涨,且多数个券表现强于正股。其中,涨幅位列前三的东华转债、国金转债、中鼎转债阶段涨幅分别高达20.39%、13.52%和10.38%。值得一提的是,次新转债品种——国金转债在此期间上市,迅速得到了市场各路资金的追捧,在6月3日上市至今的短短7个交易日就收获了13.52%的涨幅。由此不难看出,近阶段转债市场人气活跃,部分个券带来的赚钱效应较为突出。

而对于前段时间可转债市场的持续走强,主流机构观点认为,纯债市场连绵不绝的上涨,是本轮可转债行情的最主要推手。华鑫证券表示,从涨幅较大的个券板块来看,前期债性较强、到期收益率较高的可转债近期走势普遍较好,原因是市场流动性不断趋于宽松带动债券市场继续回暖,从而带动可转债估值回升。

光大证券也指出,近期转债上涨的动力仍源于债底、需求以及流动性预期等方面的推动,而非正股的推动。该机构表示,一方面近期债券收益率的普遍下行,使得持有转债的机会成本降低;另一

转债指数与纯债收益率走势对比



方面,在前期股市持续萎靡、债市涨势突出的情况下,债基规模的回暖也增加了转债的需求。

## 偏股型转债有望迎来表现机会

经过此前一轮上涨之后,其间机构普遍对于可转债市场后市表现仍持相对乐观态度。

华鑫证券、长城证券等机构表示,目前可转债市场总体溢价率仍处于历史较低水平。从整体估值来看,纯债溢价率和转股溢价率均在10%左右,如果后期A股市场有一定阶段性反弹,则可转债市场可能随之在股性方面出现高弹性的走强机会。

中金公司本周也发表报告称,目前转债品种面临的债底保护尚可,下半年机会成本也相对较低,且纯债行情逆转的可能性不大,因此可“以债为盾”;债市收益率经历了较大幅度下降且呈现牛陡迹象后,权益资产在风险偏好、流动性和盈利预期带动下有望出现反弹行情,因此可“以股为矛”。该机构建议,未来一、两个月投资者可继续关注转债调整中的低吸机会。

在具体投资策略和品种选择方面,海通证券建议后期重点关注偏股型转债,把握反弹机会。该机构表示,目前偏股型个券中,业绩优良、有主题机会的平安转债、久立转债和隧道转债,值得看好。长城证券认为,后期转债进攻型策略可关注平安、石化等品种,稳健策略可关注中行、国电等品种,小盘转债中可选择齐翔转债等个券。

5月下旬以来部分可转债表现和价值分析

证券简称	区间涨跌幅(%)	正股区间涨跌幅(%)	收盘价(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)
东华转债	20.39	19.63	174.00	-8.67	0.14
国金转债	13.52	11.12	113.52	-0.62	11.73
中鼎转债	10.38	10.47	135.77	-13.05	0.35
华天转债	7.16	19.07	119.70	-1.22	9.11
隧道转债	4.00	2.39	107.28	1.32	1.33
石化转债	3.33	5.50	106.22	1.36	3.32
平安转债	3.00	3.48	105.51	1.64	8.67
南山转债	2.82	5.60	95.69	6.56	25.02
民生转债	2.73	0.14	91.46	4.07	22.94
重工转债	2.40	-3.08	108.60	0.33	17.96
徐工转债	2.18	-2.30	93.60	4.34	16.28
深机转债	1.76	1.06	96.80	4.60	41.50
久立转债	1.52	-0.48	106.60	1.08	25.83
中海转债	1.41	0.00	94.90	4.55	100.03
齐翔转债	1.19	-2.42	104.23	2.84	9.10
中行转债	1.08	3.40	100.85	3.41	3.79

## 观点链接

### 中信证券：转债逐渐进入配置黄金期

预计下半年转债债底价值将稳中有升,高评级更优;随着企业融资成本的下降、上市公司业绩出现拐点,政策托底提升估值、场外资金入场,转债将逐渐进入配置黄金期。在此之前,我们维持二季度策略观点“守底线、看改革、博反弹”不变。建议投资者下半年逐渐增加转债杠杆、仓位,将投资组合逐渐由防守型切换到进攻型为主,博弈高弹性。具体标的方面,防守型组合推荐南山、民生、中海、歌华;进攻型组合包括大盘转债、重工、国电、隧道、东华、华天。

### 华鑫证券：长期看好国金转债

国金转债作为国内第一个证券行业可转债,具有一定稀缺性。正股国金证券是一家中小型券商,民营控股,因而机制灵活,互联网金融是其最大看点。今年2月,公司与腾讯战略合作后推出的首次互联网金融产品“佣金宝”上市。公司与腾讯自选股的合作,有利于公司导入优质目标客户,对于公司将产生积极影响。转股动力方面,证券行业资本金很重要,创新业务大多是烧钱的业务,公司在条件合适的时候促进转股

可能性非常大。基于以上理由,我们长线看好国金转债。从中短期看,由于国金证券与腾讯之间并未展开资本层面的合作,国金证券在腾讯互联网金融战略中的地位仍具有不确定因素,公司与腾讯战略合作公布以后股价涨幅较大,存在后续合作深度不达预期的风险。建议在国金转债价格为面值附近时积极关注。

### 国信证券：转股价修正提升中海转债长期价值

中海发展董事会日前通过向下修正中海转债转股价格的议案。目前看,修正能否通过股东大会审议尚不确定。公司此举短期意在预防明年即将来到的回售,长期为促进转股。中海转债2015年8月1日进入回售期,若修正成功,转债回售条款触发的概率将大大降低。由于修正后的转股价值仍远远低于纯债价值,转债价格依然由纯债支撑。从纯债角度考虑,若修正不通过,依照转债价格94.7元计算的回售收益率达到6.27%,明显比目前4.6%(3.15Y)的到期收益率更加划算,因此修正成功对纯债短期影响偏负面。若修正成功,转股溢价率会明显降低,转债期权价值提升,更加有利于未来转股,因此从长期来看,修正对转债价值有正面提升作用。

# 欧元继续下跌空间有限

□韩会师

6月5日欧洲央行公布货币政策决议,将商业银行在欧洲央行的隔夜存款利率下调至-0.1%,并且均适用于商业银行的超额准备金。由于市场认为这将导致欧元区资本外流,欧元随即承压下挫。

短期内,市场的确需要消化负利率的影响,欧元承压也在情理之中。笔者甚至认为,欧洲央行虽然口头上强调宽松政策的目的在于鼓励银行放贷刺激投资,进而避免经济陷入通缩,但其直接目的就是压低欧元汇率。然而,欧元跌势能否长期维持则有很大疑问。

商业银行是否贷款主要取决于3个因素,一是银行是否有钱,二是银行是否愿意放贷,三是实体经济是否有信贷需求。其中最为关键的是第三个因素,这也是降息无法直接起作用的关键环节。欧洲央行虽然可以努力将商业银行的富余资金赶出央行的账户,但在经济前景低迷,企业投资和居民消费意愿疲弱的背景下,即使银行愿意放贷,也很可能陷入有力无处使的境地,这也是在前期零利率环境下,银行愿意将大笔资金放在欧洲央行的主要原因。但在负利率的驱赶下,商业银行的风险偏好将受到刺激,虽然实体经济的需求可能依然不振,但将资

## ■外汇市场日报

# 欧美国债利差扩大 欧元低位徘徊

□南京银行 蒋献

周三,亚洲交易时段,欧元兑美元下跌0.1%至1.3535位置,距离上周四欧洲央行采取措施对抗通缩后触及的四个月低位1.3503不远。美元指数则在国债收益率上升的带动下持稳在80.817位置。

近期一系列强劲的美国经济数据,令市场对于美联储在下周货币政策会议上立场更加强硬的预期有所上升,认为美联储有可能比预期更早升息,这推高了美国国债收益率,使得美元吸引力增

强。而另一方面,欧洲央行上周的货币宽松政策拉低了欧元区债券收益率。美国国债收益率的上升,使得欧元区国债收益率与美国国债收益率的差距进一步扩大,其中,两年期美国国债收益率与可比德国国债收益率利差本周升至37个点,达到7年以来最高水平。在此背景下,周三欧元继续承压,兑美元徘徊在四个月低位附近。

从技术面角度看,欧元兑美元支撑位在1.35整数关口,若被突破则下一支撑位在1.3460;阻力位在1.3587,若被突破则下一阻力位在1.3628。

议决议公布之后,欧元区国债收益率立即大幅下跌,显示欧元区资产并非没有吸引力。

即使欧元区出现了大规模的资本外流,随即出现的欧元区资产价格大跌可能马上就会提高对海外资金的吸引力。此类情况早有先例,在欧债危机最为黑暗的2010-2012年,欧元区年均吸收的海外直接投资和证券投资分别约3500亿和2400亿欧元,总体来看仅比欧债危机爆发前的2009年下滑了不到7%。在欧元区违约风险高企的时候,都有如此之多的“敢死队”在高收益率诱惑下铤而走险,在违约风险大幅下降的当前,一旦欧元区资产价格明显下跌,海外资金很可能再次蜂拥而至。

欧洲版QE是欧元头上最大的压力,但在6月份的一系列宽松举措推出之后,欧洲央行至少要有3个月以上的市场观察期,欧洲版QE即使能够最终面世也要等到今年4季度,这就为欧元短期内的大幅下跌少了一个最大的压力源。

总体来看,虽然欧元的下行动能有望助其跌穿1.35,但很可能后继乏力。在欧洲版QE推出之前,欧元在1.34-1.35附近有望遇到较大阻力,若不能形成有效突破,则反弹行情可期。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

目前市场对于欧元未来走向出现分歧,部分机构仍然维持欧元将保持弱势的预期,认为如果欧元区3季度的通胀率继续保持在较低水平,欧洲央行将可能被迫采取QE,这将对欧元造成更大的打击。也有机构认为,欧元虽然短期内下跌,但欧元今年强劲抗跌的表现以及欧元区经常账盈余可能会令欧元中期反弹。

另外,本周市场还关注日本央行即将召开的货币政策会议,市场预期日本央行在本次会议上应该维持其货币政策不变。

## 一年期国债再现技术性流标

在一级市场风头正劲之际,财政部11日招标发行的1年期国债未能招满,中标利率亦大幅度高于二级市场。市场人士认为,虽然当前1年期品种的吸引力确实不高,但连续发生在该品种身上的流标事件表明,投标中标标位限定才是症结所在。

财政部昨日招标的是今年第11期记账式附息国债,期限1年,竞争性招标总额280亿元,甲类成员可追加。据市场人士透露,本期国债实际发行258.5亿元;全场加权中标利率为3.32%,远高于此前3.20%的市场预测均值及3.15%的二级市场利率。与之形成对比的是,国开行10日发行的1年期金融债中标收益率则远低于二级市场。

尽管当前国债相对投资价值不及政策债,且1年期国债不纳入承销考核,从而在一定程度上影响机构对该品种的投标积极性,但显然需求不可能在一夜之间“消失”。据多位债券交易员表示,本期国债属于技术性流标。

据悉,财政部一般会对记账式国债竞争性投标及中标标位

投标进行约束。本期国债即限定“投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为50、12和25个标位”。其中“中标剔除”是指,标的为利率时,高于全场加权平均中标利率一定数量以上的标位,全部落标。

交易员表示,本期国债有相当部分的高于加权中标利率12BP以上的标位中标量被剔除,由此造成首场招标未能招满,而实际上投标总量达到了473.4亿元。该交易员进一步表示,造成这一结果的原因,一是投标剔除标位差设置比较严格;二是机构投标标位差距较大,也显示出一些机构有博边际的倾向。

无独有偶,今年4月中旬财政部招标的今年第七期1年期记账式国债因为类似原因,也遭遇部分流标,当时招标额度为280亿元,实际发行207亿元。

另据财政部网站公告,财政部将于本月18日招标发行今年第十二期10年期记账式附息国债,计划发行额280亿元,甲类成员可追加。本期国债6月19日开始计息,6月25日起上市交易。(张勤峰)

## 跨月需求持续显现 21天回购利率大涨134基点

6月11日,银行间市场资金面整体宽松,但跨月资金需求大幅推高21天资金价格。市场人士指出,在多重因素影响下,年中资金面出现一定波动或在所难免,央行有望逐渐加大投放力度,资金价格上涨及持续时间不会很明显。

昨日质押式回购市场上,1个月及以内期限回购利率均出现不同程度上涨,尤其是跨月的21天及1个月品种利率上涨显著。其中,21天回购利率加权平均值收报4.56%,大涨134bp;1个月品种收报4.59%,涨30bp。短期的隔夜与7天品种均微涨2bp左右,分别收报2.61%和3.15%。2个月及更长期限的品种需求不多,加权利率有一定幅度的下行。

据交易员反映,周三早盘资金略见收紧,回购利率走高,但午后又逐渐回归宽松态势,总体看,目前资金面仍相对宽松,但近几日跨月资金需求持续显现,值得关注。交易员表示,当前毕竟是年中时点,机构显得比较谨慎,在指标考核、银行分红等多重因素影响下,资金面或难免出现一定波动,但鉴于机构已提前应对且流动性预期有很大改善,加之央行有望逐渐加大投放力度,资金价格上涨及持续时间应该不会很明显。

本周二,央行公开市场操作实现净投放570亿元。上海证券指出,6月中下旬到期规模较小且呈递减趋势,或将倒逼央行暂停正回购操作,不排除逆回购在月末返场的可能性。(张勤峰)

## 进出口银行16日招标两期金融债 继国开债后第二款柜台发售政策性金融债

中国进出口银行11日公布,定于6月16日通过中国人民银行债券发行系统,招标发行2014年第37期和第38期金融债券。值得一提的是,本次两期人行金融债还将在柜台债券市场面向个人和非金融机构投资者发售,口行债因此成为继国开债之后,走进商业银行柜台市场的又一类政策性金融债。

公告文件显示,口行第37期债券为2年期固息金融债,首场发行金额不超过60亿元,中标方式为单一利率中标(荷兰式),起息日、缴款日为2014年6月23日,上市日6月27日。口行第38

期金融债券为1年期贴现债,首场发行金额不超过60亿元,中标方式为单一价格中标(荷兰式),缴款日和起息日为2014年6月23日,上市日为6月25日。

上述两期债券首场招标结束后,口行将向工商银行各追加发行不超过15亿元的当期债券用于柜台债券市场分销。追加发行采用数量招标方式。

今年5月初,国开行首次将政策性金融债发行引入柜台债券市场,是2002年记账式国债开展商业银行柜台交易后,首次有高等级利率债进入柜台市场。(张勤峰)

## 北京银行今发20亿元同业存单

北京银行股份有限公司11日发布公告称,将于6月12日发行该行2014年度第004期同业存单。本期同业存单期限9个月,计划发行20亿元,最低发行1亿元。

本期同业存单息票类型为零售,面值100元,将采用招标方式发行,招标方式为单一价格招标。起息日和缴款日为6月13日,到期兑付日为2015年3月13日。发行时间为6月12

日10:00至11:00,最低招标标位96.3256元,最高标位96.5343元,投标步长0.0010元。联合资信评估有限公司给予北京银行主体信用评级为AAA。

北京银行此前披露,该行今年同业存单发行额度为500亿元,北京银行将在备案额度内,自行确定每期同业存单的发行金额、期限,每期发行金额拟不低于5000万元。(张勤峰)

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年6月11日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.19%,较修正后的上期数据下行1BP。数据来源:金牛理财网