

# “赎回潮”高涨 转债稀缺性增强 存量缩水限制操作空间

□本报记者 葛春晖

去年以来,A股走牛引发转债“赎回潮”空前高涨,转债市场存量随之大幅缩水。在A股慢牛格局未变的背景下,未来一段时间“赎回潮”有望延续并进一步提升转债市场稀缺性。就转债市场行情而言,分析人士指出,经过前段时间的估值消化行情之后,转债整体估值水平已经大幅回落,估值反弹、分享正股上涨的概率在上升,不过,未来随着转债标的减少,转债操作的难度也会相应增大。

## “赎回潮”涌动 转债存量缩水

去年下半年以来,A股市场开启的大牛行情,引发了转债市场的一场经久不息的“赎回退市潮”。4月15日,宁波海运发布公告,由于公司股票连续30个交易日中有20个交易日收盘价不低于当前转股价格4.50元/股的130%,首次触发“海运转债”的提前赎回条款,董事会决定行使“海运转债”提前赎回权,对赎回登记日登记在册的“海运转债”全部赎回。至此,转债提前赎回大军再添新丁。

据WIND数据统计,包括海运转债在内,去年下半年以来已先后有25只转债触发提前赎回。其中,不仅有中行、工行、石化、平安等发行额在200亿元以上的大盘转债,也有中鼎、海直、泰尔、华天、久立等发行额不足10亿元的小盘品种;中行、工行、石化等转债的存续期达到三、

## ■观点链接

### 国信证券: 积极关注一级市场打新机会

虽然一季度仅发行电气转债一只新债,但目前已经有16只转债和可交换债发行预案,合计发行规模达到404亿元,2015年的发行数量有望创新高。投资者应该积极关注一级市场的打新机会。由于牛市趋势不变,而且转债面临僧多粥少的局面,因此未来新上市转债的打新热情依旧高涨,中签率仍将维持低位,上市仍将维持高估值,首日估值大概率能达到30%以上,意味着打新收益不菲,但同时一定程度上透支未来正股上涨幅度。从2014年牛市启动以来的打新收益率来看,一级打新申购收益十分可观,格力、电气的申购7日年化收益率达到20%以上。鉴于转债上

3月24日以来部分转债市场表现及价值分析					
证券简称	区间涨跌幅(%)	正股区间涨跌幅(%)	纯债到期收益率(%)	转股溢价率(%)	债券余额(亿元)
海运转债	24.74	29.41	-64.81	0.15	3.86
恒丰转债	12.39	13.09	-21.29	-0.66	1.13
深机转债	7.72	23.64	-15.71	0.02	18.72
燕京转债	4.47	17.47	-61.75	-0.80	0.66
齐翔转债	4.22	24.25	-5.83	-0.41	12.28
东华转债	4.17	-8.00	-21.44	17.54	0.62
齐峰转债	0.35	4.98	-6.17	0.85	6.45
长青转债	-0.34	0.78	-5.66	1.71	0.03
冠城转债	-2.57	8.84	-4.93	0.64	14.22
民生转债	-3.59	8.20	-5.90	6.40	184.35
浙能转债	-4.77	9.43	-4.02	0.13	100.00
电气转债	-4.90	10.08	-3.51	21.84	60.00
格力转债	-6.83	2.61	-8.06	23.15	9.80
吉视转债	-7.11	-6.09	-4.26	21.02	17.00
深燃转债	-7.99	-1.93	-4.19	0.14	15.85

四年左右,而国金、东方等转债则成为上市不足一年便触发赎回的“过客”。

值得关注的是,伴随大波转债陆续退市,去年下半年以来转债市场容量也出现快速萎缩。从数量上看,去年6月末转债市场存量为30只,而截至4月15日的市场存量仅为20只,而且这20只转债中只有11只是从去年6月末存续至今,剩余9只均为去年下半年以来的新发债券。从金额上看,去年6月末转债市场存量金额达到1618.24亿元,4月15日则仅剩540.09亿元,不到去年6月末的三分之一。值得一提的是,在当前20只存量转债中,还包括6只已经发布提前赎回公告,不久之后亦将退市的转债,未来随着

后市筹码稀缺,惜筹情绪明显,建议尽量一级申购获取筹码。

### 申万宏源证券: 关注转债中的地产板块

建议关注转债中的地产板块。在救市政策和基数共同作用下,地产销售迎来小阳春是大概率事件。申万地产调研数据显示,上周一手房销售环比上升15.9%,同比上升21.7%,累计同比上升3.6%;二手房环比上升3.1%,同比上升27.4%,累计同比上升25.6%;绝对库存环比下降0.8%,去化周期下降至45.2周。政策刺激和销售回暖预期下,近期地产板块快速上涨,尤其是深圳系、互联网+等题材。转债股冠城、格力短期关注度相对不高,转债标的(冠城、格力)表现远不及

这6只转债退市,市场存量还将再降约50亿元。

另外,截至15日,东华、齐翔转债触发赎回条款的累计期已达到100%,齐峰达到90%,深机达到80%,浙能、民生也已进入累计期。这意味着,若A股牛市不出现较长期限调整,未来转债赎回潮仍将生生不息。

## 估值压力释放 反弹概率上升

个券频频赎回退市、转债市场存量持续缩减,无疑会显著提升转债这一投资品种的稀缺性,进而对其估值水平形成向上刺激。正因如此,叠加去年以来投资者对A股牛市形成强烈预期,今年年

正股。未来板块看点包括政策持续发力、销售回暖进一步得到数据印证、地产行业资金兑付压力缓解、自贸区政策红利兑现等。

### 中信证券: 关注转债估值反弹信号

目前转债估值已基本处于低位,若后续看好正股,目前不失为短期配置机会,但长期配置建议依旧保持谨慎。从估值水平看,存量转债整体加权转股溢价率已经从3月初的近20%下跌至目前的8%左右,即使除去提前赎回转债的影响,估值水平下降幅度同样较大。估值主要受两个因素影响,转债稀缺性和牛市预期。稀缺性方面,目前有5只转债触发赎回,同时100亿余额的浙能转债本周一

初转债市场收获了一波可观的估值提升行情。二级市场上,转债价格持续攀升,转股溢价率频创新高。一级市场上,新发转债备受追捧,通常在上市首日就估值一步到位。

然而,高估值意味着高风险,更何况强赎回条款的存在,意味着进入提前赎回期的转债必然面临估值归零压力。正因如此,随着转债集中赎回潮出现,3月下旬以来转债市场遭到了一场不小的估值调整行情。数据显示,3月24日至4月14日,上证综指累计上涨12%,而同期中证转债指数却累计下跌了约3%。在此期间,20只可比转债的平均转股溢价率也从15.83%回落到了5.47%。

而随着高估值得到消化,转债市场股性相应上升,其走势也从前期股强债弱的背离状态,逐渐恢复到主要跟随正股而动。15日,20只转债2涨18跌,与正股一致,整体跌幅甚至小于正股。

对于转债后市,综合多家分析机构观点来看,从长期角度而言,引发市场逻辑变化的因素还在于政策风向以及资产配置方向的转变,基于未来股市慢牛格局有望延续的考虑,在前期估值压力得到部分释放之后,转债市场估值反弹、分享正股上涨的概率在上升,建议仍以持有为主。不过,鉴于未来一段时间转债存量面临进一步萎缩,转债二级市场操作的空间或将受限,与此同时,可积极关注一级市场打新机会。

进入转股期,预计下月初触发提前赎回概率较大,转债稀缺情况可能继续加剧。因此若股市新一轮快牛确立,转债估值反弹概率较大,此时高弹性转债更具有优势。但从长期来看,转债推动转债走强从来都是短期扰动因素,随着提前赎回的触发,估值将回归至零附近。而在股市如此强势的背景下,转债性价比在长期看不及正股。同时,随着存量标的的减少,转债标的涵盖范围缩小,操作难度进一步增加,股市的风很有可能吹不到转债标的。综合来看,转债市场短期关注牛市前进的步伐推动估值修复的可能,密切关注反弹信号的出现,长期则保持谨慎为佳。具体标的方面,建议继续关注具有国企改革概念的浙能、海运、歌华、吉视、格力等标的。

# 偏暖信号频现 债市孕育做多机会

□本报记者 王辉

4月15日,国家统计局公布的经济数据显示,一季度GDP增速创近六年新低,零售、工业增加值等部分重要经济指标也显著弱于市场预期。偏弱的经济环境,继续对债券市场形成有力支撑。在基本面送来利好、资金面延续超预期宽松局面的背景下,当日利率债一级市场多期新债招标结果整体偏暖,中标利率纷纷走低。分析人士指出,经过前一阶段调整之后,基本面与货币政策有望重新主导债券市场,做多机会正在孕育之中。

## 一级市场招标初现暖意

财政部周三上午对2015年记账式附息(七期)国债进行了招标。发行结果显示,本期7年期记账式附息国债中标利率为3.54%,投标倍数1.87倍,最终发行规模300亿元。中债国债到期收益率曲线显示,

# 单边升值预期消退 海外贷款流出风险增加

□韩会师

历史经验表明,海外贷款是极不稳定的国际资本类型,很容易受人民币升值预期影响,随着人民币单边升值预期消退,海外贷款大规模集中流出风险增大。

根据外汇管理局数据,截至2014年末,我国海外贷款余额20749亿元人民币,等值3391亿美元。这是按照2014年底央行美元对人民币中间价折算的价值,如将各年国际收支平衡表的数据累加,1982至2014年,我国累计借入海外贷款本金3098亿美元,略小于外管局数字。海外贷款流入高潮发生在2005年“7·21”汇改之后,2005-2014年我国累计流入海外贷款2704亿美元,占海外贷款总额的87.3%。换句话说,海外贷款伴随着人民币升值步伐快速积累。

但海外贷款的流入并非一路高歌猛进,其流量对人民币升值(贬)值预期非常敏感。2008年金融海啸爆发、2012年欧债危

## 人民币兑美元汇率窄幅波动

周三(4月15日),在隔夜美元指数大幅回调背景下,人民币兑美元汇率中间价、即期价双双小幅上涨,但仍各自继续运行于3月下旬形成的窄幅区间之内。市场人士表示,预计短期内人民币汇率仍将保持稳健走势。

据中国外汇交易中心公布,15日人民币兑美元汇率中间价报6.1340,较14日上调67基点,此前的“三连跌”走势由此结束。隔夜国际外汇市场上,由于最新公布的美国零售销售数据表现不佳,市场上的美联储加息预期有所降温,美元指数下挫0.76%至98.76。

15日即期外汇市场上,伴随中间价上调,人民币兑美元即期汇价亦高开高走,收于6.2052,较14日上涨66基点或0.11%,为连续第二个交易日小

## ■交易员札记

## 收益率继续走低

周三,资金面整体维持宽松,IPO冻结资金的影响偏弱,短期资金价格继续下行。受经济数据公布及本周较强的降准预期影响,债市收益率整体下行,中长端品种收益率领跌。

现券二级市场交投较旺盛。国债方面,10年期成交在3.58%附近,7年期成交在3.57%;政策性金融债方面,10年期国开债成交在4.08%,7年期国开债成交在4.18%附近,5年期国开债成交在3.95%附近,2年期的国开债成交在4.03%附近,1年期成交在3.68%附近。信用债交投集中在中高等级券种。短融交投集中在半年内券种,收益率继续下行,如半年期AA的14南宁城建CP001成交在4.97%,1个月的AAA券种14鲁高速SCP006成交在4.55%;中票成交以中长端为主,如12年半的A A券种14东

## 财政部22日续发300亿5年期国债

财政部4月15日公告,定于4月22日第二次续发行2015年记账式附息(三期)国债。本次续发行国债为5年期固定品种,竞争性招标面值总额300亿元,进行甲类成员追加投标,起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与2015年记账式附息(三期)国债相同。即,从2015年2月5日开始计息,票面利率3.31%,按年付息,

## 农发行20日招标三期固定息债

农业发展银行周三(4月15日)公告,定于4月20日在银行间债市对该行2015年第5期、第8期金融债进行最新一次增发,同时新发行2015年第10期金融债。上述三期债券均为固定利率金融债,期限分别为10年、2年和5年,起息日依次为2月27日、3月26日和4月23日,均为按年付息,本次发行规模上限分别为70

## 中诚信国际: 调升渝保开发主体评级至AA+

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布公告,决定将重庆保税港区开发管理有限公司(简称“渝保开发”)的主体信用等级从AA调升至AA+,评级展望为稳定;调升“13渝保税MTN1”、“14渝保税港债”的债项信用等级为AA+,维持“14渝保税CP001”的债项信用等级为A-1。

中诚信国际表示,近年来,在国家政策大力支持下,重庆两路寸滩保税港区获得较快发展,为公司业务的开展创造了良好基础。2014年9月,国务院批复同意在重庆保税港区现在规划面积内划出专门区域作为贸易

## 金牛银行理财综合收益指数走势

