



## 期指炒单女神 烈火淬出“铿锵玫瑰”

一年时间,从8万元到1000多万元,3:2的胜率造就了期市“炒单女神”夏雨的财富神话。2014年7月以来的A股市场也不断点燃投资者热情,从短线涨停敢死队、长线买股团到价值投资不渝派,再到股期两栖斗士,投资者赚钱花样层出不穷。

在金融期货、产业经济的连接下,股市、期市其实并不遥远,部分洞察先机的投资者会选择在大宗商品异动中发掘股市投资机会,稳赚两头。

A06-A07 期货周刊·牛市财富故事汇



## 稳增长加码 猪价难绊A股“牛蹄”

与股“牛”撒蹄奔跑的同时,生猪价格也迎来新一轮的反弹,这一时期内雏鹰农牧、正邦科技、唐人神等生猪概念龙头股纷纷跑赢大盘。现在的问题是,如果猪价继续上涨,猪周期能否带动CPI超预期上行?若通胀演变制约宽松空间,本轮牛市的大风还能吹多久?

A08 期货·大视野



# 另类追“猪”技巧:转债的小赔大赚经

□本报记者 张勤峰

牛市行情中,满仓踏空者比比皆是,望“猪”兴叹者数不胜数。

“核电板块站上了风口,但我却追不上上海电气这头飞奔的猪了!”眼看上海电气开盘不久即封涨停,又错过一只牛股的散户小李急了。

恰如一个段子所云:“风呼呼吹,手里却没猪,照了下镜子才找到一头。我在这厢跟猪僵持不下,隔壁的镇上却刮起了龙卷风。”

千载难逢的牛市里,只能眼睁睁看着别人大口吃肉,自己却只有咽口水的份儿,不少投资者说起来真真“满脸都是泪”。

错过了昨天的牛股,今天还有追“猪”的机会。像小李一样的很多投资者都没有注意到,可转债就为他们提供了一种“搭便车”的有效途径。尽管无论是存量规模还是投资者群体,转债都过于小众,但这个小众产品却因为混合证券的属性而大放光芒,其“进可攻、退可守”的风险收益特性,最符合“小赔大赚”的投资法则,很多时候甚至比正股更能“吸金”。

### 望“猪”兴叹

4月以来,叠加利好向核电板块涌来,前期默默无闻的核电核能板块一夜爆红,摇身一变成了目前A股市场炙手可热的题材。作为核电主设备制造的龙头企业,上海电气的股价扶摇直上,俨然是这轮核电板块行情的领头羊。

“自4月16日起,上海电气连拉三个涨停板,21日出现小幅回调,本来是介入良机,但眼看当天开盘不久股价就跳水,我以为接下来会有震荡,想等成本再低点再接,可是22日上海电气很快又封上涨停,这下彻底追不上了,追不上了!”眼瞅着错过牛股,平时言语不多的小李此时情绪激动,唾沫四溅。

“你看看有没有分级基金”,办公室里有同事给小李支招。可惜,小李把行情软件翻了个遍,也没找到与核电板块或是机械行业相关的分级基金。“你试试转债!”这时候,来串门的老王说了一句。老王在股市混迹多年,在一帮年轻员工面前,算得上是资深股民。

“转债?”莫说是入市未深的小李,就是先前那位有些经验的同事,都没听说过。不过,一查行情软件,上海电气还真有转债——电气转债。4月22日这天,电气转债市价也是一路向上,但涨势相对平缓,早盘高开幅度不大,全天大多数时候涨幅要小于上海电气,提供了充足的介入机会,而收盘时上涨近12%,涨幅超过了正股,用电气转债替代正股显然是个不错的选择。

“转债没有涨跌停限制,是曲线追涨停股的利器!”老王这一席话,顿时让小李等一众人佩服不已。

### 小众又特殊的证券

没做过转债,甚至没听过转债,这都太正常了。在我国证券市场,转债一直是一个非常小众的存在。

最新数据显示,在算上可交换债后,当前沪深市场存量可转债总市值约537亿元,而全部A股总市值已逾60万亿元,自由流通市值也高达22万亿元。

不仅市场规模小得可怜,转债市场投资群体



CFP图片

也较为单一。在很长一段时间内,债券基金和保机构是转债投资者的绝对主力,最近两三年来,分级基金、转债基金、券商、企业年金乃至投资公司等新的需求群体兴起,开始在转债市场占有席之地,但以机构投资者为主导的特征并未改变,要说混迹于转债市场的个人投资者那绝对称得上是“另类”。

然而,转债又是一类非常特殊的证券。转债简称是可转换公司债券。在目前国内市场,是指在一定条件下可以被转换成公司股票的债券,因此它具有债券和期权的双重属性。

一般情况下,在标的股票上涨时,转债转股价值(平价)上涨,即内嵌的看涨期权价值上涨,会推动转债价格上涨。从这一点来看,在股票牛市中,转债是分享股票收益的有力工具。前述老王建议小李借道转债追涨上海电气大致就是这一思路。

而且,转债属于无涨跌幅限制证券,如果投资者认为涨停的正股仍有上涨空间,转债估值又合理的话,那么转债涨幅很可能超过正股,提前兑现正股潜在盈利,这是转债在交易规则上相对股票的一项优势。

对于一些特定投资者来说,转债更是间接获取股票筹码的重要途径。由于投资品类的限制,在过去的很长时间里,转债都是债券型基金参与股市行情的少数途径。

相对股票而言,转债的最特殊之处应该是防御性。按照上述逻辑,在标的股票下跌时,转债价格将下跌,但由于纯债价值(底价)对转债价值有支撑,转债的下跌幅度往往小于标的股票。

### 小转债有大作为

在我国,转债的股性更受关注。在发行人看来,转债传统上还是“准”股权融资方式。

对于投资者来说,看重的主要还是转债的期权价值,正股是转债品种回报的最大驱动力,而纯债部分更多的是提供底价参考。

业内人士指出,在做空机制尚不完善的情况下,股价上涨推动转债价格上涨仍是我国转债市场最根本的盈利模式,投资者买入股票,多数时候是为了博取正股上涨的机会。为何不直接买入正股?理由是:在很多情况下,转债的风险收益比

要比正股更具吸引力。

另外,牛市中转债容易触发赎回而加速转股退市,筹码的稀缺也会推高估值。估值过高会限制转债跟涨正股的能力,但估值高本身恰恰是投资者给予转债超过平价的溢价的反映,是转债在一定时期内跑赢正股的结果。很典型的例子是去年四季度这段时间,转债指数持续跑赢股指,从而导致转债估值溢价在今年初时一度升至历史高位,此后转债开始跑输正股。

如果要区分转债回报的驱动力,正股走势(平价)、债底变动(底价)以及转债估值自然重要,但是条款博弈的作用也不容忽视。A股转债设置回售、转股价下修等条款的初衷是提升转债的吸引力,本质是转债发行人让渡利益。如前所述,发行人发行转债,最终目的是实现股权融资,若因为正股下跌导致转债被回售而成为实质上的债券,显然是“事与愿违”,因此发行人有动力通过修正转股价化解回售风险。也正因如此,转股价修正和回售条款能够使转债一定程度上化解股价风险,更加凸显其防御性。事实上,转股价下修是转债条款博弈的主要内容,也是在大市疲弱的情况下,转债获取相对回报的重要手段之一。

在股市处于变盘阶段,转债“进可攻、退可守”的特征更加凸显。在股市酝酿走牛时,转债是博取股市拐点的有力武器,既可布局股市上涨,回撤风险又小。

在交易规则上,转债也具备一定优势。无涨跌幅限制只是其一,转债优于正股之处至少还包括:转债实行T+0交易;转债能够用于回购融资资产并进行杠杆操作,在牛市中有扩大收益的威力,而且相比股市融资融券成本而言,通过转债回购融资杠杆操作的成本要低得多、融资效率更高;转债受众范围更广,有得不能直接或过多配置股票的机构却可买入转债。

另外,利用转债市价与平价之间的价差,投资者还可进行转债的无风险套利,以及转债与“正股+纯债”组合之间套利。很典型的例子是,截至24日收盘,电气转债市价167.11元,平价则为174.91元,平价溢价率呈现明显负值,投资者可卖出正股(未持有正股的,理论上可融券卖

出),同时购入转债转股,在保持股票仓位不变的情况下,每张转债可套取7.8元的无风险利润。除此以外,转债相比正股还有票息优势,虽然正股也进行业绩分配,但此时转债转股价会随之调整,相当于间接获取股息。

正是因为多头优势的存在,转债在中长期内能够跑赢A股。从指数上看,中证可转债指数自2003年4月有纪录以来累计上涨342.31%,同期上证指数累计涨幅则为190.86%。

### 黄金期过 静候打新

当然,A股转债相对股票也有很多不足之处,尤其是在转债规模剧烈收缩的当下。

首先,转债行业分布有局限性。A股很多股票或板块,并不能找到对应的转债。截至26日,沪深上市交易可转债共18只,发行人所属申万一级行业共13个,在全部28个行业中占比不到一半,这还是近几年转债发行人范围已经有所扩大的数据。

其次,转债本身流动性不足。转债流动性要好于绝大多数纯债,但是与正股仍无法比拟。有的转债平价溢价率时常出现小额负值,很多时候并没估值不合理,而是对转债流动性差的一种折价。

再者,与正股相比,转债仍缺乏做空机制。最后,转债条款复杂,条款风险值得关注。

特别值得一提的是,由于去年下半年以来,转债市场规模收缩剧烈,更加限制了转债的流动性和可操作性。自去年8月中鼎转债算起,至今两市已经有21只转债退市,除了博汇转债是因为到期赎回之外,其余转债均是因为转股或赎回而退市。其中,久立、国金、东方、长青都是2014年才发行的转债,足见正股牛市中提前赎回条款对于促转债转股的威力。由于大量转债退市,而新转债难以跟上节奏,转债市场存量规模剧烈缩水,市值较去年6月末减少7成,市场成交量也随之大幅下滑,流动性明显降低。数据显示,4月24日全天,沪深转债合计成交30.14亿元,而去年12月转债最热的时候,日成交破百亿的情况不胜枚举。

市场人士指出,存量规模收缩导致转债流动性下降,行业代表性也有所下降,加上优质转债相继退市,使得赎回条款实际上产生了“优汰劣剩”的效果,导致转债市场可操作性下降。另外,前期转债估值扩张过快,充分反映了转债投资者对股市潜在的盈利预期和筹码稀缺性给予的溢价,导致转债弹性下降,跟涨正股的能力降低。其结果便是,很多投资者转而直接购入正股,转债连续跑输正股。

眼下,转债估值压力已得到充分消化。24日收盘,存量可转债中除未到赎回期及尚无赎回压力的歌尔、吉视转债平价溢价率高于20%以外,其余转债均低于10%,大部分在2%以内,且不乏电气转债等出现折价的品种。由于平价溢价率重回低位,转债跟涨正股能力提升,投资价值重新有所显现。综合股市节奏、转债估值、择券空间来看,市场机构认为转债行情的黄金时段已经过去,当前及未来一段时间整体上以持券待涨为主,重在把握个券和轮动机会。此外,可关注较大负溢价率引发的套利机会。另值得一提的是,有需求就会有供给,在“僧多肉少”的情况下,新转债上市定位往往很高,在二级市场之余,转债“打新”的机会更加值得期待。

据了解,中期协将积极创造条件,充分落实证监会《创新意见》,推进场外衍生品机构间市场的建立。这个机构间市场将紧紧围绕服务实体经济的服务宗旨,守住把服务实体经济发展的根本宗旨。

刘志超表示,期货经营机构要彻底改变传统的思维模式和观念,跳出传统的“经纪通道”思维,尝试用风险管理的思维、财富管理的思维、互联网的思维来寻找自身的发展定位,采取差异化、特色化、专业化的竞争策略,寻求创新发展的突破口。但应牢记,任何探索和创新都应紧紧围绕实体经济的内在需求展开,不能脱离实体经济这个根本。

此外,还要紧绷风险防范这根弦,守住保护投资者合法权益的底线。与场内市场相比,场外衍生品因其能够量身定制、满足交易者个性化的需要而受到市场青睐,但同时也具有结构复杂、交易不透明、杠杆较大、流动性差等特点。为实体经济管理风险的同时,如果不注重风险防范,也会给实体经济带来重大、甚至是毁灭性的风险。

“市场鼓励创新,允许试错、容错,但创新不能太任性,任何创新都不能以违规和风险外溢、损害投资者合法权益为代价,要紧绷风险防范这根弦,守住保护投资者合法权益的底线。”刘志超说。(叶斯琦)

## 多家期货公司 股权融资获实质进展

“近期已有一家期货公司在新三板上市,成为首家在全国中小企业股份转让系统挂牌上市,成为首家在新三板上市的期货公司,相比于主板市场,新三板市场以其灵活的机制,造就了其上市成本低、上市时间短、融资灵活等特点。期货公司也可以充分利用好这一市场,尽快增强资本实力,为提升服务能力及竞争力提供保障。”4月26日上午,中国期货业协会会长刘志超在第九届期货分析师论坛暨首届场外衍生品论坛上表示。

记者从会上获悉,多位与会人士认为,期货业要稳步推进创新业务,需要利用多种渠道增强期货公司资本实力,提升服务能力及竞争力。当前已有多家期货公司在股权融资方面取得实质性进展。

刘志超指出,要利用多种渠道,增强期货公司资本实力,提升服务能力及竞争力。2014年,证监会修订发布了《期货公司监督管理办法》,为期货公司上市扫清了制度性障碍。4月初,协会也发布了《期货公司次级债管理规则》,进一步拓宽了期货公司融资渠道。

中国证监会证券基金机构监管部副主任李格平也指出,随着《创新意见》各项配套工作的逐步落实,行业创新发展呈现出良好态势。目前期货公司的股权融资已获得突破,多家期货公司在A股上市等方面取得实质性进展。

李格平还表示,多家期货风险管理子公司通过期权等提供定制化的风险管理工具,可以预见,随着行业创新的持续推进,创新业务将成为公司利润的主要增长点。

本届论坛的主题是“新常态、新征程——护航中国经济转型升级”,并首次增设场外衍生品论坛,积极响应“新常态”下实体经济运用场外衍生品市场进行风险管理的迫切需求。

对于场外衍生品市场的发展,浙江省副省长朱从玖认为,从当前实体企业的现实情况来看,大量的企业需求在场内市场得不到满足,这主要有两方面原因。一是期货场内市场品种太少,目前场内市场只有几十个期货品种,相比较实体企业的需求而言明显不足。二是场内市场标准化程度高,虽然标准化程度高有助于期货交易、价格发现和风险管理,但其普适性相对较弱,因此,发展场外衍生品业务会给期货市场带来巨大的活力,并进一步刺激场内市场的发展。

据了解,中期协将积极创造条件,充分落实证监会《创新意见》,推进场外衍生品机构间市场的建立。这个机构间市场将紧紧围绕服务实体经济的服务宗旨,守住把服务实体经济的需求而言明显不足。二是场内市场标准化程度高,虽然标准化程度高有助于期货交易、价格发现和风险管理,但其普适性相对较弱,因此,发展场外衍生品业务会给期货市场带来巨大的活力,并进一步刺激场内市场的发展。

据了解,中期协将积极创造条件,充分落实证监会《创新意见》,推进场外衍生品机构间市场的建立。这个机构间市场将紧紧围绕服务实体经济的服务宗旨,守住把服务实体经济发展的根本宗旨。

刘志超表示,期货经营机构要彻底改变传统的思维模式和观念,跳出传统的“经纪通道”思维,尝试用风险管理的思维、财富管理的思维、互联网的思维来寻找自身的发展定位,采取差异化、特色化、专业化的竞争策略,寻求创新发展的突破口。但应牢记,任何探索和创新都应紧紧围绕实体经济的内在需求展开,不能脱离实体经济这个根本。

此外,还要紧绷风险防范这根弦,守住保护投资者合法权益的底线。与场内市场相比,场外衍生品因其能够量身定制、满足交易者个性化的需要而受到市场青睐,但同时也具有结构复杂、交易不透明、杠杆较大、流动性差等特点。为实体经济管理风险的同时,如果不注重风险防范,也会给实体经济带来重大、甚至是毁灭性的风险。

“市场鼓励创新,允许试错、容错,但创新不能太任性,任何创新都不能以违规和风险外溢、损害投资者合法权益为代价,要紧绷风险防范这根弦,守住保护投资者合法权益的底线。”刘志超说。(叶斯琦)

## 转债融资正当其时

□本报记者 张勤峰

在存量转债纷纷退市、转债市场增多弱势的背景下,新增转债供给不再是一种利空,甚至成为一种普遍期待。对于有再融资需求的上市公司来说,当下转债融资正当其时。

最新数据显示,在算上可交换债后,当前沪深市场存量可转债总市值约537亿元,而全部A股总市值已逾60万亿元,自由流通市值也高达22万亿元。

不仅市场规模小得可怜,转债市场投资群体

获利空间。与此同时,A股转债基本都设置了原股东优先配售权,参与配售的原股东在短期内即可通过出售转债获得较好收益。

与举债融资相比,转债融资由于多数实现股权融资,因此有助于完善企业资本负债结构,降低财务费用;另外,一些低等级公司发债很难,但可能通过转债实现再融资,融资成本也更低。有研究报告指出,目前投资者对信用风险仍较为担忧,低等级公司债发行难度很大,投资者限制越来越多,发行利率也较高。但通过转债融资,能明显扩大投资群体,投资者更加关注正股机会,从而降低票息水平和融资成本。

另外,转债条款灵活性高,发行可根据自身情况设计条款。当然,由于转债条款设计复杂,在一定程度上也可能增添了发行人的顾虑。不过,近几年随着转债接受程度的提升,转债条款的复杂度在降低,诸如回售等涉及发行人利益让渡的条件不断被弱化。

随着A股行情风生水起,转债不断因触发赎回条款而转股。去年下半年以来,已有21只转债相

继退市,此外,现存18只转债中还有13只已经触发或接近触发赎回条款,转股退市只是时间问题。这一期间,新发转债却不多,发行节奏远远跟不上退市,导致转债存量市场规模急剧收缩。最新数据显示,转债存量规模不到500亿元,转债筹码稀缺严重,投资者对新债需求迫切,转债融资难度很低。

从2014年情况看,监管层对转债融资的审批速度加快,亦有助于转债供给的释放。同时在发行环境非常有利的情况下,上市公司转债融资意愿也在提升。转债发行市场很快就可能开闸。从公开信息来看,目前两市已披露的转债发行预案共14家,计划发行规模合计358.2亿元。此外,可交换债的面世也为转债融资提供了更多的途径。

从以往情况看,由于市场规模小,新增供给对存量转债估值冲击不小。不过,目前这一担忧大可不必。一是,从目前数据看,待发转债不多,且尚无百亿级别的大额转债,在存量转债不断退市的情况下,净供给仍相当有限。二是,近些年新转债投资者不断涌现,银行理财、RQFII、基金专户等开始涉足转债,使得转债市场承接能力大为增强。