

# 转债估值尴尬 波段操作为宜

□本报记者 王辉

8月底以来,A股市场迎来修复性反弹,可转债市场虽跟随反弹,但表现屡屡不及正股。分析人士指出,高估值限制了正股反弹市道下的转债进攻性,鉴于短期A股市场可能呈反复震荡筑底走势,加之转债择券空间有限,因此适时的高抛低吸显得尤为重要。

## 转债持续跑输正股

在经过此前持续较长时间的个股赎回之后,8月底以来,存量券稀少的转债市场不仅在个券投资选择上面临较多局限,其阶段性表现也持续偏弱。

9月8日,A股市场连续第二个交易日出现较大幅度反弹,转债市场则延续了跑输A股市场的表现。当日中证转债指数收涨2.20%至310.05点,涨幅低于沪综指、深成指的2.29%和2.91%。个券方面,虽然两市所有交易中的转债(含可交换债)均实现上涨,但涨幅多不及正股,如领涨的航信转债上涨3.16%,正股航天信息上涨3.67%,歌尔转债涨3.15%,正股歌尔声学则大涨7.29%。

统计数据显示,截至9月9日收盘,自8月26日上证综指探出2850.71点的阶段

性低点以来,上证综指累计已上涨10.79%,深证成指累计上涨7.28%,沪深300指数累计上涨12.35%。同期中证转债指数9.40%的涨幅仅略高于深成指,明显落后于其他两个A股基准指数的表现。在个券表现上,上述交易时间内两市转债涨幅位居前两位的电气转债、航新转债分别上涨11.05%和8.89%,其对应正股上海电气、航天信息的股价上涨幅度则均在25%以上。

整体来看,尽管6月中旬以来转债市场跟随A股市场也出现了明显调整,但在近两周主要股指触底反弹的情况下,转债市场明显跑输A股市场。

## 低弹性特征暂时难改

对于近段时间转债市场相对偏弱的表现,分析人士指出,转债估值是主要症结,在转股溢价率居高不下的背景下,转债个券普遍弹性不足,在反弹过程中难跑赢正股。尽管债底保护已逐步显现,但支撑也不算很稳固。总体看,在A股走势尚无法乐观的背景下,预计转债市场短期内难有大行情。

据Wind数据显示,截至9月9日收盘,转债各品种的纯债溢价率在20%-40%之间,市价距离债底尚有一定距

离,面临的债底支撑作用还较为有限。与此同时,各品种转股溢价率分布较为分散,最低的如电气转债,约为17%,高的如格力转债、15天集EB、航信转债,分别达到58%、72%和127%。考虑到电气转债仍在触发赎回累积期,股性估值因此受限,市场上存量个券股性估值实际上仍处在较高的位置,透支了较高的正股上涨预期,因此正股上涨时,至多只是对高估值的验证,也难以起到进一步推动转债估值上行的作用。

中信建投报告即指出,由于转债品种的稀缺性,当前转债估值水平仍处于牛市状态。在这样的估值环境中,博反弹的空间和时间都显得比较有限,性价比也在逐渐减弱。考虑到A股市场短期可能会持续处于震荡市中,因此适时的高

抛低吸显得尤为重要。

中信证券也认为,在经过之前下跌后转债价格已经偏离均衡价格中枢较多,因此存在一定技术性反弹的需要,但不宜期待过高,现阶段转债市场各品种整体维持在均衡区间内震荡的概率仍然较大。国信证券进一步指出,从最近一段时间的A股市场走势来看,转债市场提早止跌透支了反弹时候的上涨空间,因而表现出比正股更窄的波幅。整体而言,对于现阶段相对窄幅的波动只能适当参与。

与此同时,中金公司日前发布的一份投资者调查报告显示,投资者对9月份转债市场估值中枢将小幅上移或明显上移的比例,仍处在20%以下的低位,显示出市场谨慎情绪仍旧没有明显消散。

9月9日沪深市场转股类债券表现一览								
名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值	转股溢价率	纯债溢价率	债券余额(元)	类型
航信转债	131.09	3.16	3.67	94.1393	126.85	39.26	2400000000	偏债型
歌尔转债	131.00	3.15	7.29	97.7019	31.65	34.09	2499644200	平衡型
格力转债	134.79	2.71	5.39	97.7202	58.44	37.95	978306000	平衡型
电气转债	132.79	1.37	2.88	95.3243	16.51	39.31	5997060000	平衡型
14宝钢EB	121.30	1.18	1.12	98.4371	38.14	23.24	4000000000	平衡型
15天集EB	110.69	0.08	0.71	92.1383	72.10	20.19	1200000000	偏债型

联性反而有所弱化。因此现阶段,以股性估值作为参考进行转债投资意义并不大,绝对价格以及债性估值对转债价格的影响更为重要。建议投资者短期对转债继续保持谨慎,若后续进一步下跌导致部分转债/交换债纯债溢价率下降至15%以内,则可以考虑开始建仓长期配置。

## 中金公司:配置价值仍不明显

转债市场来自于债底和条款支撑还比较弱,还难以脱离股市谈绝对底部。但借鉴2010年等时间点经验,当时很多转债在110-120元区间产生了很强的支撑,直到股市和供给大潮涌现。不少热门板块优质品种,如

安泰转债等始终没有明显跌破130元。当前转债市场也较为类似,在一段时期之内,110-120元区间会表现出支撑力,适合博弈短期机会,适度进行中长期配置。110元以下显然才可以考虑忽略股市表现而增持。趋势的逆转关注股市和供给情况。股市仍可能是引发短期拐点甚至底部的最重要因素。目前看股市仍需要休养生息,转债估值不便宜,中长期配置价值仍不明显,更多关注波段和个券机会。市场的供给状况预期弱于2010年,股市长期表现有望强于2010年之后走势,转债大概率不会遭遇2011年的厄运,即真正要依赖债底和调整托底。(张勤峰 整理)

## ■观点链接

### 中信证券:有小机会 注意仓位

转债价格维持在均衡区间内震荡的概率较大,但前期下跌后转债价格已经偏离均衡价格中枢较多,因此存在一定技术性反弹的需要,但不宜期待过高。从前期来看当转债价格跌至120元附近后将会出现一轮小级别的反弹,向130元支撑价位回归,随着A股市场稳定预期的提升,传统转债价格也有望向130元价格靠拢,其中低估值的电气转债更值得关注。但需要注意的是,虽然上周转债估值有所收敛但仍依旧较大,未来转债市场估值收敛仍是主要行情,因此转债价格的反弹更多是技术性需要而非趋势性行情。策

略方面,目前转债价格投资者可以适当建仓,但由于近期转债成交额较低需注意仓位,若转债价格回暖则建议投资者回归谨慎。整体而言,转债市场存有小机会但幅度较为有限,转债市场的慢节奏仍将持续。

## 国泰君安:等待估值进入配置区间

A股快速去杠杆意味着市场风险大部分已得到释放,市场后续大幅下挫的空间已在逐渐减小,但行情的反转仍有待筹码的充分交换以及时间的消耗。目前的市场行情下,转债的债底保护越来越明显,而由于转债标的的稀缺性,转债本身仍然是作为筹码在交易,同涨同跌的现象非常明显,与正股本身的关

# 城投债与产业债利差呈现新格局

□安信证券 程昊

近两月,随着资金持续流入固定收益市场,债市走出了一波从信用到利率的轮动行情。与此同时,城投债信用利差以及城投与产业债的跨品种利差也已经接近或跌破历史低点,其中评级AA+及以下城投与产业利差转负,目前普遍在-5至-10bp的区间。今年以来,城投与产业利差持续收缩,其中有债市整体行情的推动,也有城投公司再融资政策放松以及信用基本面改善等原因。城投与产业债的利差可能已经进入新常态,将长期维持低位,后期或有继续压缩的空间。

2008年以来,观察城投与产业债的利差,大部分时候都是在均值水平上下20bp的区间内波动。只有两段时期利差

明显走高,触发事件之一是2011年城投债危机,二是2014年底中证登“黑天鹅”事件以及之前的“43号文”。这两段利差走扩的背后逻辑虽然都是对于城投基本面的担忧,但也有所区别。第一段是滇公路等事件导致的违约风险的担忧,而第二段是对于地方政府再融资以及城投企业债在交易所失去质押属性后导致机构被迫去杠杆的担忧。这些因素在未来会怎样影响城投与产业债券的相对价值呢?

信用基本面方面,城投与产业利差走扩的逻辑无非就是城投发行人相较于产业发债主体信用资质的恶化。2012年以来,我国经济增速放缓,一方面是因为长周期下中国潜在增长率的放缓,另一方面也由于出口回落、消费不足等结构性因素,而这些因素到目前为止没有看到显著好转的迹象。最近公布的8月PMI和央行

二季度调查问卷也侧面印证了企业经营不佳,基本面疲软的状况。

短期来看,托底经济更加需要通过中央政府加杠杆的方式实现,而中国式的地方政府债务重组不仅能够防范债务风险,还能够有效降低地方利息支出的负担、腾挪财政收支,缓解城投企业再融资风险、提升市场对于城投债的风险偏好。反观产业债,我国产业债发行主体以周期性公司居多,在周期向下、产能过剩、加上银行不良率攀升引发惜贷的背景下,行业信用利差有趋势性走扩的压力。

质押政策方面,自2014年底“黑天鹅”事件之后,杠杆操作的机构最关心的恐怕就是城投企业债的质押问题了。今年,可质押城投和公司债下行幅度远超一股企业债,8月,AA+评级15闽高速公司债发行利率在3.53%,比相同资质不可质

押城投债低70-80bp,可见如果恢复质押功能(哪怕质押率降低),城投债会变得更受欢迎。随着2015年地方政府债务限额的公布,料想地方政府债务的甄别工作可能已进入尾声,考虑到中证登对于城投债质押暂时只有过渡性的政策安排,未来应该会有一个完整而合理的城投企业债质押方案出台。个人认为,目前市场对于城投企业债不能质押的属性已经充分定价了,所以从边际上来说,今后任何关于城投质押的政策出台都可能构成进一步的利好。

从以上的分析可以看出,城投相比产业债,整体的信用环境是在转好的,再融资政策松绑以及可能的城投企业债质押政策“彩蛋”都有助于两者利差维持低位,城投与产业债的利差大概率已经进入新常态。(本文仅代表作者个人观点)

# 债市暂无大机会

日基本持平。6个月同业存单的利率则普遍在3.6%以上,较月初上行约5BP。

昨日利率债一级招标热度下降,二级利率小幅上行。上午招标10年期国债,中标利率为3.361%-3.3453%,一级半市场大致成行在3.34%返手续费的水平。下午招标5年期、7年期和10年期农发债,中标利率分别为3.57%、3.84%和3.88%,倍数较8日的国开大幅下降,收益率则高出15BP左右。二级市场上,3年期150418收盘在3.38%,5年期150213收盘在3.53%,10年期150210收盘在3.825%,均较上一交易日上行1-2BP。

# 10年续发国债招标结果偏暖

场认购倍数2.93倍,首场招标后未获追加,实际发行额300亿元。

本期续发国债中标收益率略低于机构预测和二级市场水平。此前机构给出的预测中值为3.34%;WIND数据显示,9月8日银行间市场上,15附息国债16的最新收盘收益率为3.38%;中债到期收益率曲线显示,9月8日银行间待偿期为10年期的国债收益率为3.36%。从认购情况看,本期续发国债认购倍数接近三倍,为今年以来记账式国债招标的较高水平,反映出配置资金对10年期国债的认可度较高。

市场人士指出,昨日市场资金面进一步改善,主流资金利率稳中有降,加上周二最

## 人民币即期汇率三连跌

9日,人民币兑美元汇率中间价、即期价双双下跌。其中,即期价跌逾百基点,为近期连续第三个交易日走低。市场人士表示,当前在离岸市场价汇差依然较高,人民币在岸价仍承受一定贬值压力,但人民币汇率不具备大幅贬值基础,近期或主要呈现弱势震荡、双向波动走势。

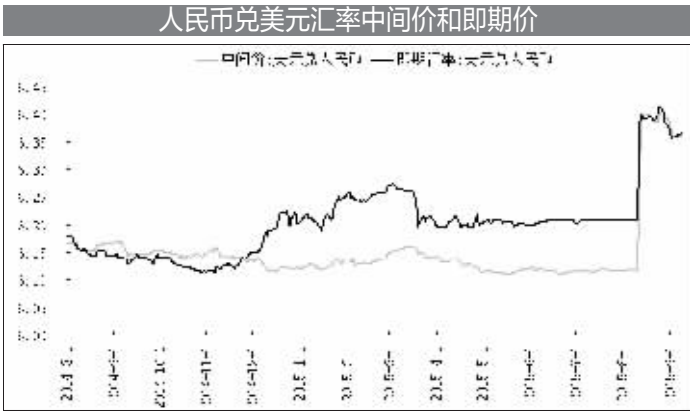
据中国外汇交易中心公布,9日银行间外汇市场人民币兑美元中间价为6.3632元,较8日小幅上调7个基点。即期市场方面,人民币兑美元即期汇率早盘小幅高开,之后一路震荡下跌,尾盘收报6.3778元,全天下跌106基点,三个交易日累计下跌219基点。

昨日香港离岸市场上,人民币兑美元即期汇率先扬后抑,截至北京时间17时,人民币CNH汇价报6.4650元,较前一交易日收盘跌102基点,与在岸即期汇

价的价差仍有近900基点。值得

一提的是,当日早盘在外汇局限制拆分购汇消息的作用下,离岸与在岸市场汇差一度收窄至近800基点,但午后离岸汇率再度下跌,导致汇差重新拉大。

市场人士表示,短期看,国内经济下行风险、境内外汇差高企、美联储加息渐行渐近等因素,仍给人民币带来一定的贬值压力,但长期来看,境内外汇差并非人民币汇率的主导因素,国内经济增速在全球范围内依然相对较高,使得人民币并不具备长期贬值的基礎。未来随着我国稳增长政策逐渐显效、经济企稳回升,加之人民币国际化继续推进,人民币汇率有望重拾升值动力。而结合我国拥有丰厚的外汇储备,为央行维护人民币汇率稳定提供了充足“弹药”来看,预计短期内人民币汇率有望呈现弱势震荡、双向波动态势,继续贬值的空间有限。(葛春晖)



## 资金面恢复均衡偏松状态

9日,银行间市场资金面整体均衡偏松,延续温和回暖的势头。市场人士指出,央行料将保持一定的流动性投放力度,弥补因外汇占款减少造成的基础货币供给缺口,银行体系流动性总体保持适度宽裕格局是大概率事件。

9月以来,市场资金面多呈现早间偏紧、午后转松的格局,流动性总体持续渐进回暖。9日的情况仍旧如此,流动性状况有进一步的改善。据交易员称,9日早间隔夜资金融入需求依然旺盛,但在数家大行陆续融出的支持下,解决了大部分需求,7天以上品种则供给充裕。午盘后,资金面愈发宽松,减点融入需求也容易得到回应。

从回购利率走势上看,昨日银行间质押式回购市场上,1个月以内的各期限利率稳中有降,其中隔夜利率持稳在1.89%,7

天利率跌4bp至2.40%,14天利率跌5bp,21天利率大跌50bp。1个月及更长期限回购利率则有所上涨,其中1个月回购利率上行约9bp至3.14%,该期限成交量也继续上升。

市场人士指出,前期央行流动性投放的累积效果正在显现,加上市场流动性预期趋于稳定,推动短端货币市场利率重新下行,流动性保持渐进改善的态势往后看,外汇市场波动犹存,私人部门持汇及换汇意愿仍较高,新增外汇占款尚不乐观,令本币流动性继续承受压力,但货币当局保持适度宽裕流动性的态度明确,相应的应对和干预工具或手段充足,预计流动性不会出现大幅收紧,保持基本稳定和相对宽裕仍是大概率事件。不过,短期内,需对季末效应的影响保持一定警惕,近期长端回购量价齐升的现象值得关注。(张勤峰)



## 农发行新债招标不温不火

9日下午,中国农业发展银行招标发行三期固息金融债。由于机构情绪依然偏向谨慎,三期新债招标结果中规中矩,认购倍数在2.3倍左右,中标利率贴近或略低于二级市场。

农发行昨日招标的是该行今年第15期5年期、第12期7年期和第5期10年期固息金融债的增发债券,起息日依次为5月22日、5月4日、2月27日。据市场人士透露,此次5年、7年、10年期增发债券的中标参考收益率依次为3.5719%、3.8448%、3.8819%;全场认购倍数依次为

3.15、2.34、2.1。

从定价情况看,据WIND数据显示,三期债券招标日前在银行间市场的最新收盘收益率依次为3.5758%、3.9413%、3.9078%,中标利率贴近或低于二级市场;从需求情况看,认购倍数较8日国开债招标时明显下降,但与农发行自身下半年以来的招标情况相比,也算是中规中矩。

市场人士指出,债市短期受制于资金面不确定性、供给压力以及季节性效应等不利因素,但中长期向好趋势未变,政策性金融债的配置价值犹存。(葛春晖)

## 东北证券将发20亿短融

公告显示,东北证券定于9月14日公开招标发行其2015年第三期短期融资券。本期短融期限87天,计划发行20亿元。

据公告,本期短融采取固定利率、单利按年计息,将通过中国人民银行债券发行系统公开招標的方式发行,最终票面利率将通过招標系统招標确定。招標日为9月14日,分销期、缴款日和起息日均为9月15日,自9月16日起上市交易流通,2015年12月11日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。本期短融无担保,经联合资信综合评定,东北证券

主体信用等级为AA+,本期短融的债项信用评级为A-1级。

据统计,本期短融将是9月份以来发行的第4只证券公司短融,这4支短融的计划发行总额达到42亿元。而整个8月份只发行了6只证券公司短融,发行总额为110亿元。近期该类短融的发行节奏重新有所加快。分析认为,这主要是因为存量债券到期后,释放出了一定的供给额度,但从券商两融业务运行状况来看,目前权益市场重新加杠杆的意愿不强,因此券商融资需求应该不会比上半年更加强烈。(张勤峰)