

转债高估值限制上行空间

□本报记者 王姣

10月以来,伴随着股市震荡回暖,转债市场也水涨船高,再度晋升为最受看好的债券资产,近期表现也可圈可点,其中格力转债10月以来涨幅达到20%。

借着政策宽松、股市继续反弹的预期,转债市场是否将迎来更多的机会?分析人士认为,投资者情绪的好转有助于转债市场表现,但高估值依然构成转债价格继续突破的障碍,目前高溢价率的个券已经透支部分上涨预期,在关注转债交易性机会的同时也要留一分清醒。但与此同时,短期转债供给难以有效释放,依托刚需资金,转债估值也难主动压缩,整体风险有限,在股市行情调整时仍可能表现出一定的抗跌性。

A股转暖 转债水涨船高

国庆节后A股市场暖意浓浓,截至10月28日,沪深300指数的累计涨幅达10.05%,而涨幅超过50%的个股已多达百只。

伴随着股市震荡回暖,转债市场迎来久违的复苏。尽管中证转债指数月内累计涨幅仅4.04%,远逊于沪深300指数的表现,但业内认为这主要归因于电气转债和航信转债停牌。

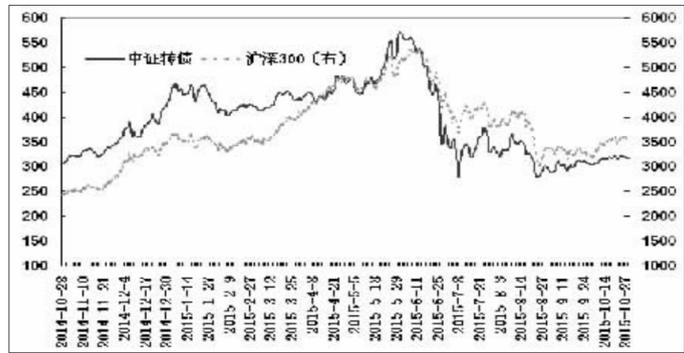
从个券表现来看,截至28日,格力转债的累计涨幅已达19.84%,歌尔转债和

观点链接

中金公司:转债估值难大幅回落

中期来看,转债市场估值很难主动大幅回落。原因包括三点:一是一级债基等在前期股灾中清仓股票,更为缺少表达股市观点的工具,转债的筹码价值提升;二是供给不足、筹码稀缺的问题在未来两三个季度都难以实质改观;三是来自于纯债的成本越来越低,投资者愿意给予高估值博弈高收益。

中证转债指数与沪深300指数走势对比



14宝钢EB的涨幅分别为9.8%、15.86%,涨幅最小的15天集EB也上涨了4.2%。对比相应正股,10月以来转债表现总体偏弱,其中格力地产、新华保险、天士力的累计涨幅分别为20.78%、18.67%和11.19%,歌尔声学表现则弱于转债,累计仅上涨8.41%。

转债市场交投也趋于活跃。以格力转债为例,格力转债28日成交量为28.24万手,本月最高的一日达到49.76万手,远高于节前最后一个交易日的3.36万手。

兴业证券分析师唐跃认为,转债近期的表现也是资产荒的一种体现。一方面,转债有刚性配置盘,而由于市场整体

海通证券:高溢价率券透支上涨预期

央行再度“双降”,长期无风险利率下行对股市估值提升具有支撑,转债也将受益于正股上涨。但对后市乐观的同时也需保持理性,当前转债与正股走势出现背离,例如格力地产上周正股下跌,但格力转债却因宽松预期和稀缺性再度上涨,短期降准降息后该现象或仍将存在,但长期看过高溢价率的个券透支上涨预期,性价比

资金较为宽松,转债基金并未继续遭受大幅赎回,这保证了需求的旺盛;另一方面,不仅新发债券迟迟不至(可交换债已有放开),电气和航信的停牌使得市场可以选择的标的进一步下降。这样的资产荒状态导致转债得以持续维持高价。

绕不过的高估值问题

受益于大类资产整体向好,投资者对转债市场的预期已明显转暖。据中金公司的调研,其编制的股指信心指数从上期的41.1%大幅回升至80%,转债估值信心指数也从上期的41.8%升至67.33%,为2月份以来的最高水平。相应的,投资者对转债市场的预期也明显转

降低。仍建议精挑细选,选择溢价率尚可、业绩也有改善的个券。短期可关注格力转债,看好15清控EB和电气转债。

华创证券:短期谨慎 注意择时

短期大盘走势相对强势,但我们认为以市场自发的超跌反弹情绪为主,10月大概率以反弹行情为主,乐观但仍需要谨慎。我们判断转债价格110元左右进入底部区间,短期130-140元以

暖,转债表现信心指数从上期的50.68%升至82.67%,也接近历史较高水平,但中期表现预期明显较短预期。

相比之下,卖方研究报告的措辞要更冷静一些。很多分析师认为,四季度股票市场情绪有望进一步恢复,转债可能由此迎来一波行情,但市场自大盘节后上攻以来,涨幅已比较可观,目前转债溢价率偏高,估值相对较高会限制未来的上涨空间。

中信证券报告指出,在央行“双降”后,A股市场情绪加速回升,可能会推动转债市场情绪转好,因此转债存在一定的交易性机会,但从根本上来看高溢价的收敛阶段不可逾越,现存转债价格越高风险越大,特别当停牌个券与新券上市后对存量高溢价的冲击不可小觑,因此建议投资者在关注交易性机会的同时也留一分清醒。

值得注意的是,上周五清华控股表示拟以持有的国金证券为基础发行可交换债。不过业内人士认为,由于交换债发行审批和转债所走的通道不一样,因此这并不意味转债发行也将重启。

国泰君安证券表示,虽然交换债发行重启,但短期转债供给仍难以得到释放,监管层对于反弹行情较为呵护,不会轻易释放IPO重启这类利空信号。在新转债上市前,存量转债市场依旧受资金刚需推动,估值维持泡沫化状态,短期估值大幅下行的概率也较小。

上进入顶部区间,一旦进入底部区间,建议逐步配置。目前电气、航信转债均已停牌,标的相对稀缺,由于转债溢价率相对偏高,正股吸引力相对强于转债,短期不建议参与反弹或可低仓位参与,国金EB发行在即,建议参与。中长期我们依旧看好大盘蓝筹及国企改革相关标的,未来中长期慢牛格局不变。长期看好歌尔、航信的成长性,电气和格力国企改革预期强烈,未来投资转债以择时为主。(王姣 整理)

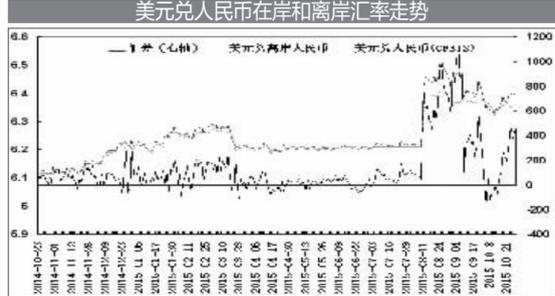
人民币汇率小幅走软

28日,境内人民币外汇市场波澜不惊,人民币兑美元即期汇率收盘跌60基点,继续于6.35元一线横盘,香港离岸人民币汇率亦小幅走软,但与境内汇率差价变动不大。市场人士指出,美联储议息会议难有意外举动,美元延后加息已是市场共识,预计人民币汇率将暂维持一段震荡走势。

28日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3536元,下调42基点,基本追平了前日人民币即期汇率收盘价。即期外汇交易方面,受中间价下调带动,28日人民币兑美元即期询价系统低开于6.3548元,在小幅下探后转为震荡拉锯行情,日内多数时间交投在6.3560

元上下,全天波动未超过80基点,尾盘收报6.3592元,跌60基点,虽连续第三个交易日走软,但始终未远离近期围绕6.35元构筑的整理平台。香港市场上,28日离岸人民币汇率继续走低,截至境内市场收盘时,离岸人民币兑美元(CNH汇率)报6.4025元,跌69基点,与在岸即期汇率的价差维持在400基点左右。

日前央行“双降”,并未对人民币汇率造成太大冲击,汇率市场预期稳定。尽管美联储议息会议公布在即,但延后加息已成市场共识,料对人民币汇率影响有限。短期看,人民币汇率有望延续震荡走势,难见大升大贬。(张勤峰)



资金充裕 回购利率降幅收窄

28日,银行间货币市场维持宽松景象,主要期限回购利率继续走低,但降幅明显收窄。市场人士指出,今后一段时期内,流动性保持合理充裕几无悬念,但货币市场利率要明显下行或仍需宽松政策引导。

昨日银行间质押式回购市场维持宽松状态,回购利率稳中有降。存款类机构行情显示,28日隔夜回购利率加权值持稳于1.76%,指标7天期利率在连续两日出现较明显下行后,降幅亦收窄至不足2bp,加权利率收报2.26%,与央行7天期逆回购利率基本相当;中长期限的14天利率则反弹约2bp至2.73%。

Shibor利率方面,28日各期限Shibor利率继续全线下行,但速率明显放缓,7天期Shibor利率仅微跌0.5bp,3个月Shibor利率微跌0.9bp。

交易员表示,“双降”后市场流动性预期更趋乐观,大行保持稳定融出,今后一段时间资金面基本无忧。但同时,资金需求依然非常旺盛,且集中于隔夜等短期限品种上,在一定程度上限制了短端货币市场利率继续下行。此外,当前外汇资金仍有净流出,加上财政存款季节性增多,将逐步抵冲降准释放的流动性,目前略高于2%的超储率也算不上高,因此货币市场利率要重归5.6%低位,可能需政策继续引导。(张勤峰)

续发三年期国债需求平稳

财政部28日招标了本周发行的第一只记账式国债。招标结果显示,该三年期续发固定国债中标收益率略低于二级市场水平,认购倍数向好,整体需求平稳。市场人士指出,央行降准降息后资金面宽松,同时货币政策继续宽松预期明确,债市投资者情绪相对乐观。

财政部昨日招标的是今年第二二期3年期记账式国债的第一次续发债券,计划招标280亿元,票面利率2.92%。据中债登和交易员的信息,本期国债中标收益率落在2.6503%,边际收益率2.6953%,全场招标倍数

2.39,实际发行280亿元。

本期国债发行利率略低于二级市场水平。据Wind数据,28日,剩余年限接近3年的“15付息国债12”成交在2.68%。分析人士指出,目前经济疲弱,通缩压力上升,短期流动性压力仍在,货币宽松仍有必要,利率也处在下行通道的中,市场配置中长端利率债的意愿仍较为高涨。

另据公告,财政部定于11月4日招标发行今年第二十三期10年期记账式付息国债,该期国债为固定品种,竞争性招标总额280亿元,甲类成员可追加投标。(王姣)

天津28日定向发行46亿地方债 利率较下限上浮15%

天津市财政局28日采用定向承销方式发行了总额45.62亿元的地方政府债券,包括3.68亿元一般债券和41.94亿元专项债券。发行结果显示,此次各期限债券发行利率均较下限上浮15%。

天津市昨日定向发行的一般债券包括3年、5年、7年和10年期四个品种,专项债券则包括5年、7年、10年期三个品种。据公告此次3至10年期一般债券的发行利率分别确定为3.18%、3.30%、3.50%、3.49%,专项债券发行利率与相应期限的一般债券相同。据今年5月,财政部等三部

部门联合印发的通知,采用定向承销方式发行的地方债,发行利率区间下限不得低于发行日前1至5个工作日相同时待偿期记账式国债收益率平均值,上限不得高于发行日前1至5个工作日相同时待偿期记账式国债收益率平均值上浮30%。

据中债国债到期收益率数据库统计,此前5个交易日3年、5年、7年、10年期国债收益率均值分别为2.76%、2.87%、3.04%、3.03%。此次各期限天津地方债中标利率均较国债均值上浮约15%。(张勤峰)

交易员札记

长期利率债止涨 信用债火热依旧

28日,银行间利率市场行情略微降温,但信用债一二级市场仍维持相当的热度,市场整体收益率率继续下探,牛市格局未变。

昨日现券收益率继续下探,长期限利率债午后有所回调。国债方面,1年期成交在2.36%,5年期成交在2.84%,7年期成交在2.95%附近,10年期成交在3.0%-2.96%。金融债方面,3年期国开债成交在3.04%-3.01%,5年期国开债成交在3.20%一线,10年期国开债成交在3.38%附近。短融券成交活跃,成交以高等级品种为主,如接近1年的15大连港CP001成交在

3.15%,半年期的15中船SCP002成交在3.15%。中票亦是中等级券种较受关注,如5年期15南电MTN002成交在3.58%。企业债方面,AA附近城投债收益率下行明显,如4年多的AA品种12筑住投债成交在4.0%,此外,10年期14铁道01成交在3.76%附近。

继8月双降之后,上周的再度降准降息显示了央行降低短期流动性成本的意图,有利于缓解经济下行压力及进一步提升债市结构性流动性。短期内债市有望维持牛市行情。(中银国际证券 斯竹

期债突然跳水 趋势并未逆转

□本报记者 张勤峰

在前日量价齐创新高后,国债期货28日先盘后跌,午后快速跳水,最终全线收跌,折射出期价超预期上行后,获利筹码兑现的冲动日渐上升。市场人士指出,债市近阶段积累了较大涨幅,且现券收益率身处关键位置,加之新的经济数据披露在即,交易盘平仓可能引发收益率出现一定波动,但收益率向下的趋势不改,任何明显的调整都可能成为新的介入机会。

期债午后突然跳水

28日早间,国债期货市场未能延续前日涨势,已传递出一定的谨慎情绪。整个早盘,期价均在前日结算价附近盘整,下午开盘后半小时,市场依然波澜不惊,但约从13:30开始,期价跳水,随后逐级走低,尾盘各期限各合约全线收跌。主力合约方面,昨日五年期TF1512合约收在

100.215元,跌0.36%;十年期T1512合约收在99.390元,跌0.38%。经此调整,期债基本将27日涨幅回吐殆尽。

在连续两日快速下行后,昨日现券收益率由跌转稳。28日上午,财政部招标的3年期国债定价无惊喜,中标利率接近机构预测均值,认购倍数尚可,配置需求仍在。二级方面,现券成交利率和IRS利率均止跌回稳,接近十年的国债150023多笔成交在2.97%、2.98%,相比前日尾盘无明显波动;接近十年的国开债150218成交集中在3.38%、3.39%,回升约2bp。

相比之下,虽然28日现券行情上涨放缓,谨慎气氛有所上升,但期货市场波动更剧烈,调整更明显。

波动难免 趋势未变

市场人士指出,债券市场在目前位置出现一定的波动并不难理解。

首先,债市阶段涨幅较大,持续时间

较长,积累了较多的获利筹码,自身存在一定的休整和整固需求。以十年期国债主力合约T1512为例,本轮行情发端于9月24日前后,在汇率趋稳与流动性改善的乐观情绪支撑下,期价一路走高,直至10月15日创新高后才有所回落,而后经济数据陆续发布,货币宽松呼声再起,市场先后迎来央行MLF、降息降准等政策利好,推动期债再创新高。据测算,截至10月27日,T1512合约自9月下旬以来累计上涨逾3.6%;十年期国债现券收益率则下行达35bp,27日收在2.98%一线,是2009年下半年以来首次跌破3%关口。

其次,目前不论期货还是现货,都处在较敏感位置,更易触发获利了结的冲动,引发市场波动。期货在持续上涨后,已处历史高位,向上的想象空间在收窄;而现货收益率跌至关键位置,市场对于十年国债能否有效跌破3%仍有分歧。

最后,美联储议息决议公布在即,紧

当前企业选择即期结汇更稳妥

□韩会师

8月13日以来,境内外人民币汇率在波动中均有所升值,目前在岸及离岸人民币汇率距8月12日创新的年内低点仍有1000-2000基点的差距。加上外汇局加强对跨境套汇的监管,境内结售汇逆差规模大为下降,人民币贬值压力亦随之缓解。一切都在向着有利于人民币市场稳定的方向发展,面对稳中有升的人民币,出口企业该如何确定结汇策略呢?

从谨慎的角度出发,只要远期报价能够满足出口企业的收益底线,就可以签约锁定风险。目前美元对人民币1年远期报价在6.46附近,从绝对水平看并不差,比年初大约高出1000基点。但企业若在该价位签约,一旦人民币继续贬值,远期结汇合约很可能出现重估损失,从而需要在合约到期前向银行追加保证金。如果企业不能接受保证金带来的财务管理费用上升,那么坚持即期结汇也许是目前更为稳妥的策略。理由有三:

一是人民币当前的升值可能是双向波动大行情中的阶段性表现,随时可能回调。

双向波动是人民币汇率管理体制改革的大趋势,“8·11”汇改之后,由于市场对新规则不适应等因素,诱发了较为严重的贬值预期。为稳定市场,管理层多次高

调否定大幅贬值的可能,境内即期汇率的稳中有升也有引导市场情绪的用意。随着市场趋于稳定,维持升值走势的必要性将明显降低,出现一定幅度的阶段性贬值实属正常。一旦人民币即期汇率走弱,远期汇率难免随之贬值,从而令远期结汇合约面临重估损失。

二是受资本外流影响,人民币贬值压力虽明显缓解,但短期内尚难以完全消退。

贬值预期的弱化与人民币小幅升值并不意味着资本外流会在短期内消失,在跨境套汇退潮之后,资本外流仍将继续对境内购汇市场施加压力,使我国较高的对外贸易顺差难以转化为结售汇市场的高额顺差,同时对人民币施加贬值压力。人民币单边升值阶段,境内的高利率激发“热钱”涌入之后,他们大多不在远期市场进行套期保值,而是安享“高利差+人民币即期汇率升值”的双重收益。但2014年开始,人民币双向波动意味着“人民币即期汇率升值”这块收益变得极为不确定,甚至可能因人民币贬值而侵蚀掉利差收益。如果通过远期市场对汇率风险进行对冲,人民币的远期贴水照样可以侵蚀掉利差带来的收益。目前人民币1年远期贴水约为2%,与境内外利差相差无几。

在利差的诱惑被汇率的不确定性吞

噬之后,热钱必然撤离,贬值预期是否弱化乃至人民币短期内是否升值对其不会产生方向性的影响,目前人民币的稳定与升值反倒有助于其获得较低的外逃成本。

三是人民币的获得可以承受一定幅度的贬值。

在市场恐慌情绪淡化之后,人民币如果只是小幅度贬值,未必诱发新的购汇高潮。目前境内人民币与美元理财之间的利差仍在3%左右,只要人民币年度贬值幅度控制在3%以内,境内居民持有美元并不划算。“热钱”的撤离虽然一时看似汹涌,但规模毕竟有限,只要民众不产生恐慌性购汇,外汇储备和国际收支的基本安全仍能得到保障。当然,如果未来央行进一步降息,人民币的利率优势将下降,但只要市场相信人民币的贬值幅度小于利差,小幅贬值就不会持续诱发购汇潮。

总体而言,在双向波动的大趋势下,只要能够合理引导市场预期并控制好节奏,人民币有阶段性贬值的较大可能,同时不至于因贬值诱发系统性风险,但这意味着期限较长的远期结汇合约将面临较大的重估损失风险。因此,出口企业若对保证金支出比较敏感,即期结汇和期限较短的远期结汇是目前更为理想的选择。(作者单位:中国建设银行总行。本文仅代表作者个人观点)