

供给冲击逼近 转债跟涨空间几何

□本报记者 王姣

近5个交易日以来,A股市场迅速反弹,上证综指盘中强势突破3600点,创8月21日以来的新高。受益于股市明显回暖,转债市场亦“轻舞飞扬”,可交易个券在正股的带动下全线上涨,并纷纷触及7月以来的高点。

伴随风险偏好提升,不少投资者对股市继续回暖相对乐观,转债市场后续将如何演绎?分析人士指出,在股市上涨和转债标的稀缺的前提下,短期转债市场有望随大盘继续“起舞”,但转债估值弹性和跟涨能力将大为降低,向上空间有限。尤为值得注意的是,未来随IPO重启,转债新券发行预计也将放开,供给冲击的风险正在逼近,新券发行开闸后溢价率的收敛可能难以避免。

转债受益股市回暖

上周三以来,A股市场量价齐升,突破了前期整理平台。截至11月10日收盘的5个交易日,上证综指上涨逾310点,至3640.49点,累计涨幅9.76%;深成指上涨逾1100点,至12500.53点,累计涨幅10.74%。

受益于股市回暖,转债市场亦“轻舞飞扬”。据统计,11月4日至10日,中证转债指数累计上涨2.36%,深证转债指数累计上涨8.16%,其中中证转债因电气转债和航信转债停牌而涨幅不高。

个券方面,除航信和电气停牌外,其余转债受正股推动均实现上涨,但由于溢价率较高,转债涨幅均不及正股。其中14宝钢EB正股新华保险的区间涨幅高达21.14%,EB的交易热情也明显升温,最近5个交易日上涨9.19%,领涨转债市场;与此同时,格力地产、歌尔声学分别大涨15.23%、14.73%,格力转债、歌尔转债对应涨幅则分别为6.45%、5.9%;相比之下,15天集EB及正股天士力的波动较小,区间涨幅分别为1.99%、5.8%。

分析人士指出,转债市场标的稀缺,但近期股市明显回暖,使得投资者资金集中在4只存量券上,以分享股市收益,较高的转股溢价率恰好反映这一点。截至昨日收盘,格力转债、歌尔转债、14宝钢EB、15天集EB的转股溢价率

率分别为65.44%、33.61%、32.92%、74.58%。

综合机构观点来看,短期内包括恢复IPO在内的一系列改革政策重启有助于推升市场风险偏好,后续转债或仍受益于股市,但转债表现可能会持续弱于正股。如海通证券所言,其一是过高溢价率透支上涨空间,使得转债表现不如正股;其二是随着未来电气和航信复牌以及新券发行,集中于存量券的需求可能被稀释。

供给放行或有冲击

今年以来,受股市火爆行情影响,可转债纷纷赎回,而新发行量远赶不上赎回量,导致市场规模急剧缩水,目前市场可转债品种仅余4只,而电气转债、航信转债均已停牌,可交换债品种也仅有4只,其中15清控EB、15国盛EB尚未在二级市场交易。

随着IPO的重启,转债新券发行预计也将放开,从而有望缓解目前转债市场标的稀缺的尴尬,但也可能对老券产生冲击。不少卖方研究人士认为,若转债公开发行尽快启动,支撑二级高估值的稀缺性逻辑将受到挑战,供给冲击的风险值得警惕。

中信证券指出,除去目前停牌的蓝色光标,其余四支待发转债合计规模近百亿,虽然绝对数额有限,但相对目前转债市场的存量而言仍不可忽视,因此供给冲击的风险正在逼近。一方面,转债的发行申购近乎无风险收益,因此将会导致存量资金转移,另一方面目前存量转债溢价率较高、风险较大,发行的新券也更显价格优势。

中金公司同时表示,从转债估值层面来看,短期无忧,但随着转债一级市场开闸,传统转债供给也将陆续出现,有助于缓解二级市场的券荒。当然,潜在供给规模仍有限,加上机会成本低,股市仍有结构性机会,转债市场高估值的状况将在较长时间内持续。未来转债市场需求弹性超过供给弹性带来“博弈牛”的色彩会逐步淡化,股市仍有期待,但转债估值弹性和跟涨能力将大为降低,短期仍以持券为主,股市如果进入3700~4000点区域,叠加转债供给的加速,届时投资者需要转为关注风险。



■观点链接

国信证券: 稀缺性逻辑受挑战

转债上涨力度不及正股,体现了目前转债高估值的尴尬,而且在交换债发行提速、IPO重启可能带来拟发转债发行同步启动的背景下,转债稀缺性支撑估值的逻辑可能受到挑战。因此,从平价和估值两个角度看,转债后市不确定性仍很高,建议把操作重点发在一级市场,二级市场可在IPO重启产生的影响释放后再予考虑。

中金公司: 供给闸门将随IPO打开

由于转债与打新都走发行部通道,IPO重启后,转债发行也将近在咫尺。目前已经拿到批文的转债有5只,还有一只EB,如果尽快启动发行,支撑二级高估值的稀缺性逻辑将受到一定的调整,将对二级市场估值和价格产生压制作用。此外,未来的“打新基金”很可能是偏债混基的增强版,相比当前的一级债基等选择余地更大,可能产能一定的替代性,这有可能弱化转债市场的需求基础,值得后续关注。

中信证券: 持“底线思维”

综合来看,新券发行的放开将会缓解目前转债市场标的稀缺的状态,但会对老券产生冲击,需要提醒的是无论供给冲击多大,仍应对转债价格持有“底线思维”,不宜太过悲观。策略方面,由于新券发行还需一段时间的准备工作,因此短期转债市场有望随大盘继续上行,但后续在新券发行开闸后溢价率的收敛可能难以避免,其中目前平价较高的宝钢EB、歌尔与格力更需谨慎对待。

华创证券: 短期建议轻仓参与

11月大盘大概率以震荡向上走出乐观行情,中长期慢牛可期。我们判断转债价格110左右进入底部区间,短期140~150以上进入顶部区间,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,短期建议轻仓参与,若转债跌幅超过正股,可考虑逐步加仓。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)

一场股权纷争引发的案子 偿债警报大作 山东山水两日降三级

□本报记者 张勤峰

关债项评级下调了3个等级、9个子级,足见中诚信国际对山东山水信用状况持续恶化的关切。

公开资料显示,在今年9月进行的定期跟踪评级中,中诚信国际给予山东山水的主体信用等级为AA-,降至A-再降至BB-。市场人士指出,山东山水20亿元超短融到期日临近,能否如期全额兑付极大程度依赖外部支持,在母公司深陷股权纷争的背景下,存在极大不确定性。虽然最终债权人损失率未必很高,但投资者应加大对公司治理风险的关注度。

连遭降级

据中国债券信息网披露,中诚信国际9日发布公告,决定下调山东山水的主体信用等级为BB-,下调“13山水MTN1”、“14山水MTN001”和“14山水MTN002”债项信用等级为BB-,并将山东山水主体及相关债项信用等级列入可能降级的观察名单。

就在该评级公告发布的前一个交易日(11月6日),中诚信国际刚刚宣布,下调山东山水主体及上述三期存续期内中期票据债项的信用等级为A-,并将山东山水主体及相关债项信用等级列入可能降级的观察名单。两个交易日内,连发两级降级公告,前后将山东山水的主体及相

共71亿元,除即将到期的20亿超短融,未来半年内还有26亿元债务到期。

行业景气低迷、经营状况恶化、业绩明显下滑自然是山东山水出现偿债风险及信用状况恶化的原因之一,但在第三方机构看来,母公司深陷控制权纷争才是加速事态恶化的关键。

事实上,自2014年以来山东山水所在区域的水泥已出现跌价,公司盈利能力减弱,但在今年4月公司发行中期票据时,中诚信国际仍给予山东山水主体及中票债项评级为AA+。而在9月跟踪信用报告中,中诚信国际明确提到,公司面临控股股东及实际控制人变动的风险,并将保持持续关注。

中投证券报告指出,前期融资渠道通畅,可通过借新还旧实现债务滚存,但近期融资环境恶化之后,公司下半年未能发行债券,导致本期超短融出现兑付危机。至于山东水泥融资环境恶化的原因为山水水泥的公告并未讳言。山水水泥称,该公司自今年6月起已广泛寻求融资,但所接触的金融机构均表示对该集团管理层存在的不确定性,以及由此可能对集团业务及财务前景可能带来的影响有所顾虑。

中诚信国际亦在9日公告中指出,目前山水水泥控制权纷争仍未解决,已经影响到山东山水业务和财务运作的正常进行,山东山

水面临极大的流动性风险,15山水SCP001的按期兑付极大地依赖于外部支持。

实际偿付未必很悲观

业内人士称,15山水SCP001约定到期兑付日近在眼前,能否如期兑付需看母公司股东博弈结果。但即便15山水SCP001违约,实际损失未必很悲观。

中金公司指出,山东水泥今年以来经营虽

有恶化但仍属正常范围,距离资不抵债也

还很远,流动性危机主要是由股权纷争导

致的再融资断裂引发,极端情况下变现资

产兑付债务问题不大。

国泰君安分析师指出,本期超短融违约风险主要来源于短期周转层面,最终违约损失率可能并不高,核心在于破解控制权之争,恢复正常外部融资渠道。华创证券报告认为,本期超短融或许兑付不及时或不完全兑付,但预计最终大概率能得到全额偿付。未来半年内即将到期的几期债

务,若控制权问题得到解决,预计兑付压

力也不大。

此外,国泰君安及中投证券等机构提

示投资者,关注民营企业公司治理风险,

尤其是实际控制人风险。在山东山水及前

期的佳兆业、湘鄂情、雨润食品、华通路桥等

风险事件中,实际控制人出现问题均成为

发行人出现信用风险的导火索或催化剂。

资金面平稳 公开市场量出为入

场维持中性操作创造了条件。

10日,央行间质押式回购市场上,流动性整体均衡略偏宽松。主要期限的回购利率保持稳定,其中隔夜回购加权平均利率持稳在1.79%,7天利率小涨2bp至2.36%,14天利率持稳在2.64%。更长期限的回购利率涨跌互现,波动幅度稍大,但成交清淡,代表性不强。交易员称,市场资金需求仍集中在14天以内,尤其是隔夜品种,成交持续保持在2万亿元以上水准,但大行供给充足,支撑资金面的平稳宽松态势。

年底前维稳压力犹存

市场人士指出,短期内,货币市场尚无明显不利因素,预计资金面将保持稳定偏松的状态。货币政策仍然构成流动性充裕的坚固壁垒,央行维持流动性合理充裕的态度明确,流动性暂无系统性风险,维持总体宽松是大概率事件,但也要看到,年底季节性因素及美联储可能升息增添了不确定性。

从往年情况看,年底财政存款集中释放与机构应对年底考核之间存在一定时

次通过降准等手段释放流动性,但主要是

在外汇占款趋势性减少背景下的对冲性操

作,当前金融机构超储率并不高,且外

汇资金仍然呈现净流出的势头,未来基础

货币供给仍然非常依赖央行的主动投放,

为维持货币信贷及社会融资合理增长,预

计此类操作不会停止。中短期看,美联储

升息、年底备付、IPO都可能再次引发资金

利率波动加大,央行公开市场操作随时可

能转回净投放。

近期央行逆回购操作一览

发生日期	期限(天)	回购方向	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	到期日期
2015-11-10	7	逆回购	100	2.25	0.00	2015-11-17
2015-11-5	7	逆回购	100	2.25	0.00	2015-11-12
2015-11-3	7	逆回购	100	2.25	0.00	2015-11-10
2015-10-29	7	逆回购	100	2.25	0.00	2015-11-5
2015-10-27	7	逆回购	100	2.25	0.00	2015-11-3
2015-10-22	7	逆回购	200	2.35	0.00	2015-10-29
2015-10-20	7	逆回购	250	2.35	-0.10	2015-10-27
2015-10-15	7	逆回购	500	2.35	0.00	2015-10-22
2015-10-13	7	逆回购	400	2.35	0.00	2015-10-20
2015-10-8	7	逆回购	1200	2.35	0.00	2015-10-15
2015-9-29	14	逆回购	400	2.70	0.00	2015-10-13
2015-9-24	14	逆回购	800	2.70	-1.40	2015-10-8

国开债增发行需求尚可

国家开发银行10日招标的五期增发固息金融债,中标利率基本符合市场预期及二级市场水平,全场投标倍数均在3倍以上,总体需求尚可。市场人士指出,近期银行间资金面保持平稳,而债市受多重利空压制延续调整格局,在现券收益率明显走高的背景下,本次国开债招标表现仍可圈可点,显示债市仍有一定的刚性配置需求。

招标结果显示,国开行1年期国债中标收益率2.682%,全场倍数4.12,边际倍数5.92;3年期中标收益率3.1636%,全场倍数5.15,边际倍数高达25,

显示资金博取边际收益动机明显;5年期中标收益率3.4275%,全场倍数4.53,边际倍数1.33;7年期固息债中标收益率3.6933%,全场倍数3.10,边际倍数2.37;10年期中标收益率3.6312%,全场倍数4.65。

市场人士指出,短期来看,IPO重启、股市回暖、美元加息预期升温等利空因素将继续压制债市表现,但当前经济下行压力较大,通缩风险再现,10月CPI同比仅增长1.3%,长端利率仍有进一步下行空间,利率债仍存在较强需求支撑。(王姣)

国债期货止跌反弹