

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个交易日内,上证综指上涨逾310点,至3640.49点,累计涨幅0.76%;深证成指上涨逾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

去年以来,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需求紧张。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”的彩色会逐步淡化,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重启产生的情绪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,转债放行也将近在咫尺。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)

国开债增发需求尚可

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年期债券中标收益率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,边际倍数6.45。

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,利率债仍将存在较强需求支撑。(王姣)

国债期货止跌反弹

在经受IPO重启和美联储12月加息预期显著升温的不利冲击后,国债期货市场10日自近期低位止跌并出现反弹。

10日,5年期国债期货主力合约TF1512收报99.32元,涨0.195元或0.20%。全天TF1512成交61342手,量能略有放大;持仓则减少798手至15120手。10年期国债期货主力合约T1512收盘报97.66元,涨0.27元或0.28%,成交21504手,持仓下滑1079手至15011手。市场人士指出,在经过9日

急跌之后,市场逢低做多动力有所浮现。

国信证券表示,9日债券大跌与IPO重启和美国非农数据超预期有关,但从下跌的幅度来看也包含了非常多的非理性因素,投资者的恐惧加剧了市场波动。考虑到此次调整幅度较大,现券收益率也基本回到10月初水平,短期买入时机或已出现。此外,瑞达期货等机构指出,10月CPI数据所再次暴露经济通缩风险,在一定程度上推动了期债的反弹。(王辉)

厦门地方债定价比肩国债

厦门市、宁波市10日分别招标发行了一批一般债券和一批专项债券。此次厦门市发行的各期债券中标利率均落在招标下限,比肩国债收益率。

本次厦门招标的一般债含3年、5年、7年和10年期四个固息品种,中标利率依次为2.78%、2.98%、3.14%和3.13%;专项债含5年和10年期两个固息品种,中标利率依次为2.98%和3.13%。

本次宁波招标的一般债及专项债均含3年、5年、7年和10年期四个固息品种,一般债券中标利率依次为2.87%、3.08%、3.24%和3.33%,除3年期专项债

中标利率为2.78%外,其余期限与一般债定价相同。

此前,厦门、宁波公布的各期债券招标利率区间依次为3年期2.78%至3.20%、5年期2.98%至3.42%、7年期3.14%至3.62%、10年期3.13%至3.60%。从发行结果来看,厦门各期债券中标利率均落在招标区间下限,为近期少见。根据地方债招标发行规则,招标利率区间取同期限国债收益率五日均值及上浮15%。

据WIND数据统计,截至11月10日,今年以来地方债累计已发行900期,发行总额达33395.16亿元。(王辉)

人民币汇率转横盘震荡

10日,境内外人民币兑美元即期汇率,均呈现窄幅震荡走势,显示人民币汇率在美元升息预期得到一定反映后正重新趋于平稳。

10日,境内银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价设在6.3602元,较前一日下调24基点,为近期连续第六个交易日走软。当日即期市场交易方面,人民币兑美元早盘一度拉升,但随后逐步收敛涨幅,截至收盘,CNY汇率报6.3618元,较前一交易日微涨4基点。香港离岸市场上,10日人民币兑美元即期汇

率(CNH汇价),运行节奏与在岸即期汇率大致同步。截至北京时间10日16:30,人民币CNH汇价报6.3912元,较前一交易日微涨2基点。与境内即期汇价之间的价差,则依旧保持在300基点左右。

市场人士指出,美元重新走强是导致前几日人民币汇率走弱的主要原因,不过主要汇价目前仍保持在四季度以来的震荡区间之内。综合考虑人民币积极加入SDR等因素,预计汇率将保持总体稳定,难现大升大贬。(王辉)

农发行13日增发三期金融债

中国农业发展银行11月10日公告,定于11月13日下午利用中国人民银行债券发行系统增发该行2015年第十二、十九期金融债券,实际利率不超过70亿元,总量不超过210亿元。

上述三期债券均为固定利率金融债,期限分别为7年、1年和5年,票面利率分别为4.18%、2.7%、3.58%,起息日分别为2015年5月4日、8月21日、8月28日。本次三期增发债券招标日均为11月13日,缴款日均为11月17日,上市日均

为11月19日。增发债券上市后将与对应的原债券合并交易。

这三期债券将采用无价格上下限,有价格标位及相应数量规定,单一价格中标(荷兰式)的招标方式;招标时间为11月13日下午14:00-15:00。市场人士指出,在多重利空因素影响下,近期债券二级市场出现一定调整,但债券刚性配置需求仍在,待利率上行、投资价值有所修复后,机构入场意愿或重新上升。(张勤峰)

中信银行将发80亿小微金融债

公告显示,中信银行将于本月13日公开招标发行该公司2015年第二期金融债券。

本期金融债券为5年期固定利率品种,计划发行80亿元,属于由商业银行发行的,本金和利息的清偿顺序等同于商业银行一般负债。本期债券通过中国人民银行债券发行系统招标方式发行,票面利率将由发行人根据市场招标结果确定,在债券存续期内固定不变,采取单利按年计息,不计复利。招标日为11月13日,缴款日和起息日为11月

17日,到期兑付日为2020年11月17日(遇节假日顺延)。经大公综合评定,本期债券发行人主体信用等级为AAA,债项信用等级为AAA。据Wind统计,截至11月10日,今年债券市场共发行商业银行金融债51支,发行总额1544亿元,其中大多属于投向三农或小微企业贷款领域的专项金融债。(张勤峰)

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

两个交易日内,中诚信国际连发两份降级公告,将区域水泥生产商山东山水水泥集团有限公司(下文简称“山东山水”)主体及相关债项信用等级由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,但投资者理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”和“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,连发两份降级公告,前后将山东山水的主体及相

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,较此前的AA+微降1个子级。这也是2013年底以来,山东山水首次遭中诚信国际降级,但此后竟一发不可收拾,不到两个月,中诚信国际已三度下调山东山水评级。

控制权纷争是症结

本月6日,山东山水发布15山水SCP001兑付风险提示公告,同时其母公司中国山水水泥集团有限公司(下文简称“山水水泥”)发布一系列公告,披露15山水SCP001兑付困原因、后果以及11月25日将召开特别股东大会等信息,成为此次遭中诚信国际连续降级的导火索。

15山水SCP001是山东山水今年4月发行的超短融,规模20亿元,全部本息应于本月12日兑付。公司财务数据显示,今年前三季度收入下滑,净利润由盈转亏,利润总额亏损6.2亿元,9月末账面货币资金仅有6.99亿元,依赖自身财务资源偿还即将到期的超短融难度很大。而山东山水曾多次发行债务融资工具,目前存续债券包括2支超短融、3支中票和1支PPN,余额

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,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

□本报记者 张勤峰

10日,央行继续滚动开展逆回购操作,品种、期限、交易量和利率水平均保持不变。市场人士指出,短期资金面无忧,央行公开市场操作继续开展中性的滚动操作在意料之中,但年底前流动性波动风险仍存,且基础货币供给依赖央行主动供给,预计后续央行公开市场操作可能逐步回归净投放格局。

资金宽松 公开市场操作中性

10日,央行开展100亿元7天期逆回购操作,中标利率2.25%,品种、期限、交易量和利率水平均保持不变。因交易量与日内到期逆回购规模相同,此举央行既没有从银行体系净回笼也没有净投放资金。进入11月以来的三次央行公开市场操作结果都是这样。

市场人士指出,短期资金面整体较为宽松,机构融资需求通过市场拆借不难得到满足,且外汇资金流动有趋缓迹象,市场流动性预期相对平稳,为央行在公开市

场维持中性操作创造了条件。

10日,银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均对年底考核之间存在一定时

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

滞,货币市场流动性存阶段收紧压力,且今年有美联储可能升息的影响,外汇占款持续下降,银行体系超储率不高,出现波动的风险不得不防。

此外,新规之下,IPO对短期流动性的影响减弱,但有28家企业仍按旧制度发行,可能于年底前完成发行,相应的资金在途效应仍将显现。因此,在对资金面总体乐观的同时,也需提防年底波动。

市场人士指出,今年以来尽管央行多