

转债不悲不喜 防守反击为上

□本报记者 张勤峰

17日,A股小步上行,沪深上市可转债(含可交换债)及正股多数继续走高。过去近一个月,转债率先止跌、稳步反弹,在国内债券陷入滞涨、A股低位震荡的背景下,表现一枝独秀。市场机构指出,当前转债市场安全边际有改善但仍一般,博弈股市的胜算和空间还有限,在股市反弹持续性存疑的情况下,建议灵活操作,控制仓位,防守反击为上,而近期转债走势恰好充分展现了其博弈正股超跌反弹的优势。

率先反弹 一枝独秀

17日,A股小步上行,涨势放缓,但转债及对应正股仍多数走高。具体看,昨日两市正常交易的转债共13支,截至收盘时,有11支上涨,其余2支下跌;上涨转债中,有8支上涨1%以上,蓝标转债上涨2.72%,涨幅居首,5支上市可交换债中仅15国资EB微跌0.02%,其余全数收高,另1支下跌个券则是九州转债,后者全天下跌1.75%,跌幅居首。

与正股相比,昨日转债与正股表现各有千秋,尽管正股上涨比例稍占优,但涨幅居前的转债绝大部分表现好于正股,如蓝标、广汽、三一、格力转债和宝钢EB涨幅均高于各自正股,而九州转债跌幅居首,但仍好于正股九州通的下跌3.62%。

过去近一个月,国内债市陷入滞涨,A股先抑后扬、总体低位震荡,表现都算不上太好,在股债相关资产中,可转债是一枝独秀。观察10年期国债利率走势,在

■观点链接

兴业证券： 整体博弈 精选个券

目前转债已回到正股主导的阶段。就正股方面而言,春节期间,海外市场普跌,美国基本面表现低于预期,美元出现调整,这些均指向资本外来压力下降,对国内人民币资产反而是好事。从债性的较多看,债券收益率趋势下降的基础没有变,这样既能支撑转债有较高的价格和较低的机会成本,也使得转债的交易价值凸显。整体而言,目前市场处于多空交织的状态,个券逐渐分化,精选个券是主要方向,一旦市场出现较大幅度的调整,则是阶段性的博弈机会。中期来看,实体偏差,风险偏好的下降等因素使得股市难有作为,而转债供给的

可转债区间价值分析(1月22日-2月17日)					
代码	名称	转债涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	转债成交量(手)	转债成交额(万元)
128009.SZ	歌尔转债	11.90	15.30	753,014.00	97,443.23
110030.SH	格力转债	9.90	9.02	532,832.00	65,216.40
110033.SH	国贸转债	7.46	-1.10	928,399.00	102,468.54
113008.SH	电气转债	7.17	-8.54	2,385,280.00	279,733.67
123001.SZ	蓝标转债	6.94	4.16	743,972.70	82,663.17
132001.SH	14宝钢EB	5.60	0.00	548,213.00	64,642.17
110032.SH	三一转债	3.42	-8.91	2,781,786.00	296,279.42
132003.SH	15清控EB	0.77	0.00	220,872.00	24,241.74
132004.SH	15国盛EB	0.18	0.00	954,673.00	94,733.44
132005.SH	15国资EB	0.18	0.00	241,410.00	25,849.24
117008.SZ	15东集O1	0.04	0.00	6,000.00	660.12
132002.SH	15天集EB	-0.23	0.00	209,633.00	21,899.51

数据来源:Wind资讯

1月中旬刷新本轮债券牛市低点后,10年国债利率有所反弹,1月下旬至今,一直在2.80%—3%之间来回震荡,陷入滞涨格局。而经历了年初又一轮猛烈下跌后,A股市场逐渐在2月初站稳脚跟,春节前后走出一波超跌反弹行情,但上证综指至今仍未能将1月末急跌的失地收回。

按理说,股、债两类基础资产表现均乏善可陈,兼具股债双重属性的可转债也难有建树,但在过去近一个月时间里,可转债恰恰是表现最好的一类资产。中证转债指数在1月下旬率先止跌后,此后走出一波稳步反弹的行情,据统计,自1月22日以来,中证转债累计上涨8%。

谨慎乐观 低吸为主

短期来看,转债在股债相关资产中一

枝独秀,但在此之前却是弃儿一般的角色。2015年,转债在债券长牛、股市突变的背景下盛极而衰,年终排名算得上市场表现最差的资产,不仅跌幅大,而且券少、价高、估值高,几无操作空间,沦为鸡肋。2016年初,A股开局不利,转债毅然“陪跌”,似乎要把2015年的颓势进行到底。然而,在持续杀跌过程中,转机也在酝酿。

去年底时,存量转债价格虽较去年6、7月份高点低了不少,但动辄仍在120元甚至150元以上,与债底相距甚远,因此在正股下跌时并不能提供较好的保护。经过此后一轮急跌,转债价格很快回落,价高者如歌尔、格力、电气转债和宝钢、清控EB纷纷从150元以上跌至120元甚至110元附近,而原本身处120元一线的国资、国盛、天集EB则普遍跌到100元附近,其中

中信证券： 重点转向个券

转债市场整体修复已持续近两周,随着股市企稳转债整体行情已逐步步入尾声,此时重点应该转向个券把握超额收益的机会。近两周转债企稳究其原因年初价格估值“双杀”后市场情绪的修复,但需要强调的是高估值背景下个券价格的天花板显而易见。择券可从三个方面进行考察,一是从业绩出发结合估值水平择券,可以长线关注歌尔、九州转债等;二是短期博弈市场的情绪因素,特别在市场冲击后博反弹,其中以高弹性的格力、清控EB等为主要关注品种;三是博弈债底支撑,国资EB与国盛EB等个券

净回笼不改资金面宽松

□本报记者 王姣

2月17日,央行公开市场延续地量平稳操作格局,当日公开市场进行100亿元7天期逆回购操作,单日净回笼资金300亿元,但仍无碍资金面宽松。分析人士指出,春节假期过后,公开市场已净回笼资金逾千亿元,在央行适时频繁回笼少量逆回购的“护航”下,资金市场表现平稳,节后流动性基本无虞,市场对央行短期内降准降准的预期明显降温,预计公开市场各期限工具搭配操作仍将延续,短期操作目标大体上以灵活稳健为主。

连续两日净回笼 资金面仍宽松

央行于本周三(2月17日)以利率招标方式开展了逆回购操作,交易量为100亿元,期限为7天,中标利率2.25%,与上期持平。当日公开市场有400亿元14天期逆回购到期,由此公开市场单日净回笼300亿元,为连续第二日净回笼,16日公开市场净回笼资金950亿元。

连续两日净回笼不改资金面宽松格局。2月17日,银行间质押式回购1天期品种报1.9351%,跌1.85个基点,7天期报2.2905%,跌1.64个基点,14天期报2.5065%,涨3.15个基点,1个月期报

2.7885%,跌9.15个基点。交易员表示,昨日为春节假期后的第四个交易日,资金交易逐渐回复正常节奏,全天资金面继续保持宽松状态,流动性充足,融入需求都得到满足,但是市场流动性不可过分乐观。

春节假期结束后,央行公开市场迎节前大量逆回购到期,仅本周(2月15日至2月21日),逆回购到期规模即达7150亿元,本周剩余四日还有累计5500亿元逆回购到期,流动性面临考验。业内人士认为,节后央行仍然通过公开市场操作滚动的方式释放流动性,意在稳定市场预期,预计短期资金面不会有明显波动。但春节后银行的现金回笼恐难造就往年的充裕局面,货币市场利率料以稳为主。

进一步宽松仍需等待

回顾近期时间,央行绕过低准等重大规模货币投放方式,通过公开市场和多种工具补充流动性,以覆盖市场预期和节日期间的资金缺口,并通过扩大财政支出、放松债务融资条件、增加专项债和PPP项目的投放,加速改善实体经济的流动性,使得M1和M2同时出现较大幅度的回升。

市场主流观点认为,央行通过多种手段提供流动性支持,预计可确保春节后逆

近期央行公开市场操作情况					
发行/到期	发生日期	发行量(亿元)	期限(天)	利率(%)	利率变动(bp)
逆回购到期	2016-2-18	2,900.00	28	2.6000	0.00
逆回购到期	2016-2-18	800.00	14	2.4000	0.00
逆回购	2016-2-17	100.00	7	2.2500	0.00
逆回购到期	2016-2-17	400.00	14	2.4000	0.00
逆回购	2016-2-16	300.00	7	2.2500	0.00
逆回购到期	2016-2-16	750.00	28	2.6000	-220.00
逆回购到期	2016-2-16	500.00	14	2.4000	-30.00
逆回购	2016-2-15	100.00	7	2.2500	0.00
逆回购	2016-2-14	100.00	7	2.2500	0.00

回购到期的回笼压力平滑可控,无需过多担忧流动性波动。而尽管人民币贬值预期有所降温,外部掣肘央行的因素正在好转,但随着财政政策的发力,二季度经济企稳的概率增加,短期内央行降准降息的可能性降低,货币政策进一步宽松或仍需等待。

从央行近期举措、货币政策报告以及年后相关高层的表态中,市场普遍解读出货币政策中性甚至偏紧的预期。如国金证券指出,之前央行加强了委外监管和票据监管;春节前也只使用短期资金投放去平滑资金面紧张,而不是降准,这些操作都反映央行对于金融杠杆和风险的警惕。“换句话说,如果实体经济迟迟拿不到钱,央行只会提供

期债继续高位整理

□本报记者 王辉

在资金面宽松、新债供给隐忧延续等多空因素交织的背景下,周三利率债市场窄幅震荡,期债两品种在经过全天的盘整后均微幅收跌。分析人士指出,虽然节后市场资金面在央行的维稳下预计不会明显收紧,但1月好于预期的金融数据可能令短期内货币政策进一步放松的必要性下降,期债近期预计仍将在高位休整。

继续横向休整

经过本周前两个交易日的冲高回落之后,周三国债期货市场继续下探后逐步走稳,收盘时均出现微幅下跌。

具体市况方面,5年期期债主力合约TF1606早盘低开下探,10点30分之后市

场逢低买盘推动价格跌幅逐步收窄。截至收盘,5年期国债期货主力合约TF1606收盘报100.46元,跌幅为0.025元或0.02%;持仓增加864手至19522手,成交5705手,较前一交易日放大超两成。

10年期国债期货主力合约T1606报99.78元,下跌0.04元或0.04%;当日T1606持仓增加1708手至26349手,成交环比增加近三成至13880手。

交易员表示,节后现金陆续回流,央行逆回购延续地量平稳操作但仍无碍资金面宽松。而在现券交投上,虽然持续宽松的资金面支撑现券短端,但地方债等供给压力仍在很大程度上压制了市场做多热情。另一方面,本周最新公布的1月新增信贷和社会融资数据显著好于预期,这可能令短期内货币放松的必要性下降。综合

各方面因素,目前利率债市场多空博弈仍未取得方向性选择。

高位震荡料持续

自1月中旬市场收益率触底反弹以来,主流机构对于市场中短期走势的预判就持续出现一定分歧。而春节长假结束以来,随着利率债市场上下不定的摇摆表现,目前相对看平短期市场表现的观点,则再次居于上风。

结合最新公布的1月债券托管数据,海通证券周二发表观点认为,1月机构持仓数据显示境外机构、外资行、保险继续减持转债,而券商银行大举增持各类券种,不同类型机构间的策略分歧较为突出。从供需角度来看,节后赤字率或扩大增加国债供给,地方债务置换加速带来供给增多,因此未

国盛EB一度跌至97元,成为首支破面值的可交换债。而目前转债的纯债价值集中在91—100元区间,随着市价下跌,转债向债底靠拢,逐渐显现安全边际。

市场人士指出,纯债溢价率收窄后,转债抗跌属性强化,作为纯债持有的到期收益率开始转正,对部分低风险偏好资金的吸引力显现,而转债进可攻、退可守的价值,也为部分交易性资金所关注,从1月下旬走势上看,显然有资金提前介入转债,博弈A股超跌反弹。

有业内人士表示,目前纯债收益率低,利率下行暂时遇阻,降低了投资转债的机会成本,而转债在前期调整后,安全边际有所改善,而转债供给恢复渠道畅通后,择券空间得到拓展,可操作性有所增强,整体看,转债投资价值相比之前有所提升。短期内A股超跌反弹,转债可能仍有上涨后劲,但对后续上涨空间不能抱大高期望。首先,当前转债股性估值仍高,反映的仍是A股牛市预期,这与现实有出入;其次,转债与债底还有距离,特别是近期上涨后,纯债溢价率已重新扩大,安全边际一般;再者,转债上涨空间仍取决于正股,股市尚未看到中期持续走强的信号,还未到全面增持转债的时候;最后,个券位置不高不低,缺乏条款博弈机会。

综合市场观点来看,转债前景不悲不喜,暂时看不到趋势性的机会,在市场依旧缺乏资产、股市行情尚不稳的情况下,转债的价值仍在于防守反击,退有债底支撑,进有交易优势,因此逢调整低吸,逢上涨择机止盈不失为一个较好的做法。

的到期收益率接在2%附近时具有较好的避险配置价值。

东兴证券： 防御性和博反弹空间并存

转债市场短期内很难有起色,市场在地板价附近窄幅调整为主,转债防御性和小幅博反弹空间并存。随着转债稀缺性局面缓解,个券差别增大,需注重个体差别,选择基本面较好、安全边际强,存在一定套利空间的个体为主。在房地产市场销售回暖和虚拟现实概念、行业板块率先反弹带动下,继续推荐格力、歌尔转债,次新转债方面,建议关注蓝标转债和国贸转债。可交换转债建议关注15清控EB、14宝钢EB。(张勤峰 整理)

非美货币连续走弱 人民币汇率继续温和回调

□本报记者 王辉

经过本周一的大涨之后,人民币对美元汇率中间价、即期汇价连续两日小幅回调。2月17日,境内人民币即期汇价全天围绕6.5250元一线窄幅震荡,收盘小幅下跌123基点。

本周三,中国外汇交易中心授权公布的银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价报6.5237元,较前一交易日的6.5130元下跌107个基点,人民币汇率中间价由此连续第二个交易日出现回落。当日即期市场上,人民币对美元即期汇率早盘低开164个基点报6.5300元,全天整体围绕6.5250元一线窄幅波动,截至16:30收盘时报6.5259元,较前一交易日下跌

刚性需求犹存 国债中标利率低于预期

周三,例行的关键期限国债招投标窗口,财政部招标的1年期和5年期固息国债中标收益率双双低于二级市场,认购倍数均超过两倍,表明1月信贷超增,虽扰动债市情绪,但刚性配置需求仍支撑债券发行市场维持一定暖意。

财政部昨日招标的是今年第2期记账式附息国债的续发债券及新发的第5期记账式附息国债,期限分别为5年和1年,均为固息债券,计划发行规模均为200亿元,不进行甲类成员追加投标。

据市场人士透露,昨日1年和5年期国债发行利率分别为2.22%、2.6246%,双双低于二级

123个基点,人民币即期汇价也连续第二个交易日出现温和回调。此外,截至北京时间2月17日16:30,香港离岸市场上人民币对美元CNH汇价报6.5286元,较前一交易日下跌98个基点,与境内即期汇价的价差继续保持在16个基点的较低水平。

对于周三人民币汇率的整体表现,交易员表示,随着节后人民币汇率稳定预期回归,市场趋势性看空人民币汇率的力量明显消退。近两个交易日人民币汇率持续展开回调,主要因素仍是跟随欧元、日元等非美货币的正常表现。从短期来看,在美元指数短期难以重新恢复强势的情况下,人民币汇率有望保持窄幅震荡的运行格局,持续回调空间预计较为有限。

刚性需求犹存 国债中标利率低于预期

市场估值水平。16日中债到期收益率曲线上,待偿期为1年和5年的固息国债收益分别报2.35%、2.71%。另据悉,上述两期国债全场认购倍数分别为2.33、2.97。

交易员认为,从投标结果来看,两期国债需求不差,定价好于预期,所受二级市场调整的影响有限。因超预期的1月金融数据,打击债市多头情绪,现券市场在过去两日重归震荡,长债收益率有所上行。交易员称,国债招标结果显示债市刚性配置需求的持续性存疑,对经济基本面走势仍存较大分歧,债市可能暂时难改震荡局面。(张勤峰)

农发行22日招标发行五期金融债

中国农业发展银行2月17日公告称,定于2月22日招标发行不超过240亿元金融债,期限包括1年、3年、5年、7年和10年。

农发行此次招标发行的五期金融债均为固定利率附息债券,包括2016年第1期、第2期、第3期、第4期、第5期增发债,期限分别为1年、3年、5年、7年、10年,票面利率分别为2.47%、2.77%、3.01%、3.32%、3.33%,发行规模分别为60亿元、50亿

元、50亿元、40亿元、40亿元。具体安排上,这五期债券招标日均为2月22日,缴款日均为2月24日,上市日均为2月26日,起息日均为1月6日。

本次增发的五期债均采用单一价格荷兰式招标方式,1年、3年、5年期招标时间为14:00-15:00,7年、10年招标时间为14:00-15:30。第1-5期承揽费分别为0.05%、0.05%、0.10%、0.15%、0.15%。(王姣)

广东23日招标发行457亿专项债

广东省财政厅2月17日公告称,定于2月23日招标发行总额457亿元的专项债,期限包括5年、7年和10年,品种为记账式固定利率附息债券,全部为置换债券。

广东省此次招标发行的地方债为广东省今年第一批专项债券,分为一期、二期、三期分别发行,债券期限分别为5年、7年和10年,计划发行规模分别为228.5亿元、91.4亿元和137.1亿元。三期债券均由广东省财政厅支付发行手续费,并办理还本付息事宜。发行手续费均为承销面值的0.1%。

三期债均采用单一价格荷

■交易员札记

数据影响逐渐消化 债市窄幅震荡

周三债市收益率先涨后跌,全天窄幅震荡。当日银行间流动性整体较为平稳,短端品种需求较多,长期限品种成交寥寥。

国债方面,收益率曲线整体小幅波动,1年期成交在2.32%,3年期成交在2.53%,5年期成交在2.68%附近,7年期成交在2.88%附近,10年期成交在2.83%附近;政策性金融债方面,中短端收益有所波动,长端小幅上行,1年期非国开债成交在2.68%附近,3年期非国开债成交在2.85%,5年期国开债成交在3.03%,7年期国开债成交在3.29%,10年期国开债成交在3.15%附近;受资金面宽松影响,短融交投火爆,AA+以上半年内品种成交较多,如AAA券种15五矿股

债成交在2.88%;中票成交以中期限高等级券种为居多,收益率小幅下行,如5年期的15中航机MTN001成交在3.40%;企业债成交以AA城投品种为主,收益率涨跌互现,如不到5年的AA券种13柳州东城债成交在4.0%,3年多的12遵国投债成交在3.77%附近;交易所成交有所放量,高等级公司债和企业债收益率下行约3bp。

从基本面上看,前一交易日公布的金融数据超预期,对债市的压力在本周前半周的

市场中已消化大部分。但今年前两月的CPI数据或将继续超预期,债市将继续承压。资金面来看,本周将迎来5950亿元逆回购到期,虽然央行持续微量逆回购操作,节后资金流动性不容乐观。随着财政赤字扩张和地方债置换重启,财政支出将再度发力,经济边际弱企稳概率仍存。公开市场操作方面不会过分宽松,债市短期内维持窄幅震荡。(中银国际证券 斯竹)