

看上去很美 转债打新非无风险

□本报记者 王姣

27日,嘉澳转债、金禾转债上市首日双双收获“开门红”,结合此前极低的中签率来看,投资者对转债打新的热情依然高涨。不过,综合新规之下发行的新券表现来看,转债打新或许只是“看上去很美”,如雨虹转债、林洋转债、隆基转债、小康转债上市后均明显走弱,尤其小康转债刚上市就走出五连阴。

机构分析指出,尽管转债仍有一级打新行情,但配置价值可能有限,尤其在股市调整、转债供给加速的背景下,转债二级市场估值也出现明显调整,基于转债行情大概率随股市分化的预期下,无论一级打新还是二级市场投资,择券都将是关键。

双响炮“开门红”

以信用申购以来的第二只新券——林洋转债上市为标志,转债供给潮如期袭来。尤其11月下旬以来,转债市场供给明显加速:上周,隆基转债、小康转债先后上市;本周,嘉澳转债、金禾转债、济川转债也将先后登陆交易所,且出现了同一天两只转债同时上市的情形。

周一(11月27日),嘉澳转债、金禾转债同时上市,且双双收获开门红。从盘面上看,嘉澳转债高开于118.88元,开盘后呈高位窄幅震荡,11时后出现拉升,午后开盘不久即触及124.91元的高点,涨幅接近25%,下午小幅回落后再走平,最终收涨22.8%报122.8元,成交额约6.8亿元,对应正股嘉澳环保仅涨1.9%。与此同时,金禾转债高开于118.66元,开盘后小幅回落,盘整较长时间后又攀高至119.599元,随后涨幅略有收窄,截至收盘上涨1.655%,报116.55元,成交额约7.1亿元,对应正股金禾实业收涨1.36%。

嘉澳转债、金禾转债的首日表现略超市场预期,尤其此前有机构预计,嘉澳转债可能存在破面的风险。海通证券最新周报指出,近期嘉澳环保股价大幅下跌导致转债平价较低,预计上市价格90—94元之间,中枢92元,有较大的破面风险。天风证券

在嘉澳转债上市定价分析中也指出,嘉澳转债规模较小,评级不高,能够参与的投资者不多,预计上市之后没有流动性。整体上,公司转债的配置价值一般,上市价格应该在该面值附近,存在一定破面值的风险。

值得注意的是,尽管嘉澳转债、金禾转债上市首日涨幅较高,但考虑到发行规模和中签率,预计仍是散户游戏,且投资者打新的绝对收益有限。数据显示,此次嘉澳转债、金禾转债的发行规模分别为1.85亿元、6亿元,对应网上中签率分别为0.00137415%、0.0012728450%,极低的中签率表明散户参与转债“打新”的热情依然极高,同时由于单个账户或产品实际获配金额并不高,打新绝对收益也有限。

打新风险渐显

进一步结合转债发行新规之下上市的几只新券表现来看,转债打新可能也不像看上去那么美。

以首单实行信用申购的雨虹转债为例,“聚光灯”效应下,雨虹转债上市首日(10月20日)大涨20.12%,随后就陷入震荡下跌,上市后的首个完整交易周(10月23日至27日)转债价格跌了1.66%;上市后截至11月27日收盘,雨虹转债的累计涨幅仅为1.185%,若剔除首日涨幅,实际下跌6.89%。再看11月13日上市的林洋转债,其上市首日上涨20.55%,之后几个交易日也震荡回落,上市次日至11月27日,10个交易日累计下跌42.4%。此外,11月20日上市的隆基转债首日大涨30.32%,随后5个交易日累计下跌6.69%。

当然,上述几只新券的表现与近期转债市场整体走弱的环境有关。但恰如机构所言,转债发行新规之下,无论转债申购收益率多少,规模限制将会导致打新渐成“鸡肋”。

国信证券此前指出,高名义申购资金规模将压低中签率,单个账户或产品实际获配金额并不高,因此打新绝对收益不高,小账户的优势较为突出。此外,由于资金冻结规模低,资金成本几乎可忽略不计,因此信用申购制度下打新是否获益需重点关注标的是否具有破面风险。国信认为,破面风险较

度转向实施净投放,5个操作日中,除上周三(11月22日)实现等量对冲之外,均进行了净投放,全周净投放1500亿元。

交易员表示,上周后半周市场资金面紧张缓解,且临近月末财政支出力度一般会加大,因此央行转向实施等量对冲操作,对短期资金面不会有太大影响。

27日,银行间债券回购市场上,短期流动性较充裕,跨月跨季资金仍显紧俏,各期限回购利率涨跌互现。存款类机构行情方面,隔夜回购利率小涨近3BP至2.81%,代表性的7天品种则下行近7BP至2.87%,21天及更长期限的回购利率均出现不同程度的上行,可跨年的2个月回购利率上行近6BP,跨春节的3个月回购利率上行14BP。

多因素带来不确定性

从以往来看,11月多为财政净投放的

高的标的往往具有高转(换)股价、发行后权益市场回调风险大、正股弹性弱等特征。

转债发行新规之下发行的这几只新券,至少遭遇了发行后权益市场回调风险大这一现实,如11月21日上市的小康转债上市后已拉出了5根阴线,其最新报价为102.59元,在A股弱势环境下,不排除后续跌破发行价的可能。

分化难以避免

市场人士认为,尽管转债市场仍有一级打新行情,但在股市调整、转债供给节奏加快的背景下,转债二级市场估值也出现明显调整,预计转债将跟随股市呈现分化行情,未来择券仍是投资关键。

11月14日至27日,中证转债指数从301.78点下跌至289.79点,累计跌幅达3.97%;个股中广汽转债、永东转债、九州转债的区间跌幅也分别高达15.1%、12.58%、10.56%。

分析认为,主要有三大因素导致了近期转债市场的走弱。首先,A股市场近期明显走弱,上证综指11月14日触及3450.50点的近两年新高后,出现连续调整,23日单日跌幅甚至高达2.29%,至27日收盘,上证综指收报3322.23点,较此前高点下跌了

■观点链接

中信证券:交易+偏股择券

从策略来看,近期一直强调的交易+偏股择券的思路反复得到市场验证,短期守住四季度已有盈利是第一目标,建议投资者可以在偏股型标的中适当增加银行+能源标的配置比重,来平抑市场波动,同时鉴于股性溢价率较低,转债弹性较大,目前正是中期布局正股优质标的的时机,可重点关注林洋转债、三一转债、九州转债、桐昆EB等机会。

天风证券:逐步增加转债配置

投资者可以选择在信用利差走阔的同时,逐步增加转债的配置,配置方向包括基

月份,当前处在月末,财政支出力度料加大,将在一定程度上增加流动性供应。不过,本周到期央行逆回购较多,且临近月末和年末,机构对资金需求上升,如此局面下,央行如何应对近万亿元的到期逆回购无疑值得关注。

本周将有9500亿元逆回购到期,前四个交易日到期压力均较大。从之前情况看,由于月末财政支出形成流动性投放,央行通常会利用逆回购到期进行对冲,故月末OMO以净回笼为主。

不过,本周央行到期量较大,且临近月末、年末,在负债端上和各类考核压力下,机构对资金需求上升,市场情绪偏谨慎,考虑到当前超储率偏低,各类因素易引起资金面波动,预计央行将张弛有度地开展操作,不会进行大规模净回笼。

三季度货币政策执行报告指出,“按

3.72%;其次,债券市场也延续跌势,且11月再现加速调整,上周中债10年期国债收益率触及3.9851%,刷新逾三年新高,并逼近4%关口;再者,从转债市场本身而言,供给加速释放的压力正在显现,继雨虹转债上市后,林洋转债、隆基转债等5只转债也先后上市,而Wind数据显示,仅11月就有24家公司公布了转债发行预案,计划发行总规模超过336亿元。

不少机构认为,临近年末市场波动或加大,在股市结构性分化行情还将持续、债券收益率仍将面临上行压力的情况下,转债市场大概率也将延续分化行情。

“短期金融监管细则还会逐步落地,临近年末机构落袋为安、无风险利率高位震荡、资金面紧平衡,权益市场或面临一定波折。转债市场供给加快背景下,短期内我们维持转债分化加剧、静待转机观点。”海通证券指出。

天风证券认为,从偏股型转债的转股溢价率来看,目前转债的估值已经到年内最低的位置。无论是从股市、利率市场还是转债发行,短时间内看不到特别不利于转债市场的因素,目前转债市场唯一需要担心的是信用利差走阔,而未来信用利差走阔是大概率事件。当然,转债市场流动性会比较好,也可能会提前反应利差走阔预期。

本面有保障的林洋转债、雨虹转债,正股估值较低的国君转债、国资EB等,有下修预期的蓝标转债以及转债估值较低、博弈弹性的小康转债、广汽转债等。

中信建投:密切跟踪正股的强弱

短期内权益市场进入大幅波动期,投资者投资偏股型转债需密切关注其正股表现,及时对短线交易性个券作止盈止损。长线投资,推荐债性个券中的海印、洪涛、蓝标、凤凰EB。短线交易性个券方面,本周可跟踪中油EB、国盛EB、光大转债。新券和次新券方面,建议关注济川、久立、国祯、宝武EB的相关正股的后续表现;注意回避雨虹、小康、生益。(王姣 整理)

照稳健货币政策要求,中国人民银行密切关注流动性形势和市场预期变化,加强预调微调和市场沟通,张弛有度开展公开市场操作,维护银行体系流动性中性适度、基本稳定。”

值得一提的是,10月以来,央行OMO以净投放为主,10月实现净投放8885亿元;11月截至27日实现净投放5080亿元。即便本月税期扰动消退,上周央行仍继续开展净投放,及时平抑了货币市场紧张。

业内人士预计,央行将综合考虑财政支出力度和进度、央行逆回购到期规模和节奏、政府债券发行缴款以及市场情绪变化等因素,灵活开展公开市场操作,熨平货币市场波动,防止流动性出现大起大落;临近年末,机构需对流动性形势保持密切关注,做好风险预判、加强流动性管理,但也不必过度悲观。

人民币对美元波动收窄

经历短期大涨大跌后,27日,人民币对美元汇率走稳,在岸价收盘小涨58基点。外汇分析人士指出,美元短期走弱,进一步降低年底人民币对美元贬值风险,年内人民币对美元料总体保持稳定,继续呈现双向波动。

27日,人民币对美元汇率中间价设于6.5874元,较前值下调64基点。银行间外汇市场上,人民币对美元即期汇率日内反复震荡,16:30收盘价报6.5979元,较前收盘价升值58基点,波动幅度较前几日明显收窄。

上周,人民币对美元出现一波较快升值,11月22日、23日,在岸人民币对美元即期汇率接连升值178基点、336基点,但24日人民币又大幅回调

214基点。

市场人士指出,上周人民币对美元升值主要有两方面原因:一是国际市场上美元走弱。上周美元指数连续第三周走弱,全周下跌1%,跌幅超过之前两周;二是近期人民币债券收益率上行较明显,且临近月末,货币市场流动性出现一定收紧,推高货币市场利率,人民币套息价值有所上升。

这位市场人士也表示,24日美元指数继续走弱,但人民币对美元出现回调,显示逢低购汇需求仍旺,抑制人民币升值势头。就年内来看,美元走势仍有不确定性,近几日本币市场利率上行也有所放缓,人民币对美元未必有太大升值空间,但贬值风险亦不大。(张勤峰)

5年期特别国债需求平稳

财政部27日招标的5年期特别国债续发券中标利率接近二级市场水平,投标倍数2.68,需求比较平稳。

财政部昨日招标的是今年第三期特别国债(简称“17特别国债03”)的二次续发券,期限5年,计划发行264亿元,采用面向承销团成员公开招标方式发行。据市场人士透露,此次特别国债续发行中标收益率为3.8837%,边际中标收益率3.9263%,全场倍数2.68,边际倍数4.21。

本期特别国债中标利率接近二级市场水平,投标倍数尚可,显示需求比较平稳。24日,

5年期国债中债到期收益率为3.8857%。27日,二级市场5年期国债170021成交在3.88%。

业内人士表示,近几债市恐慌情绪有所平复,但年底负债和流动性压力较大,配置需求总体偏弱,难以支撑债市出现大级别的上漲行情。

数据显示,今年共有2007年发行的四期特别国债到期,其中第1期6000亿元、第3期350.90亿元、第5期349.70亿元已分别于8月29日、9月24日、11月5日到期,第8期263.18亿元将于12月17日到期。(张勤峰)

国开行将以短债置换长债

国家开发银行27日公告称,定于11月28日通过中国人民银行债券发行系统以该行2017年第三期(简称“17国开03”)的债券置换2017年第十五金融债券(债券简称“17国开15”),不超过15亿元。

本次置换招标发行的“17国开03”和被置换的“17国开15”均为国开行今年发行的固息金融债,前者为1年期债券,现剩余0.1562亿,后者为10年期债券,现剩余9.7452亿。

所谓债券置换招标,是指发行人向承销商(或投资人)

招标发行置换债券,同时从承销商(或投资人)手中换回被置换债券的操作。置换债券是指在置换招标中发行的债券;被置换债券是指在置换招标中被赎回的存量债券。

国开行于本月16日进行了首次金融债置换招标操作,当次置换债券为“17国开15”,被置换债券“17国开10”,期限均为10年。11月28日的操作将是国开行首次以短债置换长债。

值得一提的是,本周第一次增发行中,国开行削减发行量,并暂停增发“17国开15”,结合此次换券操作,其用意值得揣摩。(张勤峰)

■交易员札记

收益率易上难下

□潍坊农信 吴凤华

27日,债市收益率整体上行2-3BP,买卖双方交投略显胶着,市场进入震荡期,静待方向上的选择。

上周尾盘,受部分政策债发行计划调整及大行融出跨月资金的影响,债市收益率快速回落下行6-7BP。27日,国开行就第二次债券置换招标做出安排,将用剩余57天的17国开03置换10年期活跃券17国开15,市场对此次以短换长的操作理解为利好债市,受此刺激,27日早盘债市收益率继续小幅下行,但随后公布10月工业企业利润指

■评级追踪

东方金诚上调府谷国资评级展望

东方金诚日前发布公告,维持府谷县国有资产运营有限责任公司主体信用等级为AA,将评级展望由负面调整为稳定。

东方金诚指出,根据府谷国资提供的最新资料和其他相关信息,府谷国资在预期款项处理和回收等重大事项方面取得较大进展。兴茂集团经营向好并开始逐步偿还府谷国资借款,且神华集团拟收购府谷煤炭铁路专用线项目和兴茂集团提供的反担保措施为府谷国资清收兴茂集团借款,偿还神华股份和石窑店矿业借款提供了一定保障,公司

□本报记者 张勤峰

27日,央行开展1400亿元逆回购操作,等量对冲到期央行逆回购;市场资金面均衡宽松,货币市场利率涨跌互现。有市场人士表示,月末财政支出力度料加大,有望增加流动性供应,但本周到期逆回购不少,且临近月末、年底,跨月跨年资金偏紧,央行或灵活调整公开市场操作,避免流动性出现大波动。

OMO实现等量对冲

27日早间,央行开展1400亿元逆回购操作,其中7天期700亿元,14天期600亿元,63天期100亿元,中标利率均持稳;当日有1400亿元逆回购到期,故央行此举实现等量对冲,结束了此前连续两日的净投放。

上周,央行公开市场操作(OMO)再

配置力量缺失 债市大涨条件不足

□本报记者 张勤峰

27日,债券市场冲高回落,未能延续上周五的强劲反弹势头。市场人士指出,当前债券配置价值受到认可,但年底机构“缺钱”、配置需求偏弱的问题依旧突出,难以支撑市场出现大级别的上涨,债市的趋势性机会仍需等待基本面或货币政策出现更明确变化。

反弹未能继续

27日,债券市场冲高回落,呈现弱勢震荡走势,国债期货收盘小幅下跌,银行间市场现券收益率小幅上行。

昨日,中金所10年期国债期货主力合约T1803早盘延续上涨势头,期价高开后最高上冲92.605元,随后震荡回落,早盘收市已抹除全部涨幅,午后跌幅略微扩大,至

收盘时报92.420元,微跌0.040元或0.04%。

昨日银行间债券市场上,10年期国开活跃券170215成交利率由跌转升,尾盘成交在4.85%,较上一交易日尾盘上行约3BP。国债仍未成交寥寥,据Wind数据,27日,10年期活跃券170018在中介处仅成交两笔,最后成交在3.97%,较上一交易日上行3BP,次新券170010全天无成交。

最近国债成交显著缩水,价格波动收窄,显示市场分歧加大,观望情绪较重。国开债则经历大起大落。上周,10年期国开170215收益率一度直线飙升,上周二、周三,成交利率接连大幅上行8BP和12.5BP,两个交易日暴涨逾20BP,最高成交到4.955%,逼近5%整数关口。随后在新一批国开债发行缩量、暂停增发170215的消息刺激下,国开债上演惊天逆转,上周四、周

有违约主体又有后续违约事件发生,如中城建、博源控股等。债务违约加剧了发行人经营和现金流周转的困难,对后续到期债券产生“违约惯性”,需警惕“违约惯性”的自我强化和恶化趋势。

其次,首次出现AA+级主体“技术性”违约,可能挑动市场敏感情绪。11月21日,亿利集团发行的15亿元“14亿利集MTN2”到期,当日未能足额偿付债券本息。亿利集团公告称,此次违约为“技术性违约”,并于次日(11月22日)完成全额兑付。亿利集团目前经营和盈利尚未出现恶化迹象,合并报表口径的货币资金缓冲垫相对较厚,此次未按时兑付属于资金调度失误的可能性较大。不过,这是首次被两家评级机构评定为“AA+”的主体发生“技术性违约”,有可能

五,170215成交利率又快速下行12BP,回到4.82%一线。

机会仍需继续等待

170215停发成为上周债市反弹的导火索,但分析人士认为,该券停发难以扭转债市大势。

国泰君安证券覃汉认为,170215停发对债市影响有限。首先,此次停发是一次发布,并非针对已有发债公告的调整;其次,国开债发行调整对基本面、供给和货币政策的影响有限;最后,从历史经验来看,无论牛熊,国开债的发行调整均难以改变债市运行趋势,覃汉提示投资者,不可对于国开债大幅反弹期望过高。

中金公司等机构指出,四季度以来债券收益率的上升很大程度上源于银行配置

挑动市场对“AA+”级主体的敏感情绪。

中国证券报:为何市场对信用风险的担忧情绪并不重?

俞春江:市场对信用风险的担忧情绪并不算重,主要有两点原因:第一,经过“违约潮”的冲击后,市场对信用风险的心理承受能力有所增强。对于历史违约主体的“惯性违约”已有一定预期,有可能已提前消化;2017年新增违约主体明显减少,“亿利违约”虚惊一场,因而冲击相对减弱。

第二,国内经济基本总体面向好,尤其是产能过剩行业去产能效果明显,带动企业的经营状况趋于好转。从统计局最新发布的企业产能利用率来看,三季度全国工业产能利用率仍保持平稳态势,同比明显回升,达五年来最高。其中,钢铁、煤炭领域

东方金诚评级副总监俞春江:信用基本面呈改善趋势

□本报记者 王姣

临近年末,信用风险事件迭出,信用风险暴露再度引发关注。东方金诚国际信用评级有限公司评级副总监俞春江在接受中国证券报记者采访时表示,尽管违约事件有所增多,但总体而言,市场对信用风险的担忧情绪并不重。目前来看,大部分发行人的信用质量将呈改善趋势,而在利率债调整难言结束的背景下,信用债收益率仍有可能处于高位。

中国证券报:请点评一下近期发生的信用风险事件。

俞春江:近期债券市场相对集中地发生了一些信用风险事件,对此有两点判断:其一,历史违约主体呈现出“违约惯性”态势,并有可能进一步趋于恶化。近期一些既

未来面临的诉讼风险大幅下降,但预期款项的回收时间具有一定不确定性。

鹏元上调“15湖南中小债”评级

鹏元日前将2015年湖南省中小企业集合债券的信用等级由AA上调至AA+。

鹏元指出,此次评级调整主要是考虑到:跟踪期内,湖南省经济持续增长,联合发行人仍面临良好的区域环境,担保主体湖南省担保集团有限公司经营情况良好,经鹏元综合评定,2017年湖南担保主体长期信用等级上调为AA+,其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。(张勤峰 整理)