

股债性价比生变 转债博弈价值渐增

□本报记者 张勤峰

年初以来,股市逆预期走弱,与其“沾亲带故”的转债也跌入低谷,个券大量跌破面值,债性显著增强。但股市跌多了,股價相对性价比比此长彼消,转债左侧埋伏价值开始受到关注。相比股市,最近转债市场更早企稳,反弹幅度也更大。

分析人士认为,转债跌多了,安全边际已出现,逢低介入,进可埋伏股市反弹,退有债底支撑,此时正是展现攻防兼备特性的时候。不过,股市尚在磨底阶段,操作上不宜冒进,需防范“三根阳线改变信仰”的心态。

一致预期出错

如果时间回到6个月前,当时证券市场几类主要资产的排序大致是这样的:股票最被看好,其次是可转债,然后是黄金和大宗商品,再后面才是利率债,低等级债垫底。

然而,一致预期并不总是对的,有时候甚至可能错得离谱。

站在6个月后的当下来看,今年股市表现非但不好,反而是最差的,上证综指、深证成指双双跌了约15%;商品表现也差强人意,南华商品指数跌了接近4%;低等级债的确最差,等级利差大幅走阔不说,还出现了一连串违约事件;表现最好的则是此前不被看好的利率债,10年期国开债到期收益率从1月份高点已回落100BP左右,短端下行幅度更大,1年期国开债收益率回落了约130BP。

年初时,投资者看好转债,本质是看好股市,希望借一把股市的东风;谁曾想,吹来的是西北风,不光股市表现差,还连带着把转债打入冷宫。

今年1月26日,中证转债指数一度涨到310.97,一个月不到就上涨了近10%,可谓牛气十足,但好景不长,1月底A股在创出今年高点后转身回落,中证转债指数也跟着踏上漫漫险途,并于6月28日最低跌到272.35,创出四年半新低,最大跌幅达12.4%。

从诸多方面来看,转债市场都跌到了一个低谷。

先看价格,大量转债市价跌破了面值。以6月28日这一天为例,当日正常交易的公募可转债共68只,其中44只收盘价低于面值100元,占比超过6成,低于90元的达11只,最低的辉丰转债收盘价不到80元。如果标准放宽至105元,也就是市价低于或接近面值的转债数量则达到58只,占8成以上。

再看溢价率指标,转债平价底价溢价

率、纯债溢价率等降至低位,转股溢价率则大幅提升。受股市持续调整影响,年初以来转债转股价值(平价)缩水明显,截至6月28日收盘,共42只转债的平价跌破了纯债价值(底价),转债的平价底价溢价率算术均值跌至负值。债底开始成为转债市价的重要支撑,纯债溢价率整体下降明显,共46只转债纯债溢价率低于20%,低于10%的也达到20只;市价与平价则渐行渐远,转股溢价率提升明显,共35只转债转股溢价率高于20%,其中11只超过50%。根据Wind的分类,当日68只正常交易的转债中,划分为偏股型的只有9只,偏债性的则达到17只。

纯债收益率为正,49只达到2%以上,有15只超过4%。

另外,新券发行难度加大,承销商包销的情况增多,以及新券上市后快速跌破面值,这些特征无不显示转债市场情绪跌到了低谷。

股债性价比此长彼消

与市场预期相比,今年转债的表现显然有很大的“预期差”。不过,有时候跌多了并非绝对是坏事。

年初时,曾有固收研究团队称,跌多了就是利好,时间是债市的朋友。这句话,在当时可能不被注意,但现在再看,很有道理。跌多了,跌透了,安全边际就出来了,性价比也就上去了。

就以债券为例,去年熊市持续了一整年,到今年初,市场情绪悲观。事实却是,债券成功上演逆袭,在主要大类资产中表现可圈可点。

今年债强股弱不假,无风险债券收益率纷纷回落,股指跌到两年多低位,但在这一过程中,债券股票相比性价比也此消彼长。

如何比较股债相对性价比?中金固收研究认为,今年债市大涨、股市大跌后,债市性价比正下降,而股市性价在上升。从盈利收益率与债券利率来看,两者之间的背离正在扩大,股市盈利收益率处于历史相对较高的位置,估值较低,而债券收益率已回到历史均值附近。从股息率与债券收益率来看,两者利差正迅速收敛。从股息率/债券收益率比值来看,该比值尚没有有效偏离均值,股债相对吸引力正逐步向股票倾斜,但还没到极致状态。

股债间相对性价比的变化,意味着债券、股票强弱切换的内在动力在逐渐积累。中金分析师认为,从中长期看,股票的性价比已经不输甚至开始超过债

券,但目前趋势还在利率债上,股票性价比也还没有到全方位超越的时候。如果未来利率继续走低,特别是货币基金、银行理财收益率等“广义无风险收益率”进一步下行,资金再配置效应就可能出现。

市场情绪和预期的转变需要时间和契机,从6月数据来看,信用紧缩状况还在延续,社融余额增速创新低,直接冲击经济增长和企业资金链。市场对基本面走势和信用形势仍较为谨慎,制约盈利预期,期待股市走出V型反转也不现实。

然而,股市将转未转之时,转债最有价值。以往来看,股票熊市时期,转债更偏债性,但又跑不赢债券;股票牛市时期,转债更偏股性,但又跑不赢股票;转债最有吸引力的时候,可能就是在股市酝酿底部反弹的时期,此时转债表现甚至可能超过股市。因此对投资者而言,此时转债在提供保底收益的基础上,给予其博弈股市转势的机会。

左侧价值显现

在6月底创阶段新低之后,最近股票、转债均有所反弹。7月6日,上证指数在跌至最低2691点之后展开反弹,上周一度回到2800点上方,18日收报2787.26点,累计反弹约2%。而在创出四年半新低后次日,6月29日中证转债指数大涨了1.57%,创逾6个月最大涨幅,此后继续震荡走高,7月18日收报281.41点,累计上涨3.3%。

相比股市,最近转债市场更早企稳,

■观点链接

中金公司:关注左侧机会

对当前转债的基本判断是:第一,转债估值调整充分,已能体现一定保护性;第二,股市存在反弹需求,但此前的支撑位变成阻力位,最顺畅的反弹空间是跌出来的,此后势必面临消磨阻力的挑战,投资者也应有一定心理准备;第三,供给逐步恢复,近期不缺增持新券的机会。在偏长线视角下,时间是朋友,关注左侧埋伏的机会。但短期也并不期待在如此市场环境下,转债能为投资者带来超预期回报。

国元证券:积极申购优质新券

上周股市演绎过山车行情,强力反弹后劲不足。债市受到股市反弹、资金面宽松程度减弱等影响有所震荡,但不改长期利率下行趋势。转债方面,排除

反弹幅度也更大。这一现象背后,除了转债前期跌多了,自身积累的反弹诉求之外,可能也有一部分投资者希望通过转债博弈股市上涨行情。毕竟当前股市不确定性仍不小,通过转债进行左侧埋伏是比较稳妥的方式。

“转债跌多了,安全边际已出现,逢低介入的话,进可博弈股市反弹,退有债底支撑,此时正是转债展现其攻防兼备特性的时候。”一位券商债券交易员认为。

中金公司固收研究也认为,当前股市风险大幅释放,但尚在磨底阶段,转债估值安全边际已出现。长线资金为获得足够筹码,可以开始左侧埋伏。而对于今年业绩表现靓丽的券商自营等机会,不妨拿出部分浮盈埋伏转债。

但中金分析师也提示,不宜过度解读最近转债的反弹,这仅能说明情绪有所平复,市场也存在反弹的需求,但其他基本条件仍没有太大变化。对转债市场来说,时间已是朋友,中长线前景不悲观,但短期在如此市场环境下,也不能期待转债能带来多大超预期回报。仍建议以新券、正股高弹性品种为突破口。

中信建投证券报告指出,在当前位置已不必悲观,权益市场不断洗尽铅华,对于配置来说,下半年是一个可积极作为的底部区域。但从交易上说,由于核心矛盾未解,波动风险未消,因此转债仍以反弹做波段和绝对收益思路为主,需防范“三根阳线改变信仰”的心态。

个别上市破发债券影响整体发挥平稳。在目前行情中,建议投资者积极参与申购,适当参与优先配售,未来一两周预计转债供给端会释放出一些优良标的。未来不排除会有一些转债二次下修转股价格的情况。

中信证券:股市回暖转债将双重受益

相比正股,转债向上空间有限,对beta敏感性更高,因而一致预期更具参考意义,当市场达成一致时情绪定有方向性变化,此时转债市场对其更为敏感。特别是对于传统的固定收益投资者而言,其多偏向风险厌恶型,一致预期可作为辅助性指标对市场情绪进行把握。操作层面,可以自上而下把握股票以及债券市场情绪的变化,若股市出现边际改善时,转债标的有望双重受益于正股反弹以及溢价率走扩从而赚取超额收益。(张勤峰 整理)

转债市场

充裕范畴,未来货币市场利率可能难以回到如此低的水平。

7月初流动性之所以如此充裕,主要是6月末有大额财政支出,随后央行实施了定向降准,释放资金约7000亿元。两相叠加,导致月初时点流动性总量达到阶段性较高水平。不过,在央行连续实施净回笼后,超储率应已有所回落。

另一方面,后续流动性仍会面临其他因素的制约。三季度是利率债全年发行高峰期,地方债发行预计将大幅放量,而政府债券发行会暂时推高财政库款,形成流动性回笼效应。另外,第三方支付机构交存客户备付金对流动性也有一定不利影响。最后,7月仍是海外上市企业分红高峰期,市场上存在用汇刚需。

总的来看,机构认为,未来资金面保持宽松没有太大悬念,但也不会过松,更大概率呈现平稳偏松的局面。

资金面

货币供需改善,预计下半年长端利率仍有下行空间。

中金公司表示,7月作为缴税大月,税款缴纳主要集中在15日至18日前后,所以税期影响将逐渐消退。往后看,7月财政存款可能会较往年加快投放,上收压力不大,资金面将继续宽松。

中金公司认为,今年以来央行已经三次定向下调存款准备金率,银行间流动性较为充裕。在央行的悉心呵护下,当前资金面确实明显转松,6月以来货币市场利率下行明显,回购利率甚至一度低于公开市场操作利率。

值得注意的是,央行上周五在发布金融数据的同时特意公布6月末金融机构超额准备金率为1.74%,比上月末大幅提高0.55个百分点,相当于指出5月末的超储率为1.19%,比之前公布的3月末1.3%还要低。

“这说明,流动性的宽松是从6月开始的,从货币市场利率也能得到验证,同业存单利率在6月中旬开始下行,并创下2017年以来的新低。”中金公司称。

人民币双向波动料延续

□本报记者 张勤峰

7月18日,人民币兑美元中间价、即期价不同程度走软,双双创2017年8月中旬以来的新低。分析人士指出,因美联储对经济前景看法乐观,市场加息预期升温,美元指数再度突破95关口,人民币兑美元由此承压,不过当前市场汇率预期保持稳定,人民币汇率双向波动延续,也有助于消除市场一度形成的单边升值或贬值预期,人民币整体企稳、双向波动的运行格局并未改变。

在岸价跌破6.72

18日早间,中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价下调93个基点并跌破6.69关口,报6.6914,为连续第五日走贬,并创2017年8月9日以来新低。

因周二美联储主席鲍威尔国会证词偏鹰派,美元指数最终大涨0.49%,报94.9727,结束两日连跌,在此背景下,人民币中间价继续下调符合市场预期。

受中间价下调影响,18日在、离岸人民币兑美元均明显走弱。境内银行间外汇市场上,在岸人民币兑美元大幅低开于6.7080,尽管早盘一度反弹至6.6954,但随着美元指数扩大涨幅,人民币兑美元即期汇率继续走低,至16:30收盘报6.7145,较上一交易日大跌355点,并创去年8月7日以来新低。进入夜盘时段,人民币即期价进一步跌破6.72关口,盘中跌幅一度超过400点。

香港市场方面,离岸人民币兑美元汇率也快速下行,盘中一度跌破6.75关口,截至北京时间

博源控股再曝8亿债券违约

7月18日,债券市场再现一起违约事件,“13博源MTN001”未按期足额偿付本息由此构成实质性违约。

当日晚间,内蒙古博源控股集团有限公司(简称“博源控股”)公告称,公司2013年度第一期中期票据(简称“13博源MTN001”)应于2018年7月18日兑付本息,截至到期兑付日终,公司未能按照约定筹措足额偿债资金,“13博源MTN001”不能按期足额偿付本金及最后一期利息。

“13博源MTN001”发行总额为8亿元,本计息期债券利率为7%,债券期限为5年,应付本息金额为8.56亿元。

农发债需求旺盛

中国农业发展银行18日下午发行的固息债招标结果较好,三期债券中标利率均低于二级市场估值水平,全场倍数均超过3,其中3年期全场倍数更超过5,表明机构配置热情高涨。

农发行此次发行的三期债均为固息增发债,包括2018年第九期、第一期、第六期金融债的增发债,期限分别为3年、7年、10年,发行规模分别为40亿元、40亿元、60亿元。据市场人士透露,此次农发行3年期增发债中标收益率为3.7531%,全场倍

■评级追踪

泉州银行评级上调至AA+

东方金诚国际信用评估有限公司(简称“东方金诚”)日前公告称,决定将泉州银行股份有限公司(简称“泉州银行”)主体信用等级上调至AA+,评级展望为稳定,并上调“16泉州银行二级”、“17泉州银行二级01”和“17泉州银行二级”信用等级均至AA。

东方金诚表示,跟踪期内,泉州银行积极开展产品和服务创新,存贷款业务继续保持较快增长,区域竞争力进一步增强;该行近年来传统存贷款业务规模稳步增长,资产质量状况良好;受益于股东增资以及二级资本债的发行,该行资本实力得到

18日20:00报6.7554,盘中跌幅近326点。

双向波动格局延续

美元指数明显走强,成为人民币汇率再度大跌的主要原因。从盘面上看,18日美元指数快速走高,盘中再度突破95关口,并超过95.40,涨幅一度超过0.4%,这一表现刷新了6月29日以来的新高高95.2489,并逼近一年高位95.5383。

据报道,鲍威尔周二在美国国会参议院银行业委员会发表证词称,目前看来,央行仍然计划继续以每三个月加息一次的步伐加息。他表示,美国就业市场“强劲”,今年经济增长“步伐稳固”,近期通胀数据“令人鼓舞”。

鲍威尔发表证词后,美国芝加哥商业交易所(CME)集团的美联储观察工具(FED Watch)显示:交易员们预计美联储9月份再度加息的可能性为89%。

市场人士认为,若美元指数延续涨势,人民币汇率短期仍可能承压,但人民币随美元双向波动的格局不改,而随着人民币汇率弹性加大,市场化水平提高,也有助于消除市场一度形成的单边升值或贬值预期。

长江证券宏观固收首席赵伟指出,在有管理浮动的机制下,人民币汇率必然是有涨有跌,不会只是单向变化。人民币汇率不论涨或跌,对经济都是有利有弊。预计短期内市场情绪集中宣泄后,人民币汇率走势将会重新回归经济基本面,境内外汇供求有望维持基本平衡,我国国际收支就会形成经常项目与资本项目顺逆差互补的自主平衡关系。

平稳度过税期 资金面料适度宽松

□本报记者 张勤峰

本周第三日,央行继续实施流动性净投放。市场人士表示,税期扰动已经减弱,央行继续实施净投放,进一步确保资金面平稳度过税期。昨日市场资金面较上日更松,短期货币市场利率纷纷回落,预计后续将维持平稳偏松态势。

资金面回暖

7月18日,央行开展了600亿元7天期、200亿元14天期逆回购操作,中标利率分别持稳于2.55%、2.70%,因当天无逆回购到期,此举实现净投放600亿元,为连续第3日净投放。

7月是税收大月,本周初则处于税期高峰。过去五年,7月份财政存款平均增加近7000亿元,去年7月份,财政存款增加了11600亿元。结合今年企业盈利和财政收

入表现来看,机构预计本月税款清缴规模不会比历史平均水平低。而按照今年纳税申报安排,7月份纳税申报截止日期为16日,16日及前后一两日是税期对流动性扰动最大的时期。

以往年来看,因6月份有半年末监管考核、7月份又面临季度缴税压力,这两个月货币市场流动性易紧张难松,最有代表性的就是2013年年中“钱荒”。

今年情况大不同。6月末,流动性小有波动,但总体无恙,资金面平平稳稳度过了半年末大考。再看本周,16日受缴税高峰、金融机构缴准、政府债缴款的叠加影响,资金面有所收紧,前期泛滥的隔夜资金供给减少,但市场整体资金供求仍保持平衡,紧张程度有限。17日资金面已有所好转,隔夜、7天资金融出增多,资金面均衡偏松。18日,情况进一步改善。

资金面宽松支撑期债强势格局

□本报记者 王朱莹

7月18日,国债期货整体维持窄幅波动,且呈现近强于远的格局,银行间现券收益率下行幅度收窄。分析人士指出,央行公开市场重新加大投放,并通过国库现金定存提供流动性,未来可预见资金面保持宽松,维持国债期货短期震荡、中长期继续上行的判断。

期债高位盘桓

盘面上看,18日,国债期货延续近三日的窄幅震荡态势。10年期国债期货主力合约T1809微涨0.02%或0.015元,收报96.085元;5年期国债期货主力合约TF1809与前日持平。

银行间现券收益率早盘下行3bp,午后下行幅度收窄。其中,10年国开债活跃券180205收益率下行1.7bp报4.1650%,10年国债活跃券180011收益率下行1bp报3.47400%。

公开市场方面,为应对缴税高峰,央行连续三日开展大额净投放,按逆回购口

径计算,本周前三日累计净投放4700亿元。18日银行间质押式回购利率多数下

跌,Shibor亦多数下行。国债期货分析师史珂表示,当前缴税高峰平稳度过,资金面结束收敛态势。目前债市格局未变,但短期内波动难免。

方正中期期货分析师牛秋乐表示,短中期多因素基本兑现,市场上行放缓。经济下行压力仍存,通胀水平整体维持低位,货币政策保持宽松,外部环境仍存在较大不确定性,基本面组合继续利多债市。

资金面继续宽松

日前公布的数据显示,6月社融规模1.18万亿,低于预期1.40万亿;M2同比增8%,增速创历史新低,低于预期8.4%。

民生证券分析师李锋点评称,融资体系“破立”之间,信贷放量难以对冲表外收缩。表外收缩是社融不及预期主因。复叠2017年1月至今社融-M2剪刀差与长短端无风险收益率关系,长端利率对资金供需的二阶指标有敏感性。受益于

明显提升;作为泉州市地方法人机构,能够得到当地政府