

■ 多空论剑

转债:债券中的“战斗机”如何炼成

□本报记者 张勤峰

一级市场“打新”热潮重现,二级市场“明星券”涨势喜人。2019年以来,转债表现抢眼。相比纯债和股票,转债有哪些特性?如何看待近期上涨及未来走势?大涨过后该如何操作?本栏目邀请东北证券大类资产配置首席研究员李勇和光大证券固收首席分析师张旭进行讨论。

双轮驱动 转债火了

中国证券报:2019年以来,转债市场表现抢眼,如何看待这一现象?

李勇:年初以来,转债市场表现较好。截至3月8日收盘,年初以来中证转债指数上涨1424%,同期上证综指上涨1908%。转债市场近期大幅上涨的原因主要有两个:一是估值修复。2018年转债市场下跌,从个券到期收益率和隐含波动率来看,转债市场估值下行至历史底部区域。二是正股行情的带动。年初以来,股票市场大幅上涨。作为含权信用债的转债同正股价格高度相关,在正股行情的带动下,转债市场亦大幅上涨。

受转债二级市场大幅上涨的影响,转债一级市场迅速回暖。新券发行提速,转债上市首日价格相比去年大幅上升。截至3月7日,年初以来已发行17只可转债,发行规模约798亿元。一级市场火爆的原因主要在于二级市场大幅上涨,投资者在一级市场以面值(100)认购转债,转债上市后卖出便能获得不错的收益。

张旭:转债市场行情走好一方面来自于正股上涨的带动,另一方面来自于投资者的关注。一般来说,转债的价格随正股价格波动而波动,且方向相同。年初以来,资本市场的估值出现了理性修复,这也推动了可转债价格上涨。此外,在市场上涨的初期,投资者对未来股价走势的预期较为谨慎,既想博取超额收益,又希望降低投资风险,此时投资转债是一个较好的选择。因为这一原因,投资者对于转债的关注度高于前期,并推动了转债估值的修复。

混合属性造就多面手

中国证券报:相比股票,转债还有哪些特性?如何利用这些特性?

李勇:跟股票相比,转债有一些特殊的地方。首先从交易机制来看,转债实行T+0交易,无涨跌停板限制。另外转债还包含一些特殊条款:如转股价下修条款、强制赎回条款、回售条款等。利用转债的转股价下修条款,可以提前埋伏潜在的下修转股价的标的,这种策略便是



东北证券大类资产配置首席研究员
李勇

当前投资转债市场的性价比已有所下降。后续转债市场的走势更多取决于股票市场的表现。



光大证券固收首席分析师
张旭

当前,转债投资既有机会也有风险。机会主要来自于正股估值修复,风险的来源则相对多样。

我们常见的条款博弈策略。对于发行人而言,强制赎回条款的作用主要在于促进投资者转股。T+0交易和无涨跌停板限制的规定加大了市场波动,部分转债均出现过单日价格大幅(超过20%)上涨或下跌的情形。跟正股相比,转债还有一个特点便是“上有顶、下有底”:进入转股期后若正股价格持续上涨触发强制赎回条款,投资者此时会转股兑现收益;当然由于债底(纯债价值)的保护,在不发生信用风险的前提下,转债价格也难以跌破债底。

张旭:内嵌的条款是转债相对于正股的一个重要不同点,这也是转债投资的魅力源泉。在各种条款中,下修条款可能是对于转债投资者来讲最重要的一个。正是这个条款的存在,使得转债“下有底”的特性更为突出,而且还会形成下修事件驱动的投资机会。在正股下跌的过程中,转债的转化价值随之下降,但当正股价格下跌达到一定幅度,发行人就会下修转股价,这时转债的转换价值以及二级市场价格都会不跌反升。

中国证券报:转债投资者主要有哪些?

李勇:当前转债市场的投资者主要包括:一般法人、自然人、QFII、基金、保险、社保、券商自营、券商资管、专户理财、年金、信托等。基本涵盖了市场上所有的主要投资者。从上交所公布的数据来看,目前占比最大的投资者是一般法人,持仓占比约36%;其次是基金,持仓占比约14%,投资转债的基金主要为混基和债基;保险、社保和年金等占比约17.8%;券商自营、专户、信托和券商资管占比约25%。

我们一般将保险、社保和年金等机构投资者当作中长期投资者,去年四季度该类机构增持转债较为明显。随着市场快速扩容以及行情好转,券商自营等偏交易型机构转债持仓比率

也不断上升。总体来看,随着转债标的增多,越来越多的投资者会参与转债市场,市场的广度和深度也会发生变化。

张旭:最近一两年转债市场发展较快。此前,转债投资者基本为债券型基金,投资者选择转债主要是为了分享权益资产上涨的收益。现在,转债投资者的群体明显壮大且更加丰富,不仅有债券型基金、混合型基金、股票型基金,而且非机构投资者的比例也明显提高。投资者参与转债市场的目的也更加多元化。越来越多的投资者将可转债作为投资风险管理的工具。

后市需看A股“脸色”

中国证券报:经历近期较大幅度上涨,对转债走势有何看法?

李勇:年初以来,转债市场大幅上涨,转债估值迅速修复。当前市场价格超过120元的转债约35只,110元~120元的转债约50只,转债价值更多来源于股票价值的支撑。与2018年11月份相比,当前投资转债市场的性价比已有所下降。后续转债市场的走势更多取决于股票市场的表现。目前股票市场的表现较为抢眼,资金不断入场的趋势或将延续。但同时我们也应注意到一些风险因素:一是企业盈利下滑;二是海外风险传导。

总体来看,我们对于后市持谨慎乐观的态度,有业绩支撑、估值合理的优质个券仍有机会,依靠概念炒作、缺乏基本面支撑的标的大概率会回调,个券之间的分化会继续存在。从行业来看,可以积极关注军工、科技类公司中的优质标的。

张旭:资产价格的波动无法进行线性外推,也就是说前期的大幅上涨并不意味着后期也会有相同幅度的上涨。在当前的时点上看,

转债投资既有机会也有风险。其中,机会主要来自于正股估值的修复,而风险的来源相对多样。一方面,部分超涨的正股标的面临回调风险,另一方面,转债估值也可能因为供给冲击等原因而出现向下的调整。

中国证券报:对转债投资策略有何建议?

李勇:我们一般从两个角度去分析转债:一个是正股,正股是根本;一个是估值,估值使用的指标包括转股溢价率、到期收益率、隐含波动率等。我们一般会选择正股基本面较好,未来具备一定上行空间,且估值相对合理的转债。

在当前市场,建议投资者密切关注价格在115元以下、转股溢价率在20%以内、正股基本面较好的转债。若正股价格持续上涨,转债在进入转股期之后易触发强制赎回条款,由于赎回价格较低,投资者应该在规定时间内将转债进行转股或卖出,以避免损失。近期市场价格不错,新发行转债上市后表现较好,投资者在一二级市场申购转债,待转债上市后在二级市场卖出便能获得较好的收益,打新参与热情高涨,中签率也越来越低。对于优质转债标的可积极参与打新。

张旭:在一级市场的转债“打新”中,需要对转债的条款进行全面的审视,综合评价“打新”的风险与收益。转债发行人本身的股权结构、股价波动水平、转债发行动机都存在差异,这也带来转债条款的不同,因此需要全面地对转债条款进行审视和评估。在二级市场的投资中,既需要关注正股的走势,也需要关注转债本身的估值。在对正股进行分析的时候,应坚持价值投资的理念,进行深入的基本面研究。在对转债估值的分析中,需要综合考虑转债供给与需求两方面的因素。

■ 投资非常道

牛是如何疯掉的

□金学伟

股市天然就是个产生奇迹的地方。

2019年股市的最大奇迹就是在一片惶惑、恐惧、悲观中突然踏上牛途,其变化之快、之巨,让人猝不及防。一时间,舆论的焦点从“洗洗睡论”、“崩溃论”、“发之不存,毛将焉附”等,转到了对“疯牛”的讨论上来。

我以为,这个讨论如果仍然是宏观的,是因果论的就没意义。因为因果之间从来不存在线性关系,一因多果、一果多因,同因异果,同果异因,对一个复杂适应系统来说再正常不过——这也是它能保持系统生命力的原因。尤其是当多种因素并存,有好的也有不利的,因果论的应用完全取决于我们对因的选择和逻辑假设。所以,因果论常常成为我们事先的猜测和事后的解释,以满足我们知的欲望、寻求完美解释的欲望。

我想从下列三个方面去理解可能会更好一点。

一是系统环境。我在转发马云“我很担心经济学家们把我们的企业家变成经济学家”时,加过一段评论:

西方是个人主义社会,很少有人关心宏观东西,所以经济学家只是象牙塔里的异类,很少有人知道、感兴趣。

中国是集体主义社会,所以人人都关注宏观,几乎每一个人都可以从手指头扳到脚指头,扳出十几二十个著名经济学家来。

宏观经济理论的有效性有赖于没有人去关心这个理论,人人都做一个“自适应分子”。如果人人都关心宏观,都按照宏观来决策,那宏观经济理论一定一无是处。

所以,马老师说他很担心那些经济学家把企业说“教育”成了经济学家。对这个问题,我也研究了好多年,得出的结论是:西方的企业家都是自适应个体,外部环境的细微变化就足以引起他们的互动,有时,一个政策微调就可以了。中国企业家都是群体动物,紧盯宏观。政策微调不起作用,要大大的调,才心满意足。所以,微调时大家都观望,看你是不是还有后续动作,等你加码到足够程度后,就一哄而上,抢政策红利。

这段评论,说的是企业家、股民(从机构到散户)又何尝不如此?

对宏观以及股市政策出现的积极信号避而不见,避而不想,沉浸在熊市和末日的悲观氛围中,把每一次反弹都当作卖出机会,把每一次反弹失败都看作股市不会有底的证据,所产生的实际效果就是让本来下跌动能并不太充足的市场看上去比实际更弱,使股市陷入过度卖出。一旦反转,就会出现这种直线式的上涨。

二是系统行为。按系统论观点,对一个复杂适应系统——有机生命体做因果推论只是一种浅层次解释,比之更进一层的是对系统行为的解析。从3587点到2440点,下跌时间为228个交易日,其“波长”在历史上名列第三,排名在前的是6124-1664点,253个交易日;1783-998点,281个交易日。但是,3587点下跌有个最大特点,就是“碎片化”,每一组下跌分形都很短。这种短分形下跌实际上就是下跌动能不足的表现和征兆。下跌动力的反面就是上升动力,反之也一样。

三是系统机理,也就是股市自身规律。股市的运行向来有一个交替现象,指2个同方向的相邻波段,如果一个是简单的,另一个就是曲折的。反过来,一个是曲折的,另一个就是简单的。比如6124点到1664点是简单的,3478点到1849点就是曲折的。由于3478点到1849点是曲折的,所以5178点到2638点就是简单的。

从因果论讲,我们当然可以找到一些原因,来解释为什么6124点和5178点下跌是简单的,3478点下跌是曲折的。但从行为学来解释,那是因为投资者常常会犯集体错误,又常常会从过去的错误中总结经验教训,而最容易被我们记住和汲取的往往是最新的经验教训,它会促使我们集体无意识地采取和上次不同的行为模式,使股市运行模式出现交替规律。

更复杂的演化是,曲折之后不是简单,而是更曲折,然后突然跨到简单——极简。1664点的上涨是简单的,连底都懒得盘。1849点稍曲折一点,盘了一年的底。2638点则更曲折,连一个像样波段都数不出来。于是,2440点就来了个大简单。如果不是现场感很强的运动型选手,行动至上主义者,又没有充分的思想和心理准备,常常会连反应的机会都没有。

这种简单与曲折的交替,有时也会发生在同一轮趋势中。前半段曲折的,后半段可能会趋向于简单。前半段简单的,后半段可能会趋向于曲折。不过A股市场因为受到两个方面的影响,这种交替现象并不明显。

一是集体主义文化,会使大多数人更倾向从众,看别人怎么做,怎么说,然后随大流。

二是机构与散户的高度同质化,且机构与机构之间的近亲繁殖,过于紧密的血缘关系和日常沟通,会大大地增加从众心理。

而曲折的走势通常是建立在不同力量各有所见、交易方向不一基础上的。因此,这样的交替现象会不会在这轮行情中出现,还只能是一种闲得没事的猜想。

牛没有疯掉,它是被强按着头喝水喝太多了,怒了。一朝昂起气冲天,不用扬鞭自奋蹄。

债市顽强上涨透露政策宽松预期

□本报记者 张勤峰

年初以来,股强债弱的特征较为明显,但最近一周,股、债这对“欢喜冤家”似乎“言归于好”。本周前四日股指持续上涨,国债期货也一道走强。最终,全周10年期国债期货上涨0.97%,涨幅创9个月最大。短期流动性充裕,为股债上涨提供了良好的资金环境,但在风险偏好上升的趋势下,债市投资者押注收益率继续下行的信心,应显现,后半周流动性宽松程度已有下降。

在这一背景下,债券市场却走出一轮幅度可观的上涨行情,反映出投资者做多的意愿较为坚定。盘面上看,从周三开始,股市上涨对债市走势的影响明显减轻。周四,10年期国债期货高开高走,全天上涨0.55%,涨幅创下1月17日以来最大。

债市投资者押注收益率继续下行的信心,

可能还来自于对政策宽松的预期。

分析人士认为,降低实际利率水平,意味着下调政策利率将成为2019年的货币政策操作的可选项,符合货币政策松紧适度的基本基调,也符合深化利率市场化改革”的要求以及“两轨并一轨”的趋势。

2019年政府工作报告提出,着力缓解企业融资难融资贵问题。2018年,部分企业尤其是小微企业、民营企业融资难的问题比较突出,宏观调控的很多工作主要围绕着先缓解融资难的问题展开。进入2019年,缓解融资贵的问题可能已被提上日程。

降低实际利率水平”呼应了缓解企业融

资”的要求,表明降低实体经济融资成本将是2019年货币政策执行中主要着力点。分析人士认为,央行进一步实施定向降准基本没有悬念。而如何降低实际利率水平则将是未来货币政策操作一大看点。

当然,降息不一定以调降存款基准利率的形式呈现。年初以来,DR007与公开市场操作利率倒挂几成常态化下行的可能性。但历史上,降息的出现往往意味着债券牛市进入尾声,后续经济和金融数据的回升会逐渐逆转债券牛市预期。在当前收益率水平上,已不能期待债市收益率出现太大幅度的下行。

宏信证券臧曼: 债券下跌空间有限 股市暂缺盈利支撑

□本报记者 王姣

“2019年海外宏观环境不会对国内产生太大的压力,当前宏观基本面的核心矛盾仍然聚焦在宽信用的效果能否持续,我们认为整体信用修复的力度不会太强,但宽货币宽信用格局下,债市收益率进一步下行的空间也相对比较有限。”8日,宏信证券资产管理部研究员臧曼在接受中国证券报记者专访时表示,未来资金面大概率仍将维持松紧适度,长端利率在利差保护相对充足的情况下,并没有大幅上行的空间,投资交易方向仍然是以捕捉利空、波段做多为主,交易盘注意止盈。同时,考虑到2019年很难看到上市公司盈利的大幅增长,待估值修复完成后,预计股市的上涨速度将会减弱。

中国证券报:近期全球主要经济体货币政策边际趋松,对国内资本市场有何影响?

臧曼:2019年海外宏观环境不会对国内产生太大的压力。首先,美欧经济均出现减速但并未衰退的迹象,美联储暂停加息同时预计在

年内结束缩表计划,欧央行则调整前瞻指引的同时重启了定向长期再融资操作以应对经济的下滑。

全球经济周期总体还是站在有利于无风险资产的位置。其次,欧元区经济周期领先美国半个身位,一旦年中欧元区经济快速回落的格局有边际企稳的迹象,美元大概率将承压,后期走势难言乐观。

因此,在全球主要经济体货币政策均维持宽松,且美元表现相对弱势的国际宏观组合之下,外部因素对新兴经济体的制约作用将会显著缓解。对中国而言,人民币汇率贬值压力或有缓解,资本账户压力不大,央行货币政策独立性有所增强,有利于进一步强化货币政策“对内优先”的目标。

中国证券报:从基本面来看,当前市场对宏观经济的关注焦点在哪里?

臧曼:当前宏观基本面的核心矛盾仍然聚焦在宽信用效果能否持续。2019年社融增速虽然不存在继续回落的可能,但出现大幅向上脉冲的概率也不会太大,实际GDP数据将会在一季度慢

速政策能够短期内收紧的可能,整体利率风险相对可控。

中国证券报:如何判断大类资产后期走势?

臧曼:资金面大概率仍将维持松紧适度,7天回购利率的合意水平仍然是2.6%-2.8%,1年期国开债收益率有望持续在2.6%左右保持震荡。长端利率在利差保护相对充足的情况下,并没有大幅上行的空间。投资交易方向仍然是以捕捉利空、波段做多为主,交易盘注意止盈。纯债账户的资产配置方面,中高等级信用债的杠杠策略相对久期策略而言更为确定,城投品种仍是首选,在净值回撤空间有限的前提下可以享受高票息和低回购成本之间的套息空间。

就权益市场而言,目前股市大幅回升的主要驱动力在于资金风险偏好回升导致的估值修复,但我们认为,2019年很难看到上市公司盈利的大幅增长,待估值修复完成后,权益市场的上涨速度将会减弱,需要进一步发掘具体行业的超额收益。

铁矿石价格中期承压

□国信期货 蔡元祺 徐超

从库存与高品矿溢价两个先行指标来看,矿价继续上行的空间不大。同时,波罗的海干散货价格指数持续低位运行,巴西淡水河谷矿难事件影响消散,基本面和资金面对矿价的支撑逐步削弱。中期来看,铁矿石价格将打开下行通道。但考虑到3月需求集中启动,下游工地与贸易商采购热情升温,钢价受提振的同时,炉料价格重心抬升,短期建议规避风险。套利角度来看,钢厂利润短线存在修复空间,可考虑多螺空矿的操作。

根据Mysteel数据,截至2月28日,全国26

港到港总量为1977.3万吨,环比减少101.0万吨;北方六港到港总量为1007.9万吨,环比减少81.4万吨。

外矿发货量在一季度走弱是正常的季节性规律,淡水河谷矿难事件,短期对巴西的出口数据并未有明显的影响。但是,澳洲矿迅速增长表明替代效应明显。在中国进口的铁矿石中,澳洲矿占据其中的近70%,因此巴西矿难对中国的铁矿石进口影响暂时较小。

从外矿进口结构看,高品矿发货量重心不断攀升,中低品矿发货量却下滑。国内钢厂自2018年四季度以来利润收缩,使得高炉配矿时

更倾向选择经济性更好的中低品矿。中低品矿需求走强,导致短期高低品矿之间的溢价将缩窄。

品位之间溢价与铁矿石价格呈现较强的正相关性,尤其是铁矿石在长期供大于求的格局下,下游需求的好坏决定了短期矿价的走势。

再看港口库存,截至2月22日,Mysteel统计的64家样本钢厂进口矿平均可用天数3