

# 优先股驾到 难改债市运行主线

□本报记者 葛春晖

上周五,市场期待已久的《优先股试点管理办法》正式发布。由于优先股具有较强的债性特征,这一新型融资工具的诞生,也成为债券市场关注目标。不过,周一债券市场整体波动不大,显示投资者情绪稳定、未受优先股新规明显冲击。分析人士认为,试点阶段的优先股发行量或有限,因而难以改变债市运行主线;中长期来看,优先股供给结构变化,将给债券市场供需关系带来相应影响,但主导债市趋势的核心因素仍将是经济基本面和货币政策取向。

## 影响中长期债券供求

上周五,中国证监会正式发布了《优先股试点管理办法》(下称《办法》),市场期待已久的一项新型融资工具终于靴子落地。

虽然名为“股”,但由于优先股拥有股息固定、无重大经营事项表决权、清偿顺序先于普通股等性质,向来被视为具有较强的债性特征。而在本次试点中,优先股的债性特征得到了进一步的彰显。国泰君安周文渊指出,《办法》条款反映监管机构倾向于强调优先股的债性,而非股性。一是,证监会规定公开发行人优先股需要设置可赎回和可累积条款,而可赎回累积优先股具有更强的债权性质,非累积不可赎回优先股则具有更强的股权本质;二是,《办法》新增规定“优先股每股票面金额为100元”,与债券类似;三是,办法要求上市公司不得发行可转换为普通股的优先股,更加削弱了其股性特征。

由于优先股具有较强的债性特征,其对债券市场的挤出效应受到投资者



的关注。首先,直观来看,优先股的推出,增加了市场上债权类融资工具的供给,相应分流了投资者的配置资金;其次,推出优先股为实体经济提供了新的融资途径,在有利于稳定经济增长的同时,可能会引发通胀预期强化和信用风险预期下降,从而对利率债和高等级信用债形成利空。

不过,周文渊表示,从国外经验来看,优先股的发行规模有限,一般不会带来总需求的大规模扩张,而且从中长期来看,影响债券市场走势的核心仍在于政策方向,因此优先股的出现对于债市的影响有限。

## 债市焦点仍为资金面

虽然优先股落地受到了各方关注,

但从周一市场反应来看,债市仍延续了上周以来的平淡气氛,显示投资者情绪未明显受到优先股新规影响。当日银行间和交易所债市整体收益率波动不大,银行间中长期国债收益率略有上行,交易所企业债涨跌互现、公司债仍延续着近期的弱势。市场人士表示,试点阶段的优先股发行量有限,以改变债市运行主线,目前市场关注焦点仍在于下一阶段货币政策和资金面前景。

春节过后,在央行公开市场对冲力度温和、货币市场资金面超期宽松的背景下,债券市场走出一波小牛行情。不过,从上周开始,伴随季末资金面不确定性上升,加上利率新债供给增加,债券市场谨慎情绪有所抬头,一级市场率先遇冷并带动二级收益率出

现震荡走势。

对于下一阶段的政策和资金面前景,当前市场观点出现较大分歧。如申银万国证券表示,近日银行间市场出现的资金面趋紧只是今年流动性紧张的开始,当前债市逐渐处于“流动性趋紧+基本面双回升”的不利局面,债市将承受更大压力,未来利率曲线可能趋于平坦式上移。国泰君安则坚持认为,市场对货币政策的预期存在明显的修正空间,央行进一步投放流动性的概率在增加,加上4月份利率产品净供给压力或有显著减弱,收益率曲线中期仍有“牛市变平”的空间。

市场人士表示,临近一季度末,资金面难见明显宽松,短期债券市场将维持震荡格局,建议交易性资金维持谨慎态度,静待货币政策指引。

# 优先股利好有限 没必要追涨转债

□中信证券 吴闻

21日,证监会发布《优先股试点管理办法》,讨论已久的优先股制度正式推出。A股和转债市场当日出现较明显反弹,沪深300指数大涨3.4%,中证转债指数涨幅0.6%,蓝筹转债交易活跃,市场热情有所回升。但从结构上看,银行、煤炭、地产、非银金融、建筑是领涨行业,表明反弹更可能源于地产再融资重启引发的稳增长预期,而优先股推出带来的利好可能将比较有限。

优先股推出实属“旧闻”,2013年下半年市场曾三次出现优先股相关的行情。第一次是9月9日至10日,媒体首次报道银行、火电行业公司有望发行优先股,随后银行指数上涨9%,转债指数上涨3%,这也是2013年下半年转债指数唯一一次的大幅上涨(重工复牌除外)。第二次是10月30日,媒体的

报道引发火电指数上涨5%,转债指数上涨1%。第三次是11月30日,国务院出台《关于开展优先股试点的指导意见》,随后银行、火电指数上涨2%,转债指数上涨1%。可以发现,优先股推出对于A股和转债的提振幅度不大,并且逐渐减弱,这与产品特点及市场预期有关。

其一,优先股融资对发行人是把“双刃剑”,市场规模预计较小。对普通股股东而言,优先股融资相当于增加了财务杠杆,在经营向好、普通股ROE高于优先股息率的时期,普通股回报率将得到提升;反之,在经营不佳、普通股ROE低于优先股息率的时期,普通股回报率将下降甚至没有回报。因此,优先股通常仅适合ROE较高、现金流稳定的公司发行,或是作为并购重组、回购股份等股权结构变更的工具,属于资本市场的小众产品。美国市场上,优先股

融资规模不到普通股融资规模的3%,市场规模较小,国内优先股市场预计也不例外。

其二,优先股股息率较高,对公司业绩的提升幅度有限。据媒体报道,银行、火电行业业绩稳定、现金流良好的上市公司有望率先试点发行优先股。以银行为例,当前国内上市银行普通股ROE约15%-20%,优先股息率预计在6.5%-9%,假设上市银行在2014年通过优先股融资补足一级资本缺口,将增厚普通股EPS不超过5%,对业绩的提升幅度有限。

其三,资本市场早有预期。近半年来,优先股推出的传闻已多次出现,所谓一鼓作气、再而衰、三而竭,既然市场预期已经形成,等到预期真正兑现之时,对相关受益股票将难以形成进一步的利好。

对债券投资者来说,优先股是具有

较固定收益特征的混合型证券。海外市场上,优先股信用评级通常低于发行主体3-5个等级,与高等级债券利差在200bp左右。国内信用评级相对宽松,预计优先股信用低于主体评级2-3个等级,与中高等级信用债资质接近,投资久期较长,投资者将以保险公司为主,对其信用债需求形成一定替代。

总体而言,优先股推出对A股市场,以及银行、火电等试点行业的利好将比较有限,对偏股型转债的利好不宜高估。近期转债市场的反弹更多的由稳增长预期所驱动,但依靠投资来稳增长的老路只能带来短期反弹,投资者没有必要追涨。对于偏债型转债,虽然优先股推出将分流保险机构投资需求,但不是决定性因素,在经济下滑、资金面平稳的时期,中高等级信用债仍具有较强的投资价值,这决定了偏债型转债仍较安全。

# 无须担忧优先股资金分流效应

□鄞州银行 段苏

《优先股试点管理办法》日前公布,预示着优先股问世已进入最后倒计时阶段。参照国际市场经验,优先股属于小众投资品,未来供给规模应该不大,对债券市场整体冲击有限。

优先股的供给有多大?从美国的经验来看,发行优先股的行业主要是金融、公用事业、通信、消费品等。2008年金融危机后,美国政府宣布购入九家主要银行的优先股,推动金融类优先股巨额发行,金融类优先股规模占优先股总规模的比例逐年提升。不过,无论是与债券市场比较,还是与普通股市场比较,优先股市场的规模均不大。截至2013年底,美国

市场中优先股市值在4000亿美元左右,占股票市值的比例约为2%,占债券市值的比例约为1%。因此,优先股实质上是非常小众的投资品种。

我国的优先股在推出后,预计发行人也将主要来自金融、公用事业等行业。由于转股条款受限,中小企业优先股的吸引力降低,中小企业发行优先股的难度较大。预计未来国内优先股的发行量在千亿元以上,相对而言,优先股的供给很小。

优先股的主要投资者是谁?对于投资者来说,优先股同样具有优势和不足。其优势在于,价格波动小,收益率稳定,有利于分散化投资;其最大的不足在于,市场容量小、流动性差,一旦买入,须做

好长期投资的准备。因此,优先股适合追求长期稳定收益且对流动性要求不高的投资者,如保险、社保、企业年金等。

此外,理财产品很有可能成为投资主力。当前,理财产品的投资标的主要分为两类,一是标准类债权,如债券,二是非标准类债权,如委托贷款、信托受益权等等。与标准类债权相比,优先股的收益率可能会更高;与非标准类债权相比,优先股的发行人资质良好,违约风险不大,而且优先股作为交易所发行的产品,可以视为标准类债权,有助于满足“8号文”中关于理财产品投资标准类债权比例的要求。因此,优先股是保证客户资金安全下获取较高收益且符合监管要求的优质投资对象。

优先股如何定价?优先股类似于永

续债,定价可参照永续债定价模型。如果发行人为银行,由于优先股与二级资本债有相似之处,也可参照二级资本债定价。首先,两者的期限都较长,二级资本债不低于5年,优先股则无到期日;其次,两者都用于弥补资本,优先股用于弥补一级资本,二级资本债用于弥补二级资本。不过,由于优先股的清偿顺序位于二级资本债之后,违约风险高于二级资本债,应要求更高的风险溢价,优先股的收益率理应高于二级资本债。

综合来看,优先股的推出对我国资本市场具有重要意义,具体到债券市场上,考虑到优先股供给规模可能不大,因此不会对其他债券品种产生严重的分流,对债市的冲击有限。

## 国泰君安：优先股或替代部分转债供给

随着一系列利好政策出台,权益市场加速下行的概率较小,2000点附近或是阶段性底部。流动性极度宽松局面结束,转债相比纯债的收益风险比开始提升。开展优先股试点对银行、电力等企业的利好效应明显,未来从企业融资端来看,优先股对转债的替代性将使潜在供给压力大减,大中盘优质转债的稀缺性将凸显。优先股试点将使得金融、电力转债具有较大的想象空间。短期建议投资者可进行小幅度加仓操作,首推标的依旧是石化和重工,同时将民生、工行的评级上调至“谨慎增持”。

## 上海证券：降低部分转债转股可能

优先股可以只付息不还本,同时股东只有分红权和剩余资产处置权,也不影响大股东对上市公司的控股权。虽然可转债的融资成本低于优先股,但是其到期后需要还本付息,虽然也可以通过转股来避免还本,但是转股后会稀释原有股东的股权。我们认为,在优先股试点推出后,上证50成分股选择发行优先股的可能性更大。目前已经有可转债的上证50成分股有民生银行、中国石化、中国平安、中国重工和工商银行。可转债的配置仍需谨慎,对于一定要配置转债的机构来说,超过7%到期收益的南山转债是最佳选择。

## 光大证券：对高等级债券利空

优先股有很强的债券属性和较低的波动性,长期机构稳健资金和部分个人长期投资者会青睐优先股,但后者不会很快介入。保险等长期资金可能从债券转向优先股。具体而言,保险资金过去对于商业银行次级债较为青睐,优先股可能对次级债影响较大;对收益率较低的利率品和高等级信用债券也有相当强的比价效应,因此对这些债券也有一定利空。试点初期的优先股发行规模不会很大,因而对于上述债券冲击有限。优先股推出对转债市场是“双刃剑”

(葛春晖 整理)

## 国债期货全线小幅收跌

24日,债券市场继续聚焦于流动性前景,国债期货三合约全线小幅收跌。

具体看,当日国债期货主力合约TF1406收报92.616元,下跌0.062或0.07%,全天成交607手,比前一交易日缩减逾四成,成交量连续四个交易日下降。持仓方面,TF1406合约持仓增加10手,至4941手。次季合约TF1409收报93.056元,跌0.05或0.05%,全天成交13手;远季合约TF1412收报93.172元,跌0.078或0.08%,日成交9手。整体看,期债市场成交低迷,观望气氛浓厚。

## 两公司推迟短融券发行

中国建筑第五工程局有限公司、郑州华晶金刚石股份有限公司24日相继发布公告,决定推迟各自原定于本月25日发行的一期短期融资券。

中国建筑第五工程局有限公司公告指出,该公司于3月20日挂网公示了2014年度第一期短期融资券相关发行公告文件,发行金额为4.5亿元,发行日为3月25日。鉴于近期市场波动较大,拟推迟本期短期融资券的发行,调整后的发行安排另行公告。

郑州华晶金刚石股份有限公

当日公布的3月汇丰PMI预览值为48.1%,低于预期的48.7%,且低于2月份终值(48.5%)。结合高频数据来看,经济增长仍处于弱势格局。不过,交易员表示,该数据对债市影响不大,投资者仍聚焦于流动性前景。由于本周无到期资金,央行若继续开展正回购将全数实现净回笼,投资者希望等待周二央行操作的指引。当日,银行间现券收益率稳中略涨。

市场人士指出,临近季末关键时点,市场易现波动,短期料维持震荡格局,期债投资者可暂时观望,等待货币政策指引。(张勤峰)

## 资金利率基本持稳

### 正回购或减量操作

24日,银行间市场资金利率持稳,波动不大。市场预计周二央行公开市场维持低量正回购操作。Wind数据显示,周一银行间隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.48%和3.58%,隔夜品种比前一交易日微跌1个基点,7天品种则微涨1个基点。中长期限回购利率整体变化也不大,跨季末的14天品种小涨8基点至3.88%,1

个月品种上涨14基点至5.20%。

据交易员透露,当日公开市场一级交易商可继续上报14天和28天期正回购、7天和14天期逆回购以及三个月央票需求。不过统计数据显示,本周公开市场无任何资金到期。有市场人士指出,结合季末因素和上周四正回购的缩量情况来看,本周公开市场资金回笼力度或有望继续下降。(王辉)

## 农发行新债定位符合预期

### 27日再发四期固息债

农业发展银行24日招标发行了四期固息金融债。招标结果显示,在资金面恢复平稳后,机构投标意愿有所上升,当日四期农发债投标倍数尚可,除10年品种外,定价也基本符合预期。

农发行昨日招标的分别是该行今年第24至27期金融债券,期限依次为3年、5年、7年和10年。经招标确认,此次新发行的3年期和10年固息金融债,中标利率分别为5.20%和5.59%;5年期和7年期品种中标收益率分别为5.383%和5.4956%。3年、5年和7年品种中标水平落在此前机构预期范围内,10年品种则稍高于预期。认购方

面,此次招标的3、5、7、10年期品种的全场投标倍数依次为3.1倍、2.5倍、3.0倍和3.06倍。

市场人士表示,上周四央行缩减正回购规模,资金面旋即恢复稳定,加之汇丰PMI数据继续印证经济走弱,配置户对利率债的认购意愿有所恢复。

在上述四期债券招标的同时,农业发展银行昨日公告称,将于本月27日增发2014年第10期、第18期、第21期固息金融债券,并发行2014年第28期固息金融债券,期限分别为1年、5年、3年和7年,发行量分别不超过40亿元、60亿元、60亿元和40亿元。(王辉)

## 中国铁路总公司获注册600亿短融券

据中国银行间市场交易商协会网站24日公布的最新一批《接受注册通知书》显示,中国铁路总公司短期融资券注册申请已获得交易商协会的注册,注册金额为600亿元,注册额度自2014年3月11日起2年内有效,由中国农业银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司联席主承销。

根据该通知书,中国铁路总公司在注册有效期内可分期发行短融券,首期发行应在注册后2个月

内完成,后续发行应提前2个工作日向交易商协会备案。

本月18日,中国铁路总公司刚刚招标发行了今年第一期短融券,发行金额为200亿元,期限365天。该期短融券无担保。经大公国际资信评估有限公司综合评定,中国铁路总公司主体长期信用等级AAA级,评级展望为稳定,本期短融券信用等级为A-1级。

据Wind统计,2012年和2013年原铁道部各发行一期短融券,发行规模均为200亿元。(张勤峰)

## 交易所信用债延续调整

### 机构建议慎对低评级

本周一,低迷的经济数据与宽松的资金面未能改变交易所信用债市场的弱势格局,当日场内企业债、公司债等收益率多数继续走高。随着年报披露的深入,机构普遍对低评级信用债持谨慎看法。

企业债成交利率多见小幅上行,高评级表现略显分化。城投类品种中,近期成交活跃的AA+级09临海债和09城投控到期收益率分别下行5.21BP、1.13BP,08铁岭债小涨1.65BP;AA级12阜城投涨6.56BP,11丹东债涨4.52BP。产业类品种中,AA+级10凯迪债涨5.63BP,AA-级11万基债和11苏中能分别涨11.68BP、2.27BP。公司债以调整为主,AAA级

11上港01收益率涨2.49BP,AA级11庞大02涨2.58BP,AA-级11新筑债涨6.39BP。截至周一收盘,两市到期收益率在10%以上的公司债达到27只,其中面临暂停上市风险的12中富01收益率续涨33.20BP至26.60%,11华锐02跌6.89BP至17.68%,11华锐01涨6.15BP至12.28%。

目前机构对低评级债券普遍持谨慎看法。国泰君安证券报告指出,今年信用债到期量较去年增加三成左右,上半年到期量大于下半年;二季度到期偿付高峰,以及年报披露时点均将成为风险释放期。申银万国证券表示,在信用债方面,低评级不能碰,高等级没有配置价值。(张勤峰)