

股债双牛 转债方兴未艾

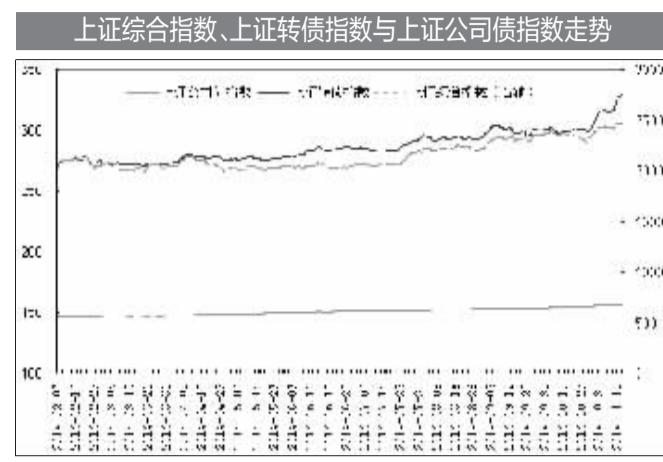
□本报记者 葛春晖

9月份以来，随着A股和纯债市场双双大涨，沪深转债市场高歌猛进。市场人士认为，在经济“新常态”背景下，调结构和局部“滴灌”式的定向宽松政策有望延续并拉长“股债双牛”行情，另外，考虑到股价上涨不断导致个券触发赎回并退市，同时新债供给偏慢，未来转债稀缺性将持续增强并进一步提升转债估值，总体而言，中短期内转债市场有望继续呈现震荡盘升走势，投资者可重点关注经济结构转型带来的主题性机会。

转债左右逢源

今年以来，转债行情可谓是顺风顺水。11月12日，中证转债指数收于355.40点，再创2009年1月20日以来的近六年收盘新高。而观察个券阶段涨幅不难发现，大部分个券的收益来自于9月份之后。数据显示，9月初至11月12日，剔除通鼎、齐峰、浙能、吉视等四只9月之后发行的转债，转债市场上可交易的26只转债全线上涨，其中国金、东方、徐工、中海、海运等6只个券涨幅超过20%，涨幅超过10%的个券更是达到20只；今年以来，这26只转债平均涨幅为25.19%，其中9月份以来的平均涨幅就达到15.50%。

9月初以来A股和纯债市场联袂走强，是转债市场高歌猛进的关键所在。9月份以来，A股市场连续上涨逼空行情，上证综指累计上涨12.5%；债券收益率呈现“坐滑梯”走势，银行间10年期国债收益率累计下降超过70基点。在此股债双牛格局下，作为同时具有债性和股性双重属性的有价证券，转债左右逢源，表现



9月份以来部分转债市场表现与价值分析

| 证券简称 | 区间涨跌幅 | 正股区间涨跌幅 | 收盘价 | 纯债到期收益率 | 纯债价值 | 转股溢价率 |
|------|-------|---------|--------|---------|--------|-------|
| 东方转债 | 28.64 | 30.15 | 143.03 | -4.54 | 84.42 | 3.27 |
| 国金转债 | 27.66 | 29.74 | 152.00 | -5.88 | 84.30 | 5.16 |
| 徐工转债 | 27.47 | 21.56 | 129.00 | -2.22 | 92.00 | 13.16 |
| 海运转债 | 19.77 | 29.17 | 124.78 | -14.50 | 100.64 | 13.21 |
| 国电转债 | 19.34 | 25.54 | 130.00 | -4.72 | 101.47 | 1.76 |
| 中海转债 | 19.20 | 22.46 | 116.64 | -2.86 | 96.31 | 14.08 |
| 深燃转债 | 18.62 | 12.07 | 116.84 | -1.03 | 87.48 | 23.21 |
| 南山转债 | 17.50 | 17.00 | 120.47 | -0.10 | 101.05 | 15.27 |
| 恒丰转债 | 15.82 | 14.16 | 123.00 | -5.65 | 97.68 | 6.00 |
| 深机转债 | 15.36 | 25.86 | 113.52 | -1.22 | 98.30 | 23.07 |
| 久立转债 | 15.25 | 27.33 | 136.00 | -3.48 | 88.16 | 4.49 |

自然不俗。

值得一提的是，随着A股连续走强，近段时间触发强制赎回条款的转债日渐增多。继中国重工10月宣布提前赎回回售之后，隧道股份也在11月12日发布公告称，由于公司股票在连续30个交易日中有20个交易日收盘价格不低于当期转股价格的130%，首次触发可转债的提前赎回条款，公司决定行使“隧道转债”提前赎回权。此外，久立、国电等转债触发赎回条款的可能性也在增大。分析人士指出，由于可转债转股可以大幅降低上市公司融资成本，改善企业经营指标，上市公司通常具有较强的促转股意愿，预计未来在股市继续走强背景下，因正股价格上涨触发赎回条款的转债会继续增多。

把握主题性机会

经过一波又一波的拉升，目前转债市场整体估值可以说已经不低，从债底

保护来看，当前两市转债市场上仅剩民生转债的到期收益率还是正值，但也仅为0.89%。不过，基于对股债双牛格局仍将持续的判断，当前主流机构对于中短期内转债市场的看法并不悲观。

研究机构莫尼塔周二发布的报告指出，9月以来的“股债双牛”行情持续时间是2005年以来最长的，主要因为央行改变了以往的货币政策模式，没有立刻采取“漫灌”刺激经济，而是采取调整结构和局部“滴灌”的方式，在此背景下，一方面，定向刺激拉长了债市宽松预期，另一方面，股市不再博弈传统的经济反弹，而是注重挖掘结构转型带来的机会。该机构表示，目前经济转型和升级可能还只是处在初级阶段，“新常态”的提法意味着短期内宏观经济不可能复苏至原来水平，股市仍会延续现在的慢牛逻辑，同时，只要宽松预期存在，债市牛市行情也将持续。

从供需角度来看，转债市场也有一

定的估值提升潜力。兴业证券指出，随着部分优质转债触发赎回，转债稀缺性逐渐出现，估值水平可能提高。中金公司也表示，随着理财收益率下行，加上今年债基的赚钱效应，债券基金规模有望持续增长，再加上纯债收益率快速下行、转债机会成本下降，新增资金对于转债配置需求也较强，而这将是继续推动转债估值上行的主要力量。

当然，在当前转债到期收益率普遍降至负值之后，纯债牛市只是给了转债行情更多保护，正股走势更多决定着转债未来的投资机会和策略。就投资策略而言，鉴于当前股指已创下近两年新高，板块基本实现了轮涨，机构普遍建议继续着力寻找结构转型和改革带来的主题性机会。兴业证券表示，受益于政策利好、正股和转债估值提升、债市走牛带来的债底抬高等因素，中海、海运、徐工、深机等转债将继续存在主题性交易机会。

永续债、项目债崭露头角 城投债后继有“人”

□中信建投证券 黄文涛 杨晓磊

随着地方举债融资机制规范化，城投债将逐步退出历史舞台。未来有五类债券可能代替城投债的融资职能，包括地方政府债、一般企业债、永续债、收益项目债、资产证券化产品，而谁能满足投资者对信用资质和收益回报的要求，成为市场的下一个宠儿呢？我们认为，未来最可能替代城投债的是项目收益债与永续债。

地方政府债券——你不是我的菜。地方政府将置换部分城投债。根据国务院《3号文》，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换；对于在建项目确实没有后续建设资金来源的，也可通过发行地方政府债券解决后续融资。预计明年地方政府债试点将继续扩大，发行规模将增加，但地方政府债收益率较低、期限较长，与银行理财、基金、券商负债端利率和期限都不太匹配。而且，通过发行地方政府债券来承接数十万亿的地方政府债务也不现实。

一般企业债——想说爱你不容易。随着地方政府融资平台剥离政府融资功能，全国8000多家融资平台公司面临转型压力，其中经营商业地产开发等经营性项目的平台公司将与政府脱钩，其发行的债券将转为一般企业债。而一旦融资平台债券失去政府隐性担保，市场认可度肯定会上升。另外，在累计发行债券余额不得超过公司净资产40%的硬性约束下，发行企业债券很难满足转型后融资平台的需要。

永续债——我愿永远珍藏。永续债收益较高，实际期限可控，是当前信用债的价值洼地。永续债具有期限长、规模大、可用于项目资本金、成本可控、可降低资产负债率等特征，符合市政建设、能源、交通等重大基础设施建设的融资需求。永续债的混合资本证券属性，对于高负债、高资产运营的企业具有特殊吸引力。对于银行理财、基金、券商等机构而言，永续债在信用债品种中具有相对优势。目前城投债绝对收益率已降5%以下，而本月初发行的“14首创集团可续期债”初始票面利率相当时5.99%，永续债与当下热门的PPP模式

相结合，或成为地方政府破解融资难题的重要抓手。

14首创集团可续期债募集资金主要用于北京地铁十四号线工程投资建设。北京地铁十四号线引进社会资本——京港地铁公司参与建设运营(PPP模式)。与PPP模式结合，将助推永续债发行进入换挡提速期。

项目收益债——看似无情却有情。项目收益债指以项目公司为发行主体，募集资金直接投入固定资产投资项目，项目运营收入进入专户并专项用于债券本息支付的债券。国内第一只项目收益债——2014年广州市第四资源热力电厂垃圾焚烧发电项目收益债券”将于本月17日发行。项目收益债虽无财政兜底，但政府保障力度不弱，值得投资。以该项目为例，首先，债券发行方与地方政府签订协议，保证项目主要收益稳定；其次，政府对该项目实施税收优惠，增值税即征即退；最后，设计差额补偿制度为该期债券提供增信。据目前询价情况，该期债券发行利率可能与银行贷款基准利率相当(5%-6%)，对于理财、基金、券商等机

构有较强吸引力。

ABS——不该再用你的爱束缚我。

PPP模式深受各级政府热捧，被视为化解地方债务风险，并为新一轮城镇化融资的重要手段。PPP项目具备特许经营权，具有稳定的现金流及必要的政府补贴，适合做为资产证券化产品。目前我国资产证券化规模仅占全部债券产品的1%，具有广阔的发展空间。但是私募发行的定位，影响了ABS流动性，已成为束缚资产证券化产品发展的重要因素。此外，ABS主要期限仅1-2年，与PPP模式十年以上的合同期限不匹配。未来只有进行监管创新，才能推动ABS快速发展。

比较以上五类债券，最可能替代城投债的是项目收益债与永续债。

首先，这两类债券与地方政府基础设施建设项目紧密相连，与之前城投债投向基本一致；其次，项目收益债与永续债的收益率较高，符合银行理财等机构的配置需求。但项目收益债与永续债在国内尚处于起步阶段，与存量城投债相比相差甚远，短期内完全替代城投债是不可能的。

短期波动无碍美元上行趋势

□南华研究所 张静静

在日本央行意外扩张宽松政策和美国中期选举两大利好的推动下，美元指数突破88，刷新53个月高点。然而上周五公布的美国10月非农数据令美元高位回落，美联储两大官员讲话后更是确定了短期跌势。技术上看，近期美元上行速率过快的确有调整的必要；从基本面看，美联储加息推后的预期也给美元带来一定压力。但在美元流动性持续收紧、日欧两大央行宽松政策及美国经济的相对优势等因素提振下，美元仍将保持上行趋势，年内或见89。

10月31日本央行为发布了10月利率决议声明，表示每年基础货币的宽松规模增至80万亿美元，同时增加年度日本政府购债规模30万亿美元。该声明出乎市场预料，发布后美元兑日元瞬间拉升，日涨幅

达到2.8%，受此影响，美元指数快速突破前高并在盘中达到87。在随后的美国中期选举中，共和党获胜重新执掌参众两院，尽管这会令美国财政政策进一步受限，但由于共和党支持减税、开放原油出口限、放松金融管制，并可能阻止一些导致制造业岗位流失海外的举措，因此这一结果继续推动美元指数走高。加上欧洲央行暗示12月可能推出更多刺激政策，11月6日盘中美元指数一度突破88。

但在上周五公布了最新美国就业数据后，美元指数止涨回落。数据显示，美国10月新增非农就业人数为21.4万人，当月平均时薪同比增幅为2.0%，失业率下跌0.1个百分点至5.8%，就业市场参与率由9月的62.7%反弹至62.8%。虽说非农及平均时薪增幅不及预期，但两项指标仍在可接受范围，同时就业率继续接近危机前水平

美联储对美元走强的担忧以及推迟加息时点的暗示令美元多头闻风而逃。

尽管如此，美元指数短期下行空间并不大，且年内有望再创新高，原因有三：第一，OECE结束意味着美元流动性短期内不会继续增加，近期各期限的LIBOR美元利率已经明显高于美联储10月议息会议前夕；第二，已经确定的日本央行扩PQE和大概率下的欧洲央行增加流动性对美元指数形成支撑，预计欧洲央行将在12月议息会议中提出增加1万亿美元流动性的宽松措施；第三，即便美联储加息时点推迟，于明年底实施首次加息也是大概率，这意味着近期美国实际利率将现走高趋势，加上经济增速和通胀水平的相对优势，美元指数表现仍将明显强于非美货币。预计在上述因素的提振下美元指数将保持上行趋势，年内高点或进一步提高至89附近。

逾期债务显著增长 中国二重偿债压力持续上升

□本报记者 张勤峰

中国第二重型机械集团公司(下文简称“中国二重”)12日公告披露了公司及控股子公司银行贷款等债务逾期的最新情况。最新数据显示，中国二重及其控股子公司债务逾期规模均比前次披露时大幅增加，债务负担持续恶化，短期偿债压力较大。

控股子公司方面，二重重装及其控股

子公司债务逾期规模继续大幅增加。截至本月10日，二重重装及其控股子公司累计银行贷款等债务448900.76万元逾期，较前次公告时(数据截至10月16日)增加了170578.33万元，主要是二重重装银行贷款逾期增长较多所致。本次公告首次披露，中国二重下属全资子公司德阳万航模锻公司出现4320.65万元贷款本金及利息逾期。由于重机行业持续低迷，近年来中国二重及二重重装持续亏损，偿债能力显著

短端回购续跌 资金整体宽松

12日，银行间回购市场利率涨跌互见，但短端品种延续下行趋势，资金面整体仍较为宽松。市场人士认为，央行将延续公开市场操作，随着部分机构调休结束，货币市场稳定偏松的局面有望得到进一步巩固。

昨日银行间质押式回购市场上，各期限利率涨跌不一，21天以内的品种以下行为主，1到3个月品种则略见上行。其中，主流品种隔夜回购利率续跌2bp至2.49%，7天回购利率则微涨1bp至3.13%，基本转入低位震荡的态势。另外，21天回购利率继续大幅下行21bp至3.45%，

与14天回购利率已形成倒挂。交易员称，当前市场资金面总体宽松，但由於机构对隔夜品种需求集中，盘中个别时候隔夜资金略显紧俏。该交易员进一步指出，机构需求集中在隔夜，侧面反映出市场对中短期资金面的预期比较乐观，随着北京的大型金融机构结束调休，货币市场交易将恢复正常，资金面稳定偏松的局面有望得到进一步巩固。

另据悉，央行周三照常进行正逆回购及央票询量。考虑到当前资金面无明显不利因素，市场预计央行将继续开展平衡操作。(张勤峰)

人民币继续小幅走软

在中间价下调的带动下，12日国内市场人民币对美元即期汇率继续小幅走软。

据外汇交易中心公布，12日人民币对美元汇率中间价为6.1428元，较前一日下跌5基点。当天银行间外汇市场上，人民币对美元即期汇率自周一以来已连续八日下跌，收盘报6.1266，较前一交易日跌4基点或0.02%。由此，人民币即期汇价连续第二个交易日出现小幅贬值。

市场人士表示，虽然本周

前半周人民币汇率中间价出现较大幅度上涨，但美元指数持续运行在88点一线的高位水平仍对市场做多人民币带来一定压制。而与此同时，香港金融管理局本周三宣布自下周一起取消香港居民每日2万元人民币兑换上限，以便于香港居民参与沪港通及其他人民币交易，从该项举措来看，或将有助于短期推动跨境资本的流入。整体来看，未来一段时间内人民币汇率料将延续偏强震荡的运行态势。(王辉)

农发行17日招标三期金融债

农业发展银行12日公告称，将于11月17日在银行间市场增发该行2014年第27期、第42期和第45期金融债，每期发行金额不超过60亿元，总量不超过180亿元。

农发行本次增发的三期债券期限依次为10年、7年和5年，均为固息债券，按年付息，票面利率分别为5.59%、5.27%和4.61%，起息日分别为11月17日、11月20日和11月27日，上市日分别为11月27日、11月26日和11月26日。本次招标的各期债券均无基本承销额，无兑付手续费，10年期和7年期品种承揽费为0.15%，5年期为0.1%。(王辉)

中国化工将发30亿永续中票

公告显示，中国化工集团公司将于11月20日发行30亿元的2014年度第三期中期票据。本期中票无固定期限，将在发行人赎回前长期存续。

发行公告显示，本期中票采用固定利率计息，单利按年计息，票面利率每3年重置一次。前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定。发行人有权选择在第3个和其后每个付息日按采

值加应付利息赎回本期中票。本期中票还设置有递延支付利息条款。

据Wind统计，本期中票将是11月以来发行的第7只永续中票。市场人士指出，不同于一般债券融资计入负债，发行永续债可计入权益项下，在降低资产负债率的同时还增加了股东权益，正因如此，这一融资方式受到不少高负债、重资产企业的追捧。(张勤峰)

阜新银行将发20亿小微金融债

阜新银行12日公告称，该行定于11月17日招标发行2014年阜新银行股份有限公司金融债券。本期债券为3年期固定利率债券，发行规模不超过20亿元。

本期债券采用固定利率方式，票面利率将根据市场招标结果确定，在债券存续期内固定不变；本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券招标日为11月

17日，发行期限为11月17日至11月20日，起息日和缴款日均为11月20日，付息日为存续期内每年的11月20日(如遇节假日顺延)。

经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定，本期债券信用等级为AA-，发行人主体信用等级为AA-。

发行人表示，本期金融债券募集资金将全部用于发放小型微型企业专项贷款。(王辉)