

两轮驱动 转股提速 转债存量“入”不敷“出”

□本报记者 张勤峰

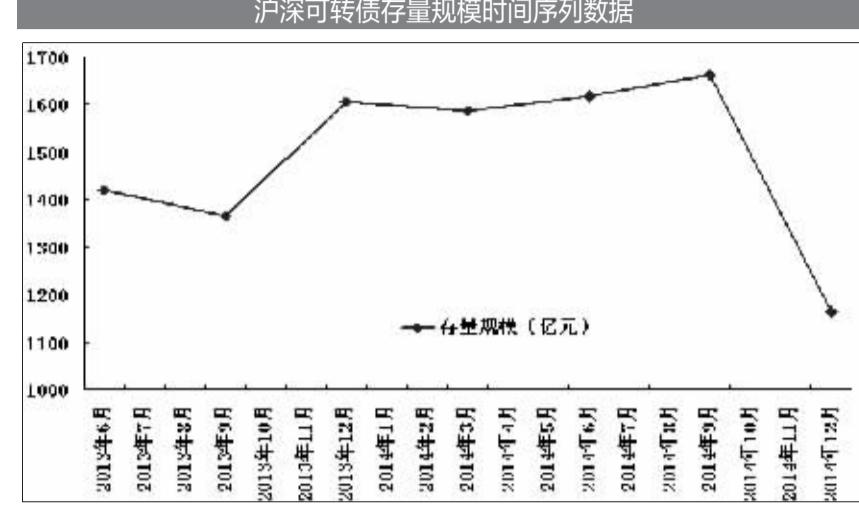
平安转债实施赎回，标志着转债存量规模正进入加速萎缩的阶段。考虑到中行、工行等多只转债也已发布赎回公告，而预发行转债规模有限、潜在供给“远水难救近火”，转债市场规模萎缩的态势短期内难以扭转。有机构预计，未来两三个月转债市场规模将降至500亿元左右，比2014年末时再降约一半，这将使得存量转债的稀缺性将得到进一步凸显。市场人士指出，正股是当前转债估值扩张的核心驱动力，正股行情波动可能加剧转债波动，但转债稀缺性有望提升转债的抗跌性。

存量规模持续萎缩

一般认为，牛市环境中，需求状况较好、发行难度降低，因此市场规模趋于扩容，股票、债券皆是如此。然而，由于转股和赎回条款的存在，转债在牛市中倾向萎缩，这是转债市场颇为独特的一种现象。原因就在于，在股市上涨过程中，发行人促转股动作增多，而投资者情绪也容易调动，两者形成共振，刺激转债加速转债，从而降低转债存量规模。与此同时，转债发行的实施期较长，新增供给很难跟上存量萎缩的节奏，因此牛市中转债市场反而会萎缩。这一现象在2014年下半年以来表现得非常明显。

据Wind数据显示，截至2014年6月30日，沪深市场未转股转债余额约为1612亿元，到2014年12月31日，未转股余额已降至1153亿元，半年内缩水约459亿元。统计数据还显示，2014年下半年，两市新发9只可转债，发行规模合计320.99亿元。由此可见，2014年下半年转债市场净供给为负，而如果将新增供给考虑在内，转债存量的萎缩已非常明显。

转债存量萎缩，缘于转债转股进程



提速。一方面，在正股上涨过程中，部分股性强的转债出现折价套利机会，刺激投资者主动转股。2014年12月以来，由于正股价格持续过快上涨，转债价格低于转股价值的“折价现象”频频出现。负转股溢价率带来“转债转股——卖出股票”的无风险套利机会，提升了主动转股的行为。以中行转债为例，2014年11月底、12月初时其市价折让持续超过2.5%，同期转股的行为明显增多。据海通证券报告，中行转债未转股余额比例从2014年11月28日的90.72%快速降至2014年12月5日的71.68%，一周内有接近20%的中行转债转股。

另一方面，由于正股持续上涨，转债市场再度掀起“赎回潮”，迫使大量转债被动转股。强制赎回条款是转债发行人促转股的“利器”——其约定若正股价格在一定时期内持续高于转股价格的某一比例，将触发强制赎回条款，发行人可按某一价格（一般不超过110元/张）赎回全部未转股的转债。由于此时转债市价远高于赎回价，投资者最终将不得不

稀缺性提升估值

本月12日起，平安转债正式停止交易和转股，进入实施赎回和摘牌退市前的最后阶段。发行规模为260亿元的平安转债，将是去年下半年以来首只被提前赎回的大盘转债，这显示转债存量市场正进入加速萎缩的阶段。

而除平安转债以外，去年12月以来，国电、中行、工行、徐工、中海等存量转债也已相继触发强制赎回条款，且发行人已明确将实施提前赎回。算上平安转债，在2014年底时，这6只转债余额约413亿元。目前来看，除了平安已经停牌外，剩余的五只转债存量规模正在快速萎缩，预计将在未来两三个月内全部完

成转股或兑付摘牌。另外，Wind数据显示，目前南山、石化、民生、同仁4只转债也已进入触发赎回累计期。只要股市不出现持续深幅调整，这几只转债最终也很可能触发赎回，涉及存量规模大约为396亿元。照此计算，2015年上半年，可能会有800亿元左右的转债退市，这无疑将大幅降低转债市场规模。兴业证券预计，未来两三个月，转债市场规模将萎缩至约500亿元，较2014年末时再降一半左右。

当然，在当前转债市场氛围下，转债融资的吸引力不言而喻，预计转债供给将逐渐增加，但中金公司等机构认为，国内转债品种发行仍在走权益融资通道，期间要经历诸多程序，即便在监管审批效率提升的情况下，一般也要4-6个月才能完成从立项到发行的全部过程，因此，转债供给增长的速度暂时难以赶上存量萎缩的速度，转债市场规模趋近于萎缩的态势暂时难以扭转。而据Wind显示，目前两市已披露发行预案的可转债共有12只，计划发行规模合计329亿元。

海通证券等机构报告指出，转债赎回潮仍未结束，未来一段时间存量转债的稀缺性将继续凸显，尽管转债估值对此已有所反应，但存量萎缩的状况至少可为转债提供正股波动环境下的抗跌性。

男值得一提的是，在转债发行人决定实施提前赎回后，转债价格有向赎回价靠拢的倾向，投资者应适时转股。特别是，在转债停止交易和转股前应及时完成转股，以免造成不必要的损失。平安转债赎回结果公告就显示，在停止交易和转股后，市场上仍有约34.431万张转债未完成转股，最终将以100.14元/张（含当期利息，且当期利息含税）的价格赎回。这意味着，与最后交易日平安转债全价收在167.57元相比，这部分投资者因未及时卖出或转股而遭受损失可能超过2000万元。

短期震荡加剧 牛市格局未变

□本报记者 葛春晖

1月12日，可转债市场遭遇新年以来的第二个“黑色交易日”，中证转债指数下跌近3%，25只正常交易的个券仅1只飘红，其余全线皆墨。分析人士指出，收获了去年11月下旬以来的估值不断攀升行情之后，短期内转债市场可能面临震荡加剧风险，但在股市牛市格局未变、转债稀缺性凸显的背景下，未来更长一段时期内，转债市场大概率会伴随正股继续演绎牛市行情。

遭遇“黑色星期一”

经过了一个半月的高歌猛进之后，交易所转债市场昨日与股市一起双双遭遇“黑色星期一”，转债个券表现更是逊于正股。

从指数表现看，昨日上证综指收于3229.32点，较上周五跌56.09点或1.71%；中证转债指数收于442.37点，较上周五大幅下挫12.95点或2.85%。个券方面，当日可正常交易的25只转债中，仅东华转债一只上涨，且1.23%的涨幅远不及正股的6%。其余24只转债全线下跌，

短线调整不改牛市风向

在估值短期快速大幅提升、恐高心理出现之后，短期内转债市场可能震荡概率明显加大。中信证券指出，本轮牛市作为增量资金推动的牛市，宽裕的流动性是幕后重要的推手，然而最近资金流出的迹象越发明显，资金紧平衡态势已延续数周，叠加本周22家新股IPO创下数量之最，长牛背后短期波动风险值得投资者警惕。

不过，在对短期行情表示谨慎的同时，市场观点普遍认为，阶段调整并不意味着转债牛市的结束，在股市牛市格局未变、转债稀缺性凸显的背景下，未来更长一段时期内，转债市场大概率会伴随正股继续上行。

信用债定价估值续降

中国银行间市场交易商协会1月12日发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示，各期限信用债最新估值全线下行，延续年初以来的走低态势。

具体来看，与上期（1月7日）数据相比，本期各期限各等级信用债估值下行1-4bp，其中，1至5年期品种下行幅度相对较大，多数在3BP和4BP，7年及以上期限品种多数仅下行1BP。不同等级品种方面，AA+级和AAA级表现相对更佳，以7年期为例，AA+至重点AAA品种均下行2BP，AA和AA-级则仅下行1BP。

市场人士表示，经过去年12月份的大幅调整之后，年初以来信用债市场持续好转，呈现出一定的修复性行情。而从收益率表现看，主要以短端品种和中高等级品种更受市场青睐，反映出当前市场对于低等级长期资产仍较为担忧。

分析人士指出，近期信用债市场回暖主要受益于年初资金面宽松和机构配置需求释放，就后市而言，考虑到新股发行扰动资金面、春节前资金面不确定性因素偏多以及经济基本面疲弱使得信用风险上升等因素，信用债市场的短期修复行情可能已接近尾声，春节前收益率曲线有望进入窄幅波动阶段。（葛春晖）

■ 债市策略汇

利率产品

中投证券：收益不高 风险不大

相比进一步改善，同时超日、华锐、湘鄂债等问题券的兑付或重大进展整体上有利于提升市场风险偏好，从而降低风险溢价。信用债在2014年12月份中证登事件冲击后信用利差显著走扩，当前中短期产业债信用利差仍维持在中位数以上，配置上建议更偏重短久期、中低等级的券种。

方正证券：城投债分化不可避免

城投债未来供给收缩。受43号文影响，存量债务将进行甄别分类，分为政府性债务和企业债务，分清责任，谁借谁还。存量城投债也将通过地方政府债、PPP项目以及市场化方式化解。

43号文的出台有利于降低政府性债务总风险，但低行政级别平台受融资渠道收紧以及土地出让下滑负面影响，借新还旧存在压力，非标资产违约风险不容忽视，分类结果未公布前可能会对城投债造成牵连影响。

估值分化可能成为存量城投债未来主题。分化程度可能取决于是否被纳入地方政府性债务以及地方政府的信用增强程度。但由于分类结果能否及时公布尚不清楚，城投债的分化短期内可能还不显著。把握城投债的分化机会，地方政府债务的甄别分类将至关重要。

信用产品

招商证券：产业债有配置价值

我们仍然强调产业债的配置价值，一是近期银行信贷投放的增长已经在2014年11月份的信贷数据中得到体现，利于缓解企业流动性压力；二是近期上市公司预告年报显示，春节前收益率曲线有望进入窄幅波动阶段。（葛春晖）

可转债

中金公司：中长期配置价值弱化

转债市场正股上涨叠加估值抬升的美

好时光正在逝去。由于转债估值已经透支了相当高的股市上涨预期，中长期配置价值大为弱化。当然，在稀缺性正在体现的时候，估值主动压缩的可能性较小，转债价格和正股仍会保持同向，但弹性将明显降低。而股市方面，我们坚持由“快钱”主导到“慢钱”推动的思路，未来两个月震荡加大但仍正面看待，因此估值过高并不等于要立即兑现。但转债估值高是确定性因素，而股市走势是概率问题，尾部风险防范，对投资者交易能力的要求正在提升，思路应转变为持有待涨中且战且退，开始考虑正股替代策略。

申银万国证券：持有为主 估值偏高

转债整体建议仍以持有为主，有题材支持的中低价蓝筹品种和低估值大金融板块仍值得关注。大盘转债中，石化赎回累计天数过半，民生转债稀缺性显现；中盘转债中，浙能具备流动性与低价优势，并受益于核电和国企改革题材，国电提前赎回提升了浙能作为电力转债的稀缺性；小盘转债中，长青、齐峰、翔业等绩优转债可继续持有。近期转债市场存量压缩推高转债估值，风险收益比已经大幅下降。隐含波动率估值远超历史曾经的上限，中小盘转债溢价率估值达到1.3左右，一周上升12%。虽然向上仍有空间，但这么贵不可能是常态，除了转债基金外，其余刚需也会看性价比。供需矛盾下高估值的转债流动性也会下降，风险偏好不高的投资者不适合在这个位置增持转债。（张勤峰）

新股开始密集申购 资金面明显好于预期

在本周将迎来22只新股集中申购的背景下，周一（1月12日）银行间货币市场中短期资金利率波澜不惊，显示资金面情况整体好于预期。

Wind数据显示，银行间隔夜、7天、14天和21天期限的质押式回购加权平均利率分别为2.72%、3.81%、4.75%和4.93%，除7天、21天品种较上周五微涨5BP、2BP之外，隔夜和14天品种均下跌了4BP。交易员称，市场上丝毫没有“新股申购大战”的紧张气氛，各方出钱均较为积极。

分析人士表示，年初以来的一周多时间里，市场流动性状况

显著好转，资金供给十分充沛，今年春节时点相对靠后，也给了机构较宽松的腾挪余地。不过，随着未来几个月交易日企业缴税和新股集中发行，市场资金面仍可能出现一定波动。

另据交易员称，本周公开市场一级交易商仍可继续上报多种期限正、逆回购及3个月央票需求。不过，市场人士指出，虽然本周公开市场仍无资金到期，但综合当前资金面宽松状况看，本周央行通过逆回购等公开操作方式输入资金的必要性不大。这意味着，经过连续一个半月静默之后，本周央行公开市场操作仍有续交“白卷”的可能。（王辉）

美元高位回调 人民币偏强震荡

在上周五美元指数小幅回调、市场看空压力显著消化的背景下，周一（1月12日）人民币兑美元汇率中间价和即期汇率双双小幅上涨，延续了近阶段的偏强窄幅震荡走势。市场人士表示，预计短期内人民币汇率仍将偏强震荡为主。

据外汇交易中心公布，2015年1月12日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价6.1233，较上一交易日上调63基点，为连续第二个交易日出现小幅走强。当日即期交易市场上，受中间价走升影响，人民币兑美元即期汇率大幅高开129基点，随后升幅逐步收窄，最终收报6.2036，较上周五小涨50基点或0.08%。至此，人民币

农发行两新债发行偏暖

农业发展银行1月12日在银行间市场招标发行了2015年第一期、第二期金融债。两期新债分别为3年期和5年期固息品种，首场招标总额均为100亿元。招标结果显示，两期新债，中标利率均低于二级市场同期限品种6BP左右，认购倍数也均高于3倍，招标情况整体偏暖。

来自中债网和交易员的消息显示，本次3年期品种中标利率为3.94%，5年期品种中标利率为4.02%；首场投标倍数分别为3.88倍和3.31倍，随后均进行了30亿元足额追加。中债登银行

分析人士表示，尽管本周资金市场即将迎来新股密集申购，但机构心态相对平稳。整体来看，在债市收益率迟迟未能打破僵局的背景下，一季度市场新债供给压力相对较小，3月末预计前央行仍会再推宽松手段等因素，使得市场对于利率新债的配置情绪仍较为积极。（王辉）

五银行今发101亿元同业存单

来自中国货币网的信息显示，五家银行定于1月13日发行共计十期同业存单，发行金额合计101亿元。

上述十期同业存单期限涵盖3个月、6个月、9个月和1年。其中，招商银行、浦发银行各发二期，金额分别合计35亿元、16亿元；上海银行发行四期，金额合计35亿元；平安银行、金华银行各发一期，金额分别为10亿元、5亿元。

经过2013年12月的试点和

上述十期同业存单期限涵盖3个月、6个月、9个月和1年。其中，招商银行、浦发银行各发二期，金额分别合计35亿元、16亿元；上海银行发行四期，金额合计35亿元；平安银行、金华银行各发一期，金额分别为10亿元、5亿元。

另据Wind统计，2015年截至1月12日，银行间市场上已累计发行71期同业存单，发行总额达到719.10亿元。（葛春晖）

联合资信调升广新控股主体评级

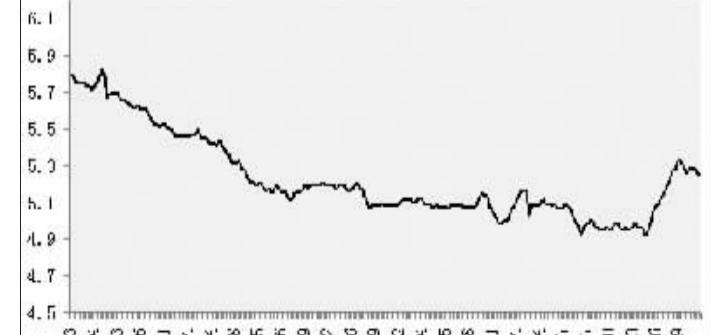
联合资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告，将广东省广新控股集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定，并维持“14广新CP002”、“14广新CP003”AA-1信用等级。

联合资信表示，跟踪期内，广新控股集团作为广东省大型国有集团企业，通过持续调整产业结构、提升经营质量，已形成战略新兴产业、现代服务产业、战略性资源产业三大板块为主的业务布局，产业链优势进一步得到巩固。公司积极调整传统贸易产业格局的同时，大力发展制造及

服务业、铝型材加工、镍合金业务及文化创意等业务的经营规模持续扩张，收入规模及盈利能力有所提升。公司秉承实业和贸易并举的经营战略思路，未来随着混合所有制改革的推进，将进一步优化公司资源配置，实现国有资产保值增值，经营效率、盈利能力有望提升，抗风险能力和综合竞争力有望增强。

联合资信同时关注到，广新控股集团债务负担较重、多元化管理压力较大、境外矿业项目存在海外投资风险以及非经营性损益对公司利润规模影响大等因素，给公司经营带来不利影响。（葛春晖）

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2015年1月12日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.25%，较修正后的上期数据下行1BP。
数据来源：金牛理财网