

转债尚存持有价值

□本报记者 王辉

上周以来,交易所可转债市场在A股放量上涨的背景下,表现出跟涨无力,跌势更重的运行特征。分析人士指出,近期转债市场整体欲振乏力的根本原因在于估值水平偏高,降低了转债个券相对正股的弹性。整体而言,在A股市场中期升势难改的背景下,转债市场虽仍有望大概率实现正向收益,但进攻性料仍会落后于A股。

继续跑输正股

在A股市场3月中旬以来重启升势的背景下,转债市场再度表现出跟涨无力的状况。在A股市场放量大涨的上周(3月16日至3月20日),转债市场的涨升力度已经开始落后于正股市场。当周沪综指大涨7.25%,中证转债指数涨幅则为5.62%。而从本周前四个交易日的整体表现来看,在沪综指累计上涨1.79%的背景下,中证转债指数反而逆势下跌3.56%。与此同时,在市场量能水平方面,近几个交易日转债市场单日成交普遍低于25亿元,较1月份前后动辄百亿元的成交量也明显萎缩。

从个券表现来看,在周四沪综指再度

■观点链接

海通证券:操作余地有限

本轮A股牛市由增量资金推动的特点明显,虽然转债价格受正股拉动提升,但高价格、高估值、转债个券只数较少等多重因素使得转债操作余地较有限。已持有者仍可继续分享上涨,但如果选择低价买入、高价抛售的波段操作,则投资风险较大。我们延续此前观点,首推申购后续发行新券,对于存量券,建议选择转股价值130元以下、估值较稳定、有主题机会的个券,但仍需防范风险。当前歌华、恒丰、海运、深燃、冠城、深机、齐峰均

26日部分可转债交易情况与估值水平								
名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)	平价底价溢价率(%)	类型
海运转债	161	5.55	5.52	-45.82	-0.34	61.70	62.26	偏股型
深机转债	147.5	2.50	8.33	-12.16	4.76	47.57	40.87	偏股型
齐峰转债	146.79	1.44	1.48	-5.92	4.05	57.32	51.20	偏股型
恒丰转债	148.09	1.05	0.81	-15.41	-0.43	51.42	52.07	偏股型
齐翔转债	166.88	0.23	10.01	-8.18	13.42	65.49	45.92	偏股型
燕京转债	137.796	0.07	0.88	-47.49	8.14	39.20	28.72	偏股型
浙能转债	140	-0.71	0.14	-3.76	11.14	55.14	39.59	偏股型
格力转债	175	-1.13	-4.13	-9.45	35.87	93.80	42.64	偏股型
民生转债	135.54	-1.45	0.32	-5.28	16.13	45.73	25.49	偏股型
吉视转债	145.02	-2.05	-1.81	-4.97	24.07	64.60	32.67	偏股型
冠城转债	161.94	-2.66	-4.39	-5.11	4.80	61.81	54.39	偏股型
深燃转债	133.81	-3.21	-3.31	-4.08	2.99	47.08	42.82	偏股型
洛钼转债	175.12	-3.98	2.24	-7.52	16.04	96.55	69.38	偏股型
歌华转债	190.75	-4.09	-6.30	-29.63	6.46	91.94	80.29	偏股型
歌尔转债	162.11	-4.59	-2.72	-6.17	34.48	81.62	35.05	偏股型
东华转债	271	-8.06	-7.05	-19.10	2.98	194.44	185.92	偏股型

小幅收涨的情况下,两市转债却涨少跌多,整体跑输正股。按全价计算,当日交易的18只转债品种7只上涨、11只下跌,涨幅前3的海运转债、深机转债、齐峰转债分别上涨5.55%、2.50%和1.44%,而当日转债正股则有9只上涨、9只下跌,其中宁波海运、齐峰新材涨幅与转债相当,深圳机场则大涨8.33%,涨幅远高于深机转债;跌幅较大转债如东华转债、歌尔转债全天分别下跌

8.06%、4.59%,对应正股东华软件、歌尔声学则下7.05%、2.72%,跌幅小于转债。

高估值制约表现

对于近期转债相对跑输正股,此间分析观点认为,前期转债市场估值水平在股市长牛预期下被过度推高,使得转债相对正股的弹性显著下降。综合考虑到部分个券的赎回压力和年报风险,当

金的兴起,导致刚需规模上升。考虑牛市仍在,加上供需矛盾暂缓缓解,估值水平持续压缩的空间有限,但当前转债估值已经透支了大量上涨预期,加上已经略高于以往牛市的水平,所以估值抬升的空间也不大。大概率仍维持在当前水平上。

国信证券:“长跑”能力弱于正股

A股牛市趋势未变,没有理由改变看多转债的观点。抛开正股的预期不说,转债僧多粥少的局面将愈发严重,而由于年报因素,新增转债最早5、6月

前转债市场仍较为鸡肋,表现恐继续跑输正股,但如果转债估值及正股估值得到正向验证,则转债市场仍有望跟随A股市场继续上涨。

中金公司本周表示,此前由于转债稀缺性的存在,市场乐观预期很快在转债价格和估值当中得以完全体现,其后的正股股价上涨对转债价格的刺激大大降低,转债对正股的弹性也就相应下降。该机构认为,投资者对股市短期震荡加剧甚至回踩的担忧等因素,都抑制了转债市场的追涨意愿。由于溢价率和绝对价位较高,转债市场一方面持有价值仍在,但另一方面仍需谨慎追涨。

此外,中信证券提示,随着转债价格连续上涨,当前深机、深燃、歌华、恒丰等个券极有可能在近期触发提前赎回,投资者需积极关注条款触发进程,短期内相关个券估值仍可能大概率压缩。民生证券本周则表示,随着年报披露高峰期已经到来,在去年经济结构调整、GDP增速下滑的背景下,短期需要提防传统行业公司年报不及预期的风险。综合新三板快速推进产生资金分流等因素干扰,市场短期内或仍有调整要求。

份才会出现,在这样的背景下,坚定持有转债仓位是必要的。问题的关键在于估值,也就是转债和正股的赛跑问题。从长远来说,转债平价是转债价值归宿,触发强赎后面临的价格回归是意料之中的,转债的长跑能力弱于正股。但短期市场氛围和情绪的高涨往往能迅速带动估值,转债的短跑能力却强于正股。把握好估值变化节奏,是转债优于正股的关键。总体说,维持“失速逢低就买、小盘提灯细挑”的观点。大盘转债流动性好,前期调整充分,基本面稳定,暴涨暴跌可能性小。(张勤峰 整理)

布朗兄弟哈里曼银行副总裁伊兰·索罗特认为

人民币当前波幅合适

□本报记者 李豫川

尽管外汇市场对美联储最新的政策声明各有解读,美元强势依旧是投资者必须首先考虑的因素之一,美国布朗兄弟哈里曼银行(BBH)副总裁伊兰·索罗特(Ilan Solot)3月26日在接受中国证券报记者专访时表示,美联储仍有可能在今年6月启动加息,美元强势将维持,而人民币汇率可能小幅走软,但最低不会突破6.35一线。

美联储仍可能6月加息

中国证券报:最新公布的FOMC货币政策声明中,美联储(FED)提到加息时删除了“耐心”一词,你对此美联储的政策趋向有什么预期?

索罗特:市场对FOMC货币政策声明的解读各有侧重,上周美联储下调经济利率预期透露了比以前更宽松的货币政策信号。一些分析人士开始猜测美联储可能会将加息时间推迟到9月,摩根士丹利甚至认为美联储今年不会加息,尽管如此,我维持美联储可能在6月加息的判断。

中国证券报:强势美元对国际资本流向产生了重要影响。如果资金从世界各地回流美国,那对美国真的非常有利吗?

索罗特:强势美元确实在一定程度上影响了国际资本的流动,近日欧洲和日本都表示将维持目前的货币宽松,英国则表示加息和降息的概率各半。一些基金或机构在买进欧洲和日本的股票组合,而且欧洲股市近期表现不错,也增强了其吸引力。但我认为,强

势美元/弱欧元并不意味着必然的投资流向改变,从长期趋势看,强势美元对美国的影响是比较复杂的,其影响并不总是正面的。部分投资者在买进欧洲和日本的股票,但也有很多人在买进美元,资金流是呈双向流动的。

中国证券报:今年新兴经济体可能面临哪些主要的风险因素?其中最大的挑战来自哪里?

索罗特:我觉得新兴市场经济体今年最大的挑战将主要是适应美元强势以及美联储可能于6月加息等。同时,我们也需要注意到俄罗斯和巴西的经济前景,特别是巴西的通胀前景可能存在较大风险。

人民币不会跌破6.35

中国证券报:您如何看待人民币的国

际化进程?

索罗特:我始终认为,尽管中国与多国签订了货币互换协议等,人民币只有在推进国际化之后,才能逐渐成为国际储备货币,且这将是长期的过程。中国的货币政策也将在积极推动此项目标。

中国证券报:近期人民币汇率波动比较大,你如何预期今年内人民币的走势?

索罗特:我个人认为,单纯的人民币强势或贬值都无助于人民币国际化这个长期目标的实现,应该更多地以市场为导向来调整,允许并方便国际资本在中国的进出。目前人民币的波动幅度相对比较合适,不必急于扩大其波动幅度。我觉得今年人民币可能小幅走软,但下限应该不低于6.35元。

人民币即期汇率窄幅震荡

经过上周一波快速拉升之后,本周人民币兑美元即期汇率出现明显的企稳迹象。26日,在中间价小幅上调、再创一个月新高的背景下,人民币即期汇率全天微升1个基点,日内振幅也大幅收窄。

26日人民币兑美元汇率中间价为6.1375元,较25日上调35基点,创下2月25日以来的一个月新高。隔夜国际外汇市场上,由于美国公布的最新经济数据弱于预期,且德国企业信心调查结果表现强劲,进一步带动美元多头平仓,美元指数全天下跌0.24%。

26日银行间即期询价交易市场上,受中间价调高带动,人民币兑美元即期汇率小幅高开于6.2085元,之后在购汇盘压制下一路走软,最低跌至6.2168

口行三期新债定价偏高

26日,中国进出口银行对该行2015年第七期新发债券以及第五期、第六期金融债的增发债进行了招标。在利率债供给阴云笼罩以及货币市场利率下行放缓的背景下,一级市场延续了近阶段的低迷态势,三期新债发行结果中标利率偏高,认购倍数偏低。

口行2015年第七、六、五期债券分别为1年期、5年期、10年期固定息金融债。来自中债网和交易员的信息显示,上述三期新债的中标利率/收益率依次为3.75%、4.1743%、4.3255%,1年、10年品种定价均超出市场预期,5年期品种亦落在市场预期区间上限附近;三期新债认

国开行31日招标五期金融债

国家开发银行26日公告,定于3月31日增发2015年第三至五期及发行第六期、第七期金融债券,总量不超过300亿元。首场招标结束后,国开行将向工商银行、农业银行、中国银行三家承办银行追加发行各不超过10亿元第六期债券,专门用于通过商业银行柜台向个人和非金融机构投资者分销。

国开行今年第三、四、五、七期债券依次为5年期、7年期、10年期、3年期固定息品种,均为按年付息,本次增发/发行分别不超过60亿元、50亿元、90亿元、60亿元。第六期债券为1年期固定息债,发行量不超过40亿元(不含商业银行柜台分销额度)。第三、四、五期债券票面利率分别为3.76%、3.86%、3.81%,起息日均为2月5日。第六、七期债券票面利率由招标确定,起息日分别为4月8日、4月3日。除1年期品种为4月8日缴款外,其他均为4月3日缴款。五期新债均于4月10日上市,增发的债券上市后同对应的原债券合并交易。

本次增发的第三至五期债券均采用单一价格招标方式,第六、七期债券采用单一利率招标方式。第六期债券追加发行部分采用数量招标方式,票面利率为首场中标利率。以上各期债券均不设立基本承销额。(葛春晖)

联合资信调整冀东发展评级展望为负面

联合资信26日发布了对冀东发展集团有限责任公司跟踪评级报告。

报告指出,2014年以来,水泥行业景气度呈现“南高北低”的区域分化趋势,冀东发展主要水泥布局区域三北区短期内水泥行业供需关系难以得到根本改善,公司规模优势难以得到快速释放。跟踪期内,公司水泥产品产销量有所提高,但销售价格不断下降;受水泥行业固定资产投资增速下滑影响,公司装备工程板块对外销售收入显著下

滑;由于京津冀区域竞争激烈影响及房地产投资增速放缓影响,公司混凝土板块销售量价齐降,进一步拉低了公司的盈利能力;公司利润规模大幅下滑,债务负担持续加重、短期债务占比显著提高,短期偿付压力加重,2014年以来出现经营性亏损,短期内公司盈利大幅改善的可能性不大。

综合考虑,联合资信维持公司AA+的主体长期信用等级,评级展望由稳定调整为负面。(张勤峰)

中诚信国际:资产划转无碍同盛集团AAA评级

中诚信国际26日发布公告称,维持上海同盛投资(集团)有限公司主体及债项信用等级。同盛集团于2月25日发布公告,拟将所持有的上海同盛内河航道建设发展有限公司100%股权、上海同盛大桥建设有限公司100%股权、间接持有的上海同盛城扎置业有限公司100%股权无偿划转给上海城投(集团)有限公司。

中诚信国际认为,通过资产划转,公司将逐步剥离公益性资产和与主业相关性不强的业务,聚焦主业。同时,资产划转后,公

司资产规模和所有者权益将大幅减少,资产结构发生大幅变化,但由于本次划转的是非经营性资产,三家被划转的公司无营业收入,对公司收入和利润没有显著影响。此外,考虑到公司持有的上港集团23.26%的股权市场价值已大幅增加,也一定程度抵补了资产划转对公司资产和所有者权益的影响。总体来看,公司偿债能力未受到近期事件的显著影响,中诚信国际决定维持同盛集团主体信用等级AAA,评级展望为稳定,“10同盛MTN1”信用等级为AAA。(张勤峰)



美元下跌难持续

月出现下滑。但关键指标——非农报告,非农就业人口增加近30万人,失业率进一步下降,暗示美国经济复苏可持续性增强。但是近期美元走势疲软不应归因于美国经济,那么问题出在哪里?

我们认为,一方面,美联储在是否及早加息的问题上反映出的瞻前顾后,浇灭了之前市场的乐观情绪。美联储官员们近期发表的言论并不一致,当然这不足为怪。只是其内部分歧更多在于年内,还是明年加息,而对二季度进一步收紧货币政策并不热衷,由此尽显美联储偏“鸽派”的心态。尤其在美联储最新一次议息会后声明中,美联储主席耶伦明确否定了4月加息的可能性后,6月加息的时间窗口也因全球经济

不稳、极寒天气等因素影响,同样遭受质疑。以至于加息前瞻指引中“耐心”一词的删除都无法慰藉市场的失望之情。在此我们有必要抛出一个观点,即美联储“鹰鸽”两派的划分不应基于各自观点的差异,而应以市场主流预期为界线。以当下市况为例,前期市场的乐观情绪不断累积,最终超前于多数美联储官员的观点,使得“鹰鸽”两派的边界发生偏移,无形中削弱了“鹰派”阵营,而“鸽派”势起必然打压美元人气。如此来看,与其说美元近期的下跌归因于美国经济数据不佳,倒不如说是从前期过于猛烈升势的正常修复。

另一方面,欧洲央行祭出欧版QE,每月购买600亿欧元国债,政策落地反而澄

清种种猜忌,这对于缓解欧元下行压力大有裨益。而随后欧元区出炉的一系列数据不断释放利好信号,这极易被市场理解为量化宽松政策的成效,进而增强了投资者对欧元区经济前景的信心,并最终转化为市场欧元买盘增加。

不过前瞻来看,上述两大因素将会发生变化。首先,防范通缩仍是欧洲当局的首要任务,欧洲经济也远未到触底反弹的时点,同样欧元近一段时间内构筑中长期底部的可能性微乎其微。此外,严冬过后,我们有理由相信美国经济将会重新恢复动能,其中消费、房地产市场支持明显,这极像去年的情形。若果真如此,美元长期上涨的逻辑依然成立。

有望打开。

最后,悲观情绪不可持续。近期收益率反弹主要受悲观情绪带动。从12日夜间公布的1万亿地方债置换方案获批开始,股市暴涨,一级需求不佳接连打击着债券多头的士气。但是从长期来看,供给并不影响债券市场趋势,而股市上涨对债券的压制也不是持续性因素。

当然,当前的债券收益率已较充分地反映了弱经济、宽政策的影响,继续下行的空间不如去年,但经过春节以来几轮反弹,中长债再次显现出了可观的交易空间,短债更是处在历史高位,配置价值更高。在悲观情绪释放之后,债市有望重回正轨,甚至在宽松资金面的带动下,再现一波小牛陡行情。

债券投资价值重新显现

率曲线为何呈现熊陡走势?一方面,短端依旧受限于偏高的资金成本。虽然近期资金面缓步趋松,但资金价格仍处相对高位,导致曲线短端下行动力不足,在曲线本身非常平坦的情况下,曲线长端自然易上难下。另一方面,市场情绪比较悲观,投资者选择性忽视了央行连续调低逆回购利率、MLF加量续做、汇丰PMI初值低于预期等利好消息,这可能与近期股市上涨分流债市投资资金以及地方债务置换加剧利率债供给预期有关。

笔者认为,债券收益率下行的总体趋势并未扭转,这波反弹主要是情绪变化造成的,继续反弹的空间也较有限。

首先,资金价格有望加速下行。自从资金面安然度过3月初“打新”冲击过后,

市场流动性预期已有明显改观。近期人民币汇率止跌或预示新增外汇占款继续好转,将进一步改善市场流动性。

其次,牛市的基本面基础尚在。前两个月经济金融数据走向有一定背离,一度使得市场对于经济是否筑底出现分歧。但结合最新披露的3月汇丰PMI初值等来看,市场对于经济疲弱的观点更认可。

再者,货币政策还有宽松空间。央行继续致力于降低融资成本的货币政策操作,从前两次降息效果来看,短端资金利率下降得并不理想,说明降成本还需力度更大的数量型货币政策的配合,因此在连续下调逆回购利率、加大MLF续做之外,央行可能会动用降准来进一步增加资金供给。这样一来,收益率曲线下移的空间